



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2024
MÁRCIUS

„... nagy bölcsesség az, ki célt tud tenni maga kívánságainak.”

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2024
MÁRCIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1013 Budapest, Krisztina körút 55.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és vállalkozásokat egyaránt sújtó gazdasági ingadozások mértékét.

A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében 2005 augusztusától a 3 százalékos középtávú cél körüli infláció biztosításával törekszik az árstabilitás megvalósítására. A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljes körűen az infláció várható alakulását, és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntése sok szempont együttes mérlegelésén alapul. Ezek közé tartozik a gazdasági helyzet várható alakulása, az inflációs kilátások, a pénz- és tőkepiaci folyamatok, a stabilitási kockázatok vizsgálata.

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. Az Inflációs jelentés című kiadvány bemutatja az MNB Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési elemzések, a Pénzügyi rendszer elemzése igazgatóságain készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. Az előrejelzés endogén kamatpolitikai szabály alkalmazásán alapul; míg a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.

Az elemzés a Közgazdasági és költségvetési elemzésekért és statisztikáért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési elemzések, a Pénzügyi rendszer elemzése, és a Nemzetközi monetáris politikai és gazdaságtudományi ismeretterjesztési igazgatóság munkatársai vettek részt. A publikációt Virág Barnabás, Monetáris politikáért, pénzügyi stabilitásért és nemzetközi kapcsolatokért felelős alelnök hagyta jóvá.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól.

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2024. március 21-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	12
1.1. Inflációs előrejelzésünk	12
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	19
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	23
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	27
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	31
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	31
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	39
3.3. Munkaerőpiac	42
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	47
3.5. Költségek és infláció	48
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	53
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	53
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	55
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	57
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	57
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	59
5.3. Költségvetési folyamatok	61
6. Kiemelt témák	65
6.1. A 2023-as évre adott jegybanki előrejelzések értékelése	65
Ábrák és táblázatok jegyzéke	69

Keretes írárok jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	14
1-2. keretes írás: Nemzetközi tényezők hatása a hazai inflációra	15
3-1. keretes írás: A német export alakulása	36
3-2. keretes írás: Alkalmazkodás a munkaerőpiacon és a feszesség alakulása	44
3-3. keretes írás: A fogyasztói kosár súlyváltozásának inflációra gyakorolt hatása	51

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A jegybank elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi stabilitás fenntartását és a Kormány gazdaság-, illetve környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikáját.

A rövid távú európai növekedési kilátásokat továbbra is lefelé mutató kockázatok övezik, amit az általánosan feszült geopolitikai helyzet tovább fokoz.

2023 negyedik negyedében az EU gazdasága 0,2 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A visszafogott növekedés mögött elsősorban a bizonytalan fogasztói hangulat és a korábbi energiaválság tartós hatásai álltak. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország kibocsátása 0,2 százalékkal mérséklődött éves alapon. Ugyanebben az időszakban az amerikai GDP 3,1 százalékkal emelkedett éves összevetésben, míg Kínában 5,2 százalékos éves alapú növekedést regisztráltak. Kínában az ingatlanszektor visszaesése és a törekeny fogyasztói bizalom továbbra is visszafogja a belföldi keresletet, miközben a kormányzat intézkedéseivel a növekedés támogatására törekszik.

Az Európai Unióban a 2022. októberi inflációs csúcs óta tartó folyamatos dezinfláció a tavalyi év végén megtorpant.

Az eurozóna inflációja februárban újra mérséklődött és 2,6 százalékon alakult. Ugyanakkor az európai szintű korábbi gyors dezinfláció lassulása figyelhető meg. Az Európai Unió 27 tagállamából 9-ben emelkedett az infláció 2023. december és 2024. február között. A régiós országokban tovább folytatódott az infláció csökkenése, így februárban Szlovákiában 3,8, Lengyelországban 3,7, míg Csehországban 2,2 százalékkal emelkedtek az árak éves összevetésben. Az Egyesült Államokban az infláció a jegybanki célt továbbra is meghaladva 3 százalék felett ingadozik, februárban 3,2 százalékon alakult.

A globálisan meghatározó jegybankok a piaci árazások alapján elérték a kamatpályáik tetejét, míg a régióban a cseh jegybank csökkentette, a lengyel és a román jegybank pedig változatlan szinten tartotta az alapkamatot az elmúlt negyedév során.

Az Egyesült Államokban a Federal Reserve (Fed) 5,25–5,50 százalékos szinten tartotta az irányadó ráta célsávját. A jegybanki kommunikáció alapján a kamatpálya elérhette a tetőpontját és még az idei év során megkezdődhet a kamatcsökkentés. A Fed emellett folytatta mérlegének fokozatos csökkentését. Az Európai Központi Bank (EKB) az elmúlt negyedévben nem változtatott az irányadó rátákon. Az EKB elnöke szerint nyáron megkezdődhet a kamatcsökkentés. A jegybank 2024 második felében havonta átlagosan 7,5 milliárd euróval kívánja csökkenteni a PEPP portfóliót és 2024 végére teljesen lezárna az újrabefektetéseket.

A régióban a cseh jegybank márciusban 50 bázisponttal, a februárral megegyező mértékben folytatta a tavaly decemberben 25 bázisponttal megkezdett kamatcsökkentést, ezzel 5,75 százalékra mérsékelte az irányadó rátát. A lengyel jegybank változatlanul, 5,75 százalékon, a román jegybank pedig 7,0 százalékon tartotta az irányadó rátát az elmúlt negyedév során. A Magyar Nemzeti Bank az előző negyedév lépésközeinek megfelelően januárban is 75 bázisponttal, majd átmenetileg nagyobb mértékben, 100 bázisponttal mérsékelte az alapkamatot, amely így február végére 9 százalékra csökkent.

Az elmúlt negyedévben összességében változékonyan alakult a globális befektetői hangulat.

Az elmúlt időszak során a nemzetközi piacokon az eszközárak alakulásában a globálisan meghatározó jegybankok kamatpolitikájával kapcsolatos várakozások játszottak elsősorban szerepet. A jegybankok döntéshozóinak nyilatkozatai, valamint a vártnál magasabban alakuló amerikai és eurozónás inflációs adatok alapján a piaci szereplők későbbre halasztották a kamatcsökkentési ciklusok kezdetére vonatkozó várakozásaikat.

A közel-keleti geopolitikai konfliktusok továbbra is jelentős kockázatot jelentenek. A Vörös-tengeren történt, kereskedelmi hajókkal szembeni támadások veszélyeztetik a termelési láncok folytonosságát, a szállítások ideje megnőtt és a

szállítmányozási díjak emelkedni kezdtek. A piaci szereplők ezek mellett kiemelt figyelmet fordítottak a makrogazdasági adatközlésekre, valamint a kínai gazdasággal kapcsolatos aggodalmakra.

Az elmúlt időszakban az olaj hordónkénti ára 85 dollár körül ingadozott, míg az európai gázárak a tavaly október közepétől kezdődő tartós csökkenés után márciusban némileg emelkedtek, ugyanakkor változatlanul alacsony szinten alakultak. Az olajárak emelkedését egyrészt az OPEC+ által kiterjesztett év közepéig tartó kitermeléscsökkentés, másrészt a továbbra is fennálló közel-keleti konfliktus okozta. A gázárak mérséklődését az utóbbi hónapokban az európai gáztárolók magas töltöttségi szintje támogatta, míg a márciusi enyhe áremelkedés mögött főként a globális ellátást övező bizonytalanságok álltak.

A dollár a fejlett piaci devizákkal szemben erősödött. A dollár erősödésének hátterében a Fed döntéshozóinak részéről tett, korábbiaknál szigorúbb hangvételű nyilatkozatok álltak, amik mérsékeltek a kamatcsökkentések megkezdésével kapcsolatos piaci várakozásokat. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok és tőzsdeindexek emelkedtek. A kötvényhozamok a feltörekvő piacokon vegyesen alakultak, ugyanakkor a régióban emelkedtek.

Az elmúlt negyedév során a hazai pénzügyi piacokon kedvezőtlenebb hangulat volt jellemző, a forint árfolyama több hullámban gyengült.

A forint árfolyama több hullámban gyengült az időszak során. A december végi és január eleji erősödést január második felében gyengülés követte, majd az ezt követő hetekben kisebb ingadozások mellett lényegében nem változott a forint euróval szembeni árfolyama. Február végétől a forint árfolyama újból gyengült, aminek hátterében részben a globálisan meghatározó jegybankoktól várt kamatpályák felfelé tolódása, részben országspecifikus tényezők álltak.

Az állampapírpiazi hozamgörbe 3 hónapos szakasza enyhén felfelé, a 3 évnél rövidebb szakasza lefelé, míg az ennél hosszabb szakasza felfelé tolódott. A hosszú oldali hozamok emelkedése mögött alapvetően nemzetközi folyamatok álltak, az 5 éves hitelkockázati (CDS) felár tovább mérséklődött az időszak során. A rövid bankközi kamatok minden futamidőn mérséklődtek, lekövetve az effektív kamat csökkenését a részpiacokon.

Az infláció 2024 elején ismét a jegybanki toleranciasávba mérséklődött. Éves átlagban az infláció idén 3,5–5,0, míg 2025-ben és 2026-ban egyaránt 2,5–3,5 százalék között alakulhat.

2024 februárjában folytatódott az infláció csökkenése hazánkban. A fogyasztói árak éves összevetésben 3,7 százalékkal emelkedtek. Az infláció lassulása továbbra is széles körben érzékelhető, amit a fegyelmezett monetáris politika, a kormányzat versenyt erősítő lépései, a visszafogott kereslet, a bázishatások és az elmúlt évinél érdemben alacsonyabb külső költségkörnyezet együttes hatása okoz.

Az áremelkedés üteme hazánkban az idei év közepén a piaci szolgáltatások visszatekintő árazása és bázishatások miatt átmenetileg emelkedik. Az alapfolyamatokat emellett két ellentétes hatás alakítja. A forint árfolyamának elmúlt hetekben megfigyelhető gyengülése az importált infláció emelkedésének irányába mutat. Másrészt a hazai reálgazdaság rövid távon gyengébb ciklikus pozíciója dezinflációs hatású. A két hatás eredőjeként az alapfolyamatokat megragadó maginfláció csökkenése a második negyedévben megáll és az év hátralévő részében 4,5–5,0 százalék között alakulhat. Az élelmiszerek visszafogott árváltozását a csökkenő globális élelmiszer-alapanyagárak mellett az erősebb versenyt generáló kormányzati intézkedések is támogatják. Éves átlagban idén 3,5–5,0 százalék közötti infláció várható, ami alacsonyabb inflációs pályát jelent a decemberi prognózishoz képest. Az MNB előrejelzése szerint az infláció 2025-ben és 2026-ban egyaránt 2,5–3,5 százalék között alakulhat. Az inflációs várakozások horgonyozottsága, a pénzügyi stabilitás fenntartása és a fegyelmezett monetáris politika elengedhetetlen ahhoz, hogy a fogyasztóiár-index a jövő évtől tartósan visszatérjen a jegybanki toleranciasávba.

A hazai GDP 2023-ban 0,9 százalékkal csökkent éves alapon, míg 2024-ben várhatóan 2,0–3,0, 2025-ben 3,5–4,5, majd 2026-ban 3,0–4,0 százalékkal bővül.

A 2023. harmadik negyedévi növekedést követően a negyedik negyedévben a hazai gazdasági teljesítmény stagnált. A folytatódó dezinfláció és a reálbér-dinamika pozitívba fordulása miatt a háztartások fogyasztása az előző negyedévekhez képest enyhébb ütemben mérséklődött az év végén. A beruházások csökkenése szintén kisebb mértékű volt a korábbi negyedévekhez képest, amit elsősorban az emelkedő állami fejlesztések támogattak. A vállalati beruházások továbbra is

mérséklődtek, a belföldre és az exportpiacra termelő ágazatokban is a volumen csökkenését regisztrálták. A mezőgazdaság a 2022. évi aszály után tavaly számottevően magasabb kibocsátást ért el, tompítva a GDP kontrakcióját. A tavalyi év során a hazai kivitel stagnált, míg az import a belső kereslet visszaesésével mérséklődött, így 2023-ban a nettó export növekedési hozzájárulása pozitívan alakult. A munkaerőpiac feszessége az elmúlt hónapokban enyhült. A foglalkoztatás magas szintje mellett a munkanélküliségi ráta enyhén, 4,5 százalékra emelkedett januárban.

A 2023. évi visszaesést követően 2024 elején lassú fellendülés kezdődött, a hazai növekedés az év második felében dinamizálódhat. 2024-ben – az infláció tartós mérséklődésével, a reálbérek folytatódó emelkedésével és a bizalom erősödésével – főként a belső keresleti tételek támogatják a hazai GDP fokozatos bővülését. Az exportteljesítményre ellentétes irányú erők hatnak. Az elhúzódóan gyenge európai konjunktúra visszafogja a hazai kivittelt, azonban a folyamatban lévő és az újonnan bejelentett jelentős kapacitásbővítő külföldi közvetlentőke-beruházások idővel élénkítik az exportot. A gyenge külpiazi kereslet következtében az idei évre vonatkozó jegybanki várakozás összességében a decemberi prognózishoz képest alacsonyabb, 2,0–3,0 százalékos növekedési pályával konzisztens. A kiépülő új ipari kapacitások termelésének felfutásával 2025-től kiegyensúlyozott szerkezetű hazai növekedés várható, és az exportpiaci részesedésünk is emelkedik. A hazai GDP 2025-ben várhatóan 3,5–4,5, majd 2026-ban 3,0–4,0 százalékkal bővül.

A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme a negyedik negyedévben enyhén gyorsult, míg a háztartási hitelállomány lassuló ütemben bővült. 2024-ben mindkét piacon a kereslet élénkülése várható.

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállományának éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 0,5 százalékponttal gyorsult, így 6,2 százalékot ért el 2023. év végén. A mikro-, kis- és középvállalkozások éves hiteldinamikája, amely a hitelezési alapfolyamatokat jobban megragadja, ennél alacsonyabb, 3,8 százalék volt a tavalyi év végén. A negyedik negyedévben az újonnan szerződött – nem folyószámla jellegű – vállalati hitelek 29 százaléka volt valamilyen támogatott hitel, ami alacsonyabb, mint a Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogram intenzív szerződéskötési időszakát is tartalmazó első félévi 46 százalékos érték. A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a negyedik negyedévben összességében nem változtak érdemben a vállalati hitelfeltételek, míg az üzleti célú ingatlanra nyújtott hitelek esetében a bankok mintegy ötöde továbbra is szigorítást jelzett. A hitelkereslet tekintetében a bankok 6 százaléka a kereslet csökkenéséről számolt be a negyedik negyedévben, azonban 2024 első félévére előretekintve a bankok nettó értelemben vett 23 százaléka már növekvő keresletet vár. A továbbra is bizonytalan növekedési kilátások miatt a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2024. év végén 6 százalékot érhet el, míg 2025. év elejétől 8–9 százalék körüli szinten stabilizálódhat a bővülés mértéke.

2023 negyedik negyedévében a háztartási hitelállomány éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest enyhén lassulva 2,4 százalékot ért el. A hitelintézetek által 2023. negyedik negyedévben szerződött lakáshitelek értéke az előző év azonos időszaki, alacsony bázist jelentő értékét 21 százalékkal haladta meg, míg a személyi hitelek kibocsátása 43 százalékkal volt magasabb. A januárban elindult CSOK Plusz, a megemelkedő Falusi CSOK és babaváró hitelösszegek 2024 elejétől támogatják a hitelállomány bővülését. A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok a lakáshitelek és a fogyasztási hitelek esetében is növekvő keresletről számoltak be a negyedik negyedévben, és előretekintve is mindkét szegmensben a kereslet további növekedésére számítanak. A háztartási hitelállomány éves növekedése 2024. év végén mintegy 8 százalékot érhet el, 2025. év elejétől pedig 9–10 százalék körüli lehet a bővülés mértéke.

A folyó fizetési mérleg többlete várhatóan tovább emelkedik.

2023-ban a folyó fizetési mérleg éves egyenlege az alacsonyabb energiaárak, az energiafogyasztás alkalmazkodása, valamint a belső kereslet mérséklődése miatt 8 százalékpontnál is nagyobb mértékben javult, és enyhe többletbe fordult. Idén az export és az import volumene közel azonos mértékben bővül, így elsősorban az alacsonyabb energiaárak mellett tovább javuló cserearány javítja a külkereskedelmi egyenleget. Összességében a folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlege 2024-ben várhatóan enyhén, majd a következő években – az exportpiaci részesedés növekedésével párhuzamosan – nagyobb mértékben javul. Az előrejelzési horizonton így tovább folytatódik a folyó fizetési mérleg többletének növekedése.

Az előzetes pénzügyi számla statisztika alapján 2023-ban az államháztartás eredményszámlájának hiánya 6,7 százalék volt a GDP arányában. A jegybank előrejelzése szerint a költségvetés hiánya a 2023. évihez képest 2024-ben mérséklődhet, amit érdemben támogat az energiaárak csökkenése. Ugyanakkor az adóbevételek 2023-hoz hasonlóan elmaradhatnak a költségvetési törvény előirányzatától. Az elmúlt két évre jellemző magas inflációs környezet következtében jelentősen

nőttek az állami kamatkiadások, amelyek az idei évben is nagy terhet rónak a költségvetésre. Az előzetes adatok alapján a bruttó államadósság a GDP 73,4 százalékára csökkent 2023 végére. Az adósságráta 2024. évi folytatódó mérséklődéséhez és a hazai kockázati megítélés javulásához a kitűzött hiánycélok hiteles elérése is szükséges.

A Monetáris Tanács kockázati értékelése alapján az alappályát kétirányú inflációs és lefelé mutató növekedési kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A lassuló globális konjunktúrát feltételező és a fogyasztás lassabb helyreállításával számoló forgatókönyvek megvalósulása esetén az alappályához képest alacsonyabban alakulhat mind a gazdasági növekedés, mind az infláció. A harmadik alternatív pálya megvalósulása esetén a globális dezinfláció megtorpanásának hatására a meghatározó nagy jegybankok monetáris politikája az alappályához képest tovább maradhat szigorú.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Az adatok éves változásokat mutatnak és előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült.)

	2023	2024	2025	2026
	Tény		Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció	18,2	4,0 - 5,6	2,8 - 3,4	2,7 - 3,3
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	18,1	4,0 - 5,6	2,8 - 3,4	2,7 - 3,3
Infláció	17,6	3,5 - 5,0	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Gazdasági növekedés				
Háztartások fogyasztási kiadása	-2,5	2,8 - 3,5	2,6 - 3,6	2,7 - 3,7
Közösségi végső fogyasztás ¹	1,6	0,9 - 2,0	0,4 - 1,6	0,7 - 1,8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-8,7	0,8 - 3,8	1,8 - 4,7	0,7 - 3,6
Belföldi felhasználás	-5,4	2,1 - 3,1	2,0 - 3,2	1,8 - 3,0
Export	-0,1	1,3 - 2,7	6,1 - 7,9	4,6 - 6,4
Import	-5,1	1,5 - 2,9	4,3 - 6,3	3,1 - 5,1
GDP	-0,9	2,0 - 3,0	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0
Munkatermelékenység ²	-1,1	2,4 - 3,2	3,4 - 4,7	2,8 - 4,2
Külső egyensúly^{3,6}				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	0,2	0,0 - 1,2	1,2 - 2,6	2,1 - 3,7
Külső finanszírozási képesség	1,2	1,9 - 3,1	3,1 - 4,5	4,0 - 5,6
Államháztartás³				
ESA-egyenleg	-6,7	(-5,0) - (-4,5)	(-4,5) - (-3,5)	(-3,8) - (-2,8)
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	14,3	11,4 - 12,3	7,0 - 8,2	7,4 - 8,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	0,6	(-0,3) - 0,1	(-0,3) - 0,4	(-0,2) - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	16,3	10,0 - 11,0	7,1 - 8,2	6,5 - 7,6
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,0	(-0,1) - 0,3	0,0 - 0,5	0,0 - 0,5
Munkanélküliségi ráta	4,1	4,2 - 4,3	3,5 - 4,0	3,2 - 4,1
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	18,0	8,2 - 9,4	2,7 - 4,3	2,7 - 4,5
Lakossági reáljövedelem ⁵	1,1	2,8 - 3,7	2,0 - 3,2	2,1 - 3,3

¹ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transfereket.

² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

³ A GDP arányában.

⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

⁵ MNB-becslés.

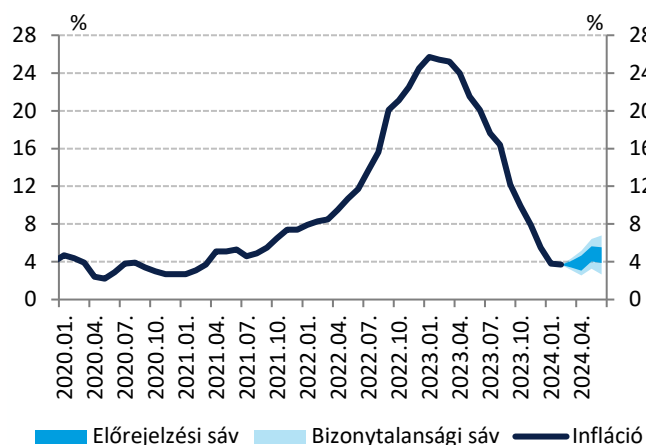
⁶ Az inflációs jelentés készítésekor a 2023. októberi-decemberi időszakra csak előzetes havi adatok álltak rendelkezésre a folyó fizetési mérleg és a külső finanszírozási képesség esetében.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az elmúlt hónapokban folytatódott a hazai infláció csökkenése, februárban 3,7 százalékon alakult a fogyasztóiár-index. Rövid távú előrejelzésünk szerint az infláció az idei év közepén a piaci szolgáltatások visszatekintő árazása és a bázishatások miatt átmenetileg emelkedik. Az alapfolyamatokat emellett középtávon két ellentétes hatás alakítja. A forint árfolyamának elmúlt hetekben megfigyelhető gyengülése az infláció emelkedésének irányába mutat. Másrészt a reálgazdaság rövid távon gyengébb ciklikus pozíciója dezinflációs hatású. A két hatás eredőjeként az alapfolyamatokat megragadó maginfláció csökkenése a második negyedévben megáll és az év hátralévő részében 4,5-5,0 százalék között alakulhat. Éves átlagban idén 3,5–5,0 százalék közötti infláció várható, ami a beérkező adatok miatt alacsonyabb inflációs pályát jelent a decemberi prognózishoz képest. A fogyasztóiár-index várhatóan 2025-ben tér vissza tartósan a toleranciasávba. Az infláció 2025-ben és 2026-ban egyaránt 2,5–3,5 százalék között alakulhat éves átlagban. Az adószűrt maginfláció 2024-ben éves átlagban 4,0-5,6, 2025-ben 2,8–3,4, míg 2026-ban a 2,7–3,3 százalék között alakulhat.

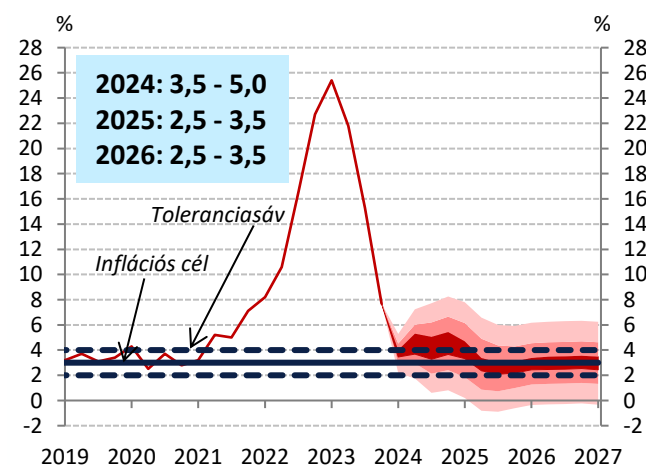
1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv az előrejelzési sáv körüli bizonytalanságot mutatja a korábbi évek előrejelzési hibájának szórásainak figyelembevételével.

Forrás: KSH, MNB

1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

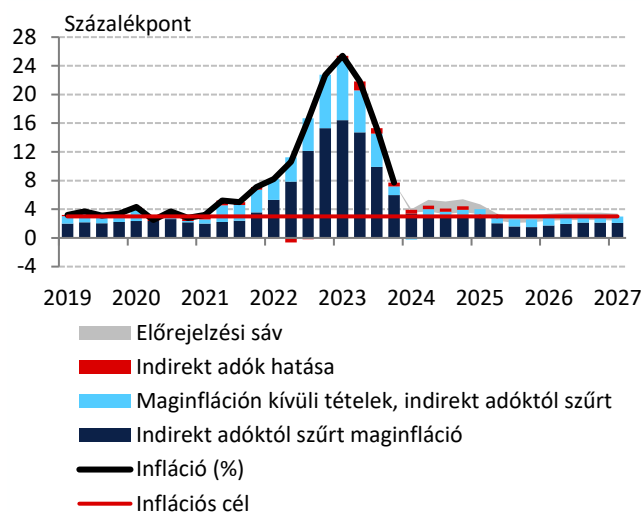
Forrás: KSH, MNB

Előrejelzésünk szerint az infláció az idei év közepén a piaci szolgáltatások visszatekintő árazása és bázishatások miatt átmenetileg emelkedik (1-1. ábra). A telekommunikációs és banki szolgáltatások esetében megvalósuló visszatekintő átárzások, valamint az üzemanyagok bázishatása emelik a fogyasztóiár-indexet, ennek hatására az infláció átmenetileg kilép a jegybanki toleranciasávból. Az alapfolyamatokat emellett középtávon két ellentétes hatás alakítja. A forint árfolyamának elmúlt hetekben megfigyelhető gyengülése az infláció emelkedésének irányába mutat. Másrészt a reálgazdaság rövid távon gyengébb ciklikus pozíciója dezinflációs hatású. A két hatás eredőjeként az alapfolyamatokat megragadó maginfláció csökkenése a második negyedévben megáll és az év hátralévő részében 4,5-5,0 százalék között alakulhat.

A fogyasztóiár-index 2025-ben tér vissza tartósan a jegybanki inflációs toleranciasávba. A decemberi prognózisunkhoz képest az idei inflációra vonatkozó előrejelzésünk sávjának alsó és felső széle is 0,5 százalékponttal csökkent, míg 2025-re és 2026-ra vonatkozó prognózisunk egyaránt változatlan maradt. Az infláció 2024-ben 3,5–5,0 százalék között alakulhat, míg 2025-ben és 2026-ban egyaránt 2,5–3,5 százalék lehet (1-2. ábra).

Előrejelzésünk szerint az alapfolyamatokat megragadó indirekt adóktól szűrt maginfláció 2024-ben éves átlagban 4,0–5,6 százalék között, 2025-ben 2,8–3,4 százalék között, míg 2026-ban a 2,7–3,3 sávban alakulhat (1-3. ábra). Az adószűrt maginflációra vonatkozó előrejelzésünket a decemberi prognózishoz képest csökkentettük a beérkező adatok (az élelmiszerek és az iparcikkek vártnál gyorsabb dezinflációja) hatására. A dollárban kifejezett világpiaci olajárakra vonatkozó feltevésünk enyhén emelkedett a decemberi feltevésünkhöz képest. A Brent kőolaj világpiaci jegyzésére jelentős volatilitás mellett 85 dollár/hordó árszint

1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója



Megjegyzés: A dekompozíció az előrejelzésünk sávközepe alapján készült.

Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2024	2025	2026
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		4,0 - 5,6	2,8 - 3,4	2,7 - 3,3
Magainfláció		4,0 - 5,6	2,8 - 3,4	2,7 - 3,3
Mag-inflációon kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	2,0	3,8	4,0
	Járműüzemanyag és piaci energia	2,4	2,5	2,5
	Szabályozott árú termékek	3,4	2,4	2,2
	Alkohol, dohány	4,7	3,6	3,4
Infláció		3,5 - 5,0	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5

Megjegyzés: Százalék. Szezonálisan igazított adatok alapján. A táblázat az előrejelzésünk sávközepe alapján készült. Forrás: MNB

körül alakul. Az európai gáz- és áramárak továbbra is alacsonyabbak az orosz-ukrán háború kitörése előtti hónapokban tapasztalttnál. 2024 februárjában a TTF gáz ára 30 euró/MWh alá csökkent, ugyanakkor az elmúlt hónap során enyhén emelkedett.

Az élelmiszerek visszafogott árváltozását a csökkenő globális élelmiszer-alapanyagárak mellett az erősebb versenyt generáló kormányzati intézkedések is támogatják. A globális élelmiszer-alapanyagárak továbbra is csökkennek, mely támogatja az élelmiszer-infláció folytatódó mérséklődését. A feldolgozatlan élelmiszerek esetében az utóbbi hónapokban megfigyelt visszafogott átárzások rövid távon fennmaradnak, így az idei évben 2,0 százalék körül, míg 2025-ben 3,8, 2026-ban pedig 4,0 százalékon alakulhat a termékcsoport éves áremelkedése.

A járműüzemanyag és piaci energia termékkör éves inflációja idén 2,4, jövőre és 2026-ban pedig 2,5 százalék körül alakulhat (1-1. táblázat). A szabályozott árú termékek és szolgáltatások inflációja 2024-ben előrejelzésünk szerint átlagosan 3,4 százalék körül alakul. Azzal a technikai feltevéssel élünk, hogy a lakossági energiaárakat érintő intézkedések a teljes előrejelzési horizonton változatlan formában érvényben maradnak. 2024 folyamán több adó- és szabályozási intézkedés (üzemanyagok jövedéki adójának emelése, útdíjak emelése, kiskereskedelmi különadó emelése, kiterjesztett gyártói felelősségi (EPR) díj) is átmeneti hatást gyakorol az infláció alakulására.

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

Magyarország egy kis nyitott gazdaság, így a legfontosabb makrogazdasági változókra készített előrejelzéseinket alapvetően befolyásolja a külső tényezők alakulása. Prognózisunk átláthatóbbá tételét segíti a külső feltevésekre vonatkozó változások rövid bemutatása (1-2. táblázat).

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2024		2025		2026		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2024	2025	2026
EUR/USD	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09	0,0%	0,1%	0,1%
Olajár (USD/hordó)	80,0	82,5	76,9	77,8	76,7	76,9	3,2%	1,1%	0,3%
Olajár (EUR/hordó)	73,4	75,7	70,6	71,3	70,4	70,5	3,2%	1,0%	0,2%
Gázár (EUR/MWh)	42,6	28,8	41,0	30,0	39,1	29,2	-32,4%	-26,8%	-25,4%
Eurozóna inflációja (%)	2,7	2,3	2,1	2,0	1,9	1,9	- 0,4 szp.	- 0,1 szp.	0,0 szp.
Eurozóna növekedése (%)	0,8	0,6	1,5	1,5	1,5	1,6	- 0,2 szp.	0,0 szp.	0,1 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	1,5 - 2,3	1,1 - 1,9	1,9 - 2,7	1,9 - 2,7	1,1 - 2,0	1,3 - 2,2	-0,4 szp.	0,0 szp.	0,2 szp.

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

Főbb kereskedelmi partnereink 2024. évi GDP növekedésére vonatkozó várakozások összességében enyhén mérséklődtek. A negyedik negyedévben az Európai Unió gazdaságának kibocsátása enyhén bővült. Az USA-ban éves alapon tovább gyorsult a GDP bővülése tavaly év végén. Kínában 2023 negyedik negyedévében a várakozások szerint alakult az éves növekedési dinamika, a harmadik negyedévinél nagyobb, 5,2 százalékos növekedést regisztráltak, míg negyedéves alapon 1,0 százalékkal bővült a kibocsátás. 2023 negyedik negyedévében visszafogott maradt a globális ipari termelés, és a Vörös-tengeren a szállítóhajókat ért támadások mellett a világkereskedelem is stagnált. A külső konjunktúra alakulását elsősorban a kedvezőtlen európai ipari termelési kilátások, valamint az általánosan feszült geopolitikai helyzet határozza meg. A fejlett gazdaságokban továbbra is feszes munkaerőpiac támogatja a globális konjunktúrát. Az idei évre vonatkozó globális és európai növekedési kilátások a decemberi előrejelzéshez képest enyhén romlottak. A nemzetközi konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom és üzleti hangulat az EU gazdaságaiban továbbra is mérsékelt szinten áll, amit a globális új rendelések alacsony szintje is alátámaszt.

Az EKB alacsonyabb növekedési és inflációs pályát vár az eurozónában a decemberi előrejelzéséhez képest. Az intézmény várakozásai szerint az eurozóna GDP-növekedése 2024-ben 0,2 százalékponttal lehet visszafogottabb a korábbi előrejelzéshez képest, így az idei évre 0,6 százalékos növekedési dinamikát prognosztizál az EKB, míg 2025-ben a decemberhez hasonlóan 1,5 százalékos növekedést várnak. Az EKB márciusi előrejelzése alapján az euroövezet inflációja idén 0,4, jövőre pedig 0,1 százalékponttal alacsonyabban lehet, ezzel 2024-ben 2,3, míg 2025-ben 2,0, százalékon alakulhat.

A Brent nyersolaj ára december vége óta kis mértékben nőtt és jelenleg 85 dollár körül tartózkodik a jegyzés. A Brent nyersolaj világpiaci ára változékonyságban alakul, január közepe óta 80 és 85 dollár között ingadozik, ami az OPEC+ országok olajkínálat szűkítésére vonatkozó kommunikációjára, a Vörös tengeri szállítási útvonalat veszélyeztető támadásokra és a kínai gazdaság lassulásával kapcsolatos félelmekre vezethető vissza. Ezeket a hatásokat ellensúlyozhatja, hogy a tavalyi évhez hasonlóan a nem OPEC+ országok kitermelésének bővülése 2024-ben is meghaladhatja a globális nyersolaj-kereslet növekedését. A Brent és az orosz típusú Ural kőolaj közötti árkülönbség az elmúlt időszakban is fennmaradt.

A benzin és a gázolaj hazai ára az elmúlt hetekben kis mértékben emelkedett. A nemzetközi folyamatokkal összhangban a benzin és a gázolaj piaci ára tavaly decemberig mérséklődött hazánkban, januártól azonban enyhe növekedés volt megfigyelhető mindkét üzemanyagár esetében.

Az európai gáz- és áramárak továbbra is alacsonyabbak az orosz-ukrán háború kitörése előtti hónapokban tapasztaltnál. A földgáz hazai és európai beszerzési árának alakulása a holland TTF gáz jegyzésárát követi, amely 2022 augusztusában érte el historikus, 300 euro feletti csúcsát. A földgáz árának 2022 decemberében indult csökkenése a tavalyi év során is folytatódott. A nyár folyamán többször is felszűrt az árfolyam, amit az LNG-szállítások körüli bizonytalanságokról szóló hírek okoztak, ugyanakkor a gázárak további csökkenésének irányába hatott az európai gáztárolók magas töltöttségi szintje, az enyhe téli időjárás, az alacsony lakossági fogyasztás, valamint a recesszióval küzdő európai ipar mérsékelt gázkereslete is. Míg december elején a 40 eurós szint körül alakult a gázár, 2024 februárjában a TTF gáz ára 30 euró/MWh alá csökkent,

majd márciusban enyhén emelkedett. A földgáztüzelésű erőműveken keresztül a gázárak változása az áram árára is hat. A gázárak alacsony szintjével összhangban az elektromos energia ára is csökkent, a német Phelix típusú áramár 7 napos mozgóátlaga 70 euro alatt alakul, ami érdemben alacsonyabb a 2023-as évre jellemző átlagosan közel 100 euro árnál.

A pénzügyi számlák előzetes adatai alapján 2023-ban az államháztartás eredményszemléletű hiánya 6,7 százalék volt a GDP arányában. Előrejelzésünk szerint a költségvetés hiánya 2024-ben 4,5-5,0 százalék, 2025-ben 3,5-4,5 százalék, míg 2026-ban 2,8-3,8 százalék között alakulhat a GDP arányában a makrogazdasági folyamatok és a költségvetési kontroll mértékének függvényében. Az előzetes adatok alapján a bruttó államadósság a GDP 73,4 százalékára csökkent 2023 végére. Az adósságráta 2024. évi folytatódó mérséklődéséhez és a hazai kockázati megítélés javulásához a kitűzött hiánycélok hiteles elérése is szükséges.

Az igazságügyi reform és a helyreállítási terv elfogadása mérsékelte az EU források beérkezését övező bizonytalanságot. Az Európai Bizottság elfogadta az igazságügyi reformmal kapcsolatos horizontális feljogosító feltételek, valamint két szektorális feljogosító feltétel teljesülését, így hazánk már összesen 12,2 milliárd euro értékben férhet hozzá a 2021-2027-es kohéziós kerettrészhöz. Ezt megelőzően az Európai Bizottságot követően az ECOFIN is jóváhagyta a magyar helyreállítási terv REPowerEU fejezetét, így Magyarország az elmúlt hónapokban összesen 920 millió eurónyi RRF-előleget kapott. A továbbra sem elérhető helyreállítási és kohéziós források (összesen közel 20 milliárd euro) döntő része a Bizottság által meghatározott 27 szupermércföldkő teljesítéséhez kapcsolódik.

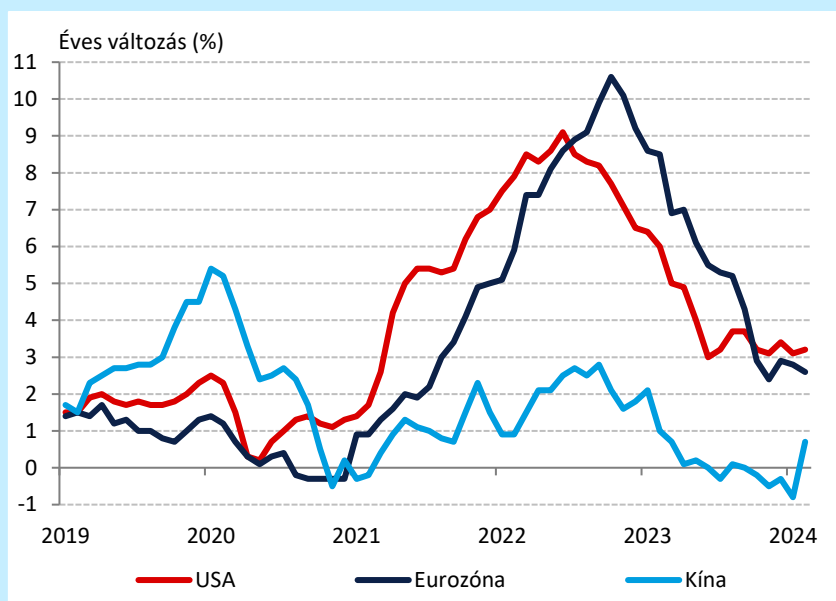
1-2. keretes írás: Nemzetközi tényezők hatása a hazai inflációra

A külső inflációs pálya körüli kockázatok jelenleg szimmetrikusak, ám a geopolitikai konfliktusok növelik a bizonytalanságot. Hazánk kis, nyitott gazdaság, emiatt a nemzetközi folyamatok jelentős hatást gyakorolnak a hazai makrogazdasági indikátorokra. A dezinflációs folyamat megtorpanása a fejlett országokban és a szállítási költségek emelkedése gátolja, míg a kínai fogyasztói árak alakulása és a globális élelmiszerárak mérséklődése támogatja a hazai dezinflációt.

A fejlett országokban lelassult az infláció korábbi gyors mérséklődése, míg Kínában hónapokig defláció állt fenn. Az eurozóna inflációja tavaly novemberre 2,4 százalékra mérséklődött, ám ezt követően a dezinfláció megakadt. Január óta már ismét csökken az áremelkedés üteme, februárban 2,6 százalékon alakult (1-4. ábra). Míg az iparcikkeknel és az élelmiszerekkel töretlenül folytatódott a dezinfláció, addig a piaci szolgáltatások inflációjának csökkenése megállt. A dezinfláció megakadásához az energiaárakban ősszel jelentkező inflációt lefelé húzó bázishatások kifutása is hozzájárult. Az európai szintű dezinfláció széles körű lassulását mutatja az is, hogy az Európai Unió 27 tagállamából 9-ben már emelkedett az infláció decemberről februárra. Az inflációs alapfolyamatok sem normalizálódtak teljesen, mivel 24 uniós tagországban a februári maginfláció még magasabban alakult a teljes fogyasztói kosárt mérő inflációnál.

Az Egyesült Államokban az infláció 2023 közepéig dinamikusán csökkent, azóta azonban a jegybanki célt továbbra is meghaladva 3 és 3,7 százalék között ingadozik. A dezinfláció megakadásához elsősorban a volatilis energiainfláció járult hozzá, miközben az élelmiszerek áremelkedésének mérséklődése folytatódott. Ugyanakkor a cél felett ragadó infláció mellett a historikusan feszes munkaerőpiac, valamint a szolgáltatások árdinamikájának magasabb szintje és háromhavi árváltozásának emelkedése is tartós inflációs nyomásra utalhat. A nyugati országokkal ellentétben Kínában a fogyasztói árak 2023 őszétől kezdve több hónapon át csökkentek éves alapon, ami lefelé mutató kockázatot jelent a hazai áremelkedésre nézve. Februárban éves alapon ismét emelkedtek a kínai fogyasztói árak, ami a kínai holdújév bázishatásának is köszönhető, mivel az árfelhajtó hatással járó ünnep idén februárra, tavaly pedig januárra esett.

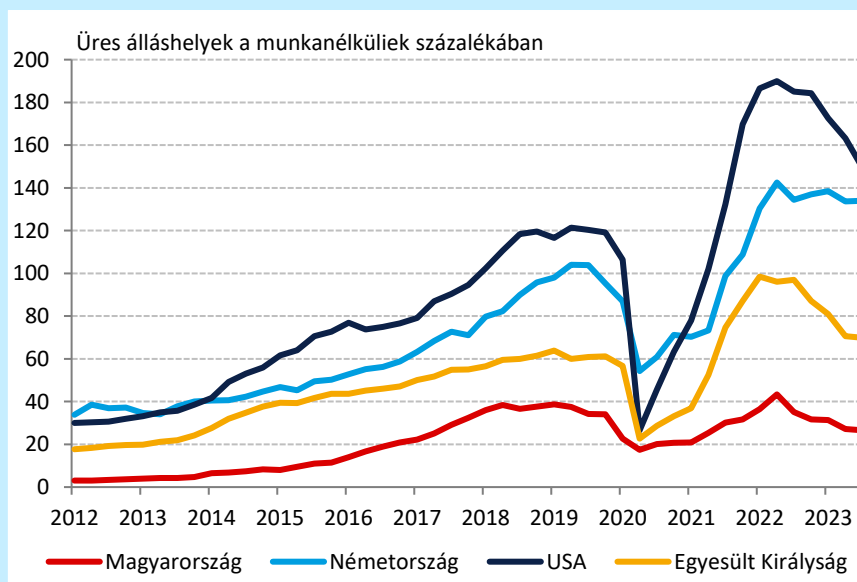
1-4. ábra: Az infláció alakulása az USA-ban, az eurozónában és Kínában



Forrás: Eurostat, Trading Economics, U.S. Bureau of Labor Statistics

A globális munkaerőpiac feszesége a nyugati országokban hozzájárul a dezinfláció megtorpanásához. A nagyobb nyugati gazdaságok munkaerőpiaci feszeségi mutatói ugyan enyhültek az utóbbi negyedévekben, de továbbra is historikusan magas szinteken állnak (1-5. ábra). Az USA-ban a 2000-es évek, míg Németországban az 1980-as évek óta nem volt olyan feszes a munkaerőpiac, mint most. A kereslethez képest szűkebb munkaerőkínálat a vállalati bérköltségek növekedéséhez vezethet, ami emelheti a nemzetközi inflációs rátákat. A hatás jelentőségét jelzi az IMF 2023-as tanulmánya is, amely szerint a koronavírus óta ismét meredekebbé vált a Phillips-görbe néhány nyugat-európai országban és az eurozónában.¹

1-5. ábra: A feszeségi mutató alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított negyedéves adatok, Németország esetén 2020-ra DeStatis adatok.

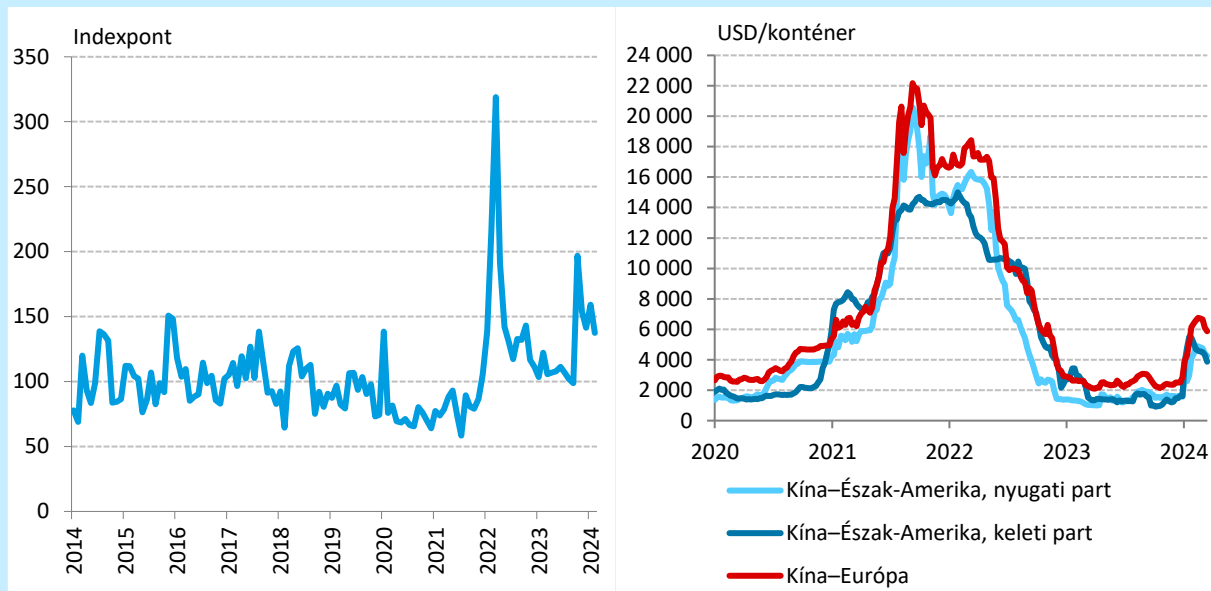
Forrás: Eurostat, DeStatis, FRED, ONS, KSH

A továbbra is kiélezett geopolitikai helyzet jelentős bizonytalanságot okoz, ami növeli a pénz- és nyersanyagpiacok volatilitását, miközben a globális értékláncokat zavarva a szállítási költségeket is emeli. A geopolitikai kockázati indexek enyhültek az orosz-ukrán háború 2022. évi kitörése és az izraeli-palesztin konfliktus októberi kiéleződése óta, de továbbra

¹ Ari, A., Garcia-Macia, D., és Mishra, S. (2023). Has the Phillips Curve Become Steeper? IMF Working Paper, WP/23/100

is számottevőek a korábbi békeidőszakhoz képest (1-6. ábra, bal panel). A jemeni húsi lázadók Vörös-tengeri támadásai a globális ellátási láncokban okoztak fennakadásokat, mivel a konténerhajók egy része a kockázatos átkelés helyett biztonságosabb, de hosszabb és drágább útvonalakra váltott. Ennek következtében a Kínából érkező tengeri szállítmányozás költségei több mint kétszeresükre emelkedtek tavaly december óta (1-6. ábra, jobb panel). A jelentős drágulás ellenére a tengeri szállítás költségei azonban továbbra is érdemben elmaradnak a 2021-2022-es csúcsoktól.

1-6. ábra: A GPR geopolitikai kockázati index (bal panel) és a Freightos Baltic Index (jobb panel) alakulása



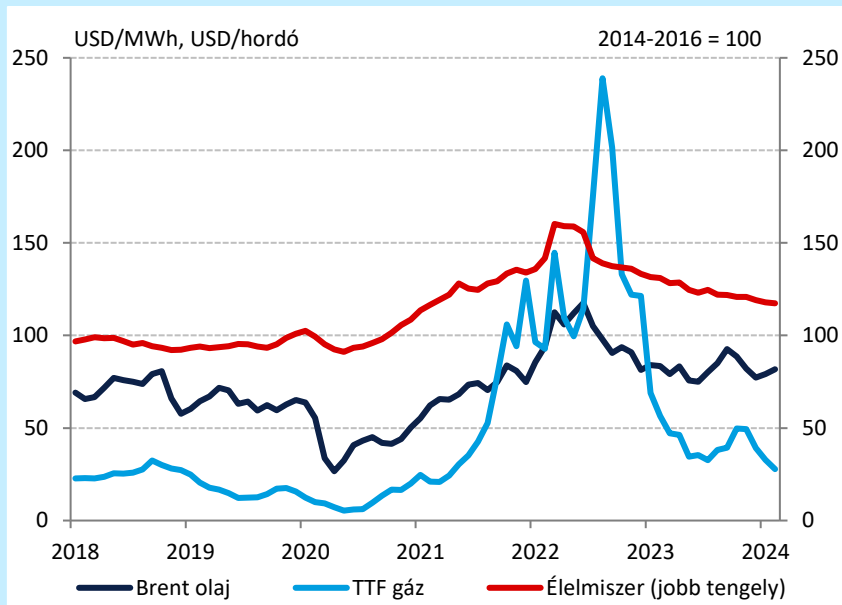
Megjegyzés: A GPR Index a Fed kutatóinak szövegelemzős modellje, ami 10 vezető újság cikkein alapul.

A Freightos Baltic Indexnél csak a Kínából érkező szállítmányok szerepelnek.

Forrás: Bloomberg, matteoiacoviello.com/gpr.htm

A bizonytalanabbá váló geopolitikai helyzet eddig kis mértékben érezte hatását a globális nyersanyagárakon. A világszerte élelmiszerárak 2022 közepe óta tartó csökkenése 2024 elején is folytatódott. A Brent típusú kőolaj hordónkénti ára 85 dollár körül ingadozik, míg az európai gázárak a tavaly október közepétől kezdődő tartós csökkenés után márciusban alacsony szintről némileg emelkedtek (1-7. ábra). A gázárak mérséklődését az európai gáztározók magas töltöttségi szintje, az enyhe téli időjárás, az alacsony lakossági fogyasztás, valamint a recesszióval küzdő európai ipar mérsékeltebb gázkereslete is támogatta, míg a márciusi enyhe áremelkedés mögött főként a globális ellátást övező bizonytalanságok álltak.

1-7. ábra: Az olaj- és gázárak, valamint a nominális FAO élelmiszer-árindex alakulása



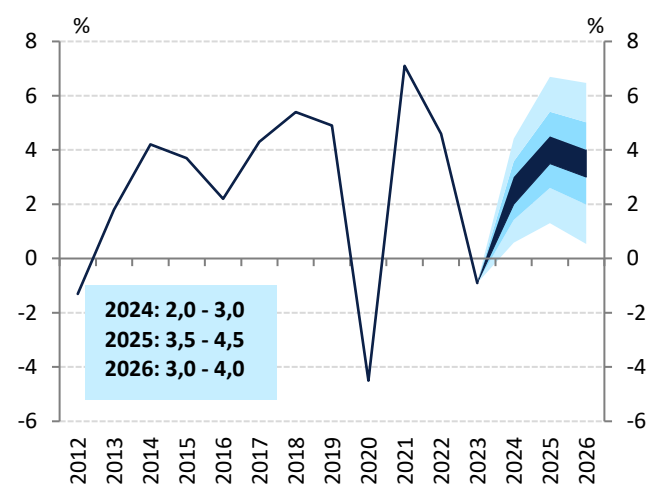
Megjegyzés: Az ábrán 2024. februárig szerepelnek az adatok. Gáz esetén a holland TTF tőzsdei árak.

Forrás: Bloomberg, FAO

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A tavaly utolsó negyedévi stagnálást követően a gazdaság várhatóan fokozatosan bővül 2024-ben, az év egészében 2,0–3,0 százalék között alakulhat a hazai GDP növekedése. A korábbi prognózisunknál gyengébb bejövő 2023. negyedik negyedéves adat negatív hatással van az idei évi várakozásunkra is. A tavalyi év során a mezőgazdaság érdemben pozitívan járult hozzá a GDP éves változásához, míg az ipar, építőipar és szolgáltatások hozzáadott értéke csökkent. A fogyasztás és beruházások csökkentek az év végén, azonban a korábbi negyedéveknél kisebb mértékben. Előretekintve 2024 első felében főként a piaci szolgáltatások támogatják a növekedést, míg az ipar a gyengébb bizalmi indexek és a visszaeső új rendelések, az építőipar pedig a szerződésállomány és kiadott engedélyek alapján visszafoghatja a GDP bővülését. Várakozásaink szerint az idei évtől főként a háztartások fogyasztása, valamint a vállalati és lakossági beruházások támogatják a GDP fokozatos emelkedését, míg 2025-től a dinamizálódó külső kereslet következtében kiegyensúlyozott növekedés várható. Előrejelzésünk szerint a gazdaság 2025 során visszatér hosszú távú növekedési trendjéhez, a GDP emelkedése 2025-ben 3,5–4,5 százalék, 2026-ben 3,0–4,0 százalék közötti ütemben folytatódhat.

1-8. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



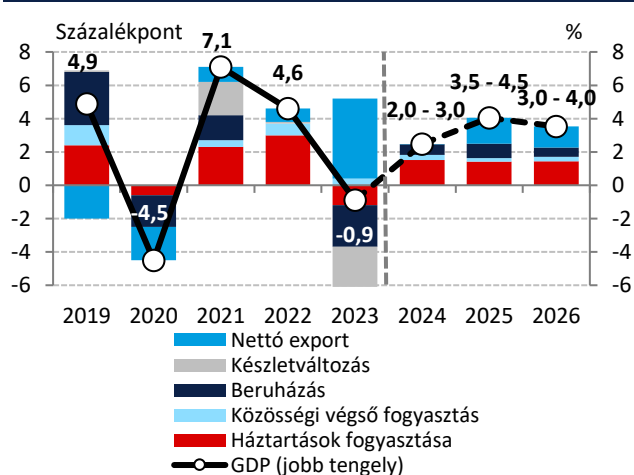
Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

2023 negyedik negyedében a hazai GDP stagnált éves és negyedéves alapon.

Az ipar, az építőipar, valamint a szolgáltatások egyaránt fékeztek a növekedést, míg a mezőgazdaság historikus összevetésben is kiemelkedő mértékben támogatta azt. Az agrárium jelentős növekedési hozzájárulása a 2022-es aszály által sújtott év alacsony bázisának következménye, mivel a terményátlagok tavaly nem tértek el érdemben a historikus átlagtól. A belső keresleti tételek többsége visszafogta a gazdasági növekedést. A háztartások fogyasztása a korábbi negyedéveknél kisebb mértékben, 0,2 százalékkal csökkent, a beruházások 3,0 százalékos visszaesése a vártnál enyhébb mértékű volt 2023 év végén. Azonban a lakossági bizalmi indikátor az elmúlt időszak mérsékelt javulása ellenére továbbra is az óvatossági motívum fennmaradását jelzi. A nettó export növekedési hozzájárulása 4,1 százalékpont volt, ugyanakkor ez annak tulajdonítható, hogy a gyenge belső kereslet miatt az import volumene (-9,0 százalék) nagyobb mértékben csökkent, mint az exporté (-4,7 százalék).

1-9. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése



Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transzfereket.

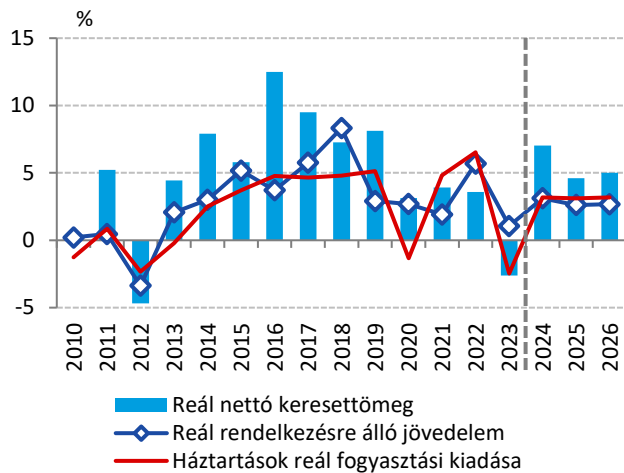
Forrás: KSH, MNB

A tavaly utolsó negyedévi stagnálást követően a gazdaság várhatóan fokozatosan bővül 2024-ben.

Az év első felében az emelkedő lakossági jövedelem és a javuló fogyasztói hangulat támogatja a piaci szolgáltatások iránti kereslet élénkülését. Az ipari termelés 3,6 százalékkal csökkent januárban az előző év azonos időszakához képest, ezzel több mint egy éve tart az ágazat éves alapú csökkenése. Az új rendelések, valamint a vállalati bizalmi indexek alapján az év első felében az ipar továbbra is visszafogja a gazdaság növekedését, majd az év második felétől újra növekvő pályára állhat. Az építőipari teljesítmény a szerződésállomány, valamint a kiadott engedélyek alapján összességében visszafogott maradhat idén annak ellenére, hogy januárban kétszámjegyű növekedést regisztráltak a szakstatisztika alapján.

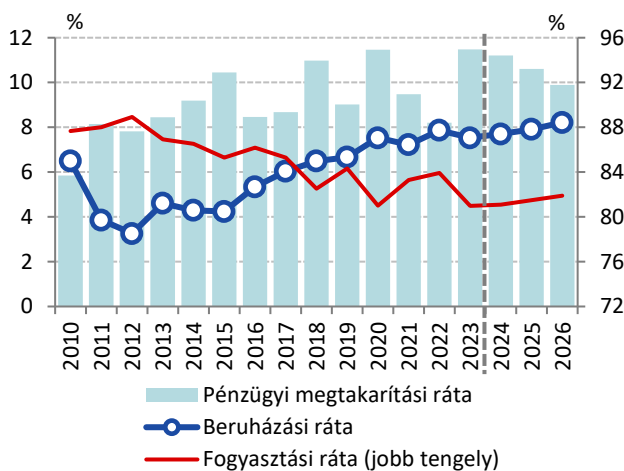
Előrejelzésünk szerint az idei évben 2,0–3,0 százalékkal bővül a magyar gazdaság, amelyet elsősorban a belső kereslet támogat. A decemberi Inflációs jelentésben vártnál

1-10. ábra: A nettó keresettömeg, a rendelkezésre álló jövedelem és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása reálértéken



Forrás: KSH, MNB

1-11. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB

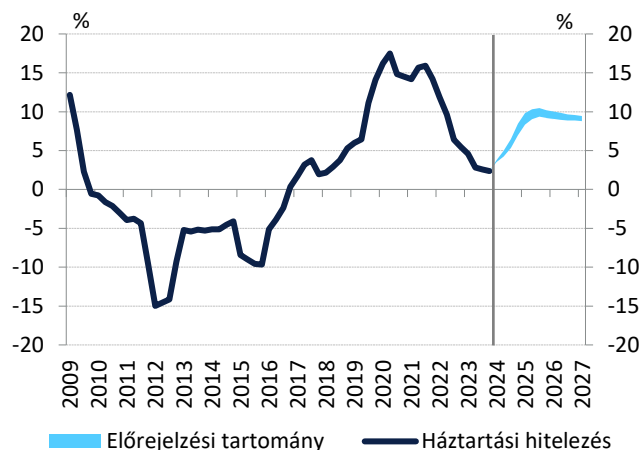
gyengébb negyedik negyedévi bejövő GDP adat az alacsonyabb áthúzó hatás révén a 2024-es éves növekedést is negatívan befolyásolja, így az idei évre vonatkozó növekedési várakozásunk decemberhez képest 0,5 százalékponttal mérséklődött. A 2023-as év áthúzó hatása a korábban várt 1,2 százalékpont helyett 0,4 százalékpont, így 0,8 százalékponttal visszafogja az idei GDP növekedést a decemberi Inflációs jelentés előrejelzéséhez képest azonos alapfolyamatok feltételezése mellett. A 2024 közepétől dinamizálódó gazdasági teljesítmény előrejelzésünk szerint 2025 során visszatér hosszú távú növekedési trendjéhez, a GDP emelkedése 2025-ben 3,5–4,5 százalék, 2026-ban 3,0–4,0 százalékos ütemben folytatódhat (1-8. és 1-9. ábra).

2024-ben a pozitív reálbérdinamika következtében a lakossági fogyasztás ismételten növekedhet éves alapon. A háztartások keresletét erősítik a kedvezőbbé váló hitelezési kondíciók, valamint a javuló fogyasztói bizalom. A hitelintézetek által 2023. negyedik negyedévében szerződött lakáshitelek értéke az előző évhez képest 21 százalékkal bővült, míg a személyi hitelek kibocsátása 43 százalékkal volt magasabb. A háztartási hiteldinamika 2024. elejétől fokozatosan gyorsulhat, melyet a csökkenő kamatok, valamint az év elején induló CSOK Plusz támogatnak (1-12. ábra). Az év elején folytatódó dezinfláció és a kedvező bérezési folyamatok következtében a háztartások reáljövedelme ismételten bővül az idei évben, ami a lakossági fogyasztás növekedését is segíti. A fogyasztás idén 2,8–3,5, 2025-ben 2,6–3,6, míg 2026-ban 2,7–3,7 százalékkal növekedhet (1-10. ábra).

Az előrejelzési horizonton a megtakarítási ráta fokozatos oldódására számítunk, amivel összhangban a lakossági beruházási ráta és a fogyasztási ráta is emelkedik. 2023-ban a bizonytalan gazdasági környezet és a magas infláció eredményeképpen a háztartások jelentős megtakarításokat halmoztak fel, miközben beruházási rátájuk enyhén, fogyasztási rátájuk pedig érdemben visszaesett. A fogyasztói bizalom erősödésével az idei évtől megkezdődhet a megtakarítási ráta mérséklődése, így a háztartások beruházási és fogyasztási rátája is emelkedik (1-11. ábra).

2024-től a beruházások támogathatják a gazdasági növekedést. A tavalyi évi 8,7 százalékos visszaesést követően idéntől ismételten bővíthetnek a beruházások, azonban annak szerkezete kettőséget mutat: a privát szektor beruházásai emelkednek, míg az állami beruházások várhatóan mérséklődnek a kormányzati tervekkel összhangban. A beruházások növekedése prognózisunk szerint 2024-ben 0,8–3,8, 2025-ben 1,8–4,7, 2026-ban 0,7–3,6 százalékos lesz. A nominális beruházási ráta 26 százalék

1-12. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése



Megjegyzés: Tranzakciós alapú, év/év százalék. 2019 harmadik negyedévében a lombardhitelek tranzakcióitól szűrt adat.

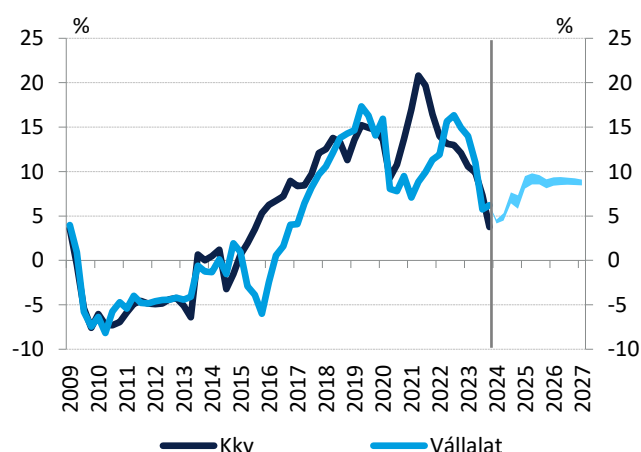
Forrás: MNB

1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása

	2023	2024	2025	2026
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-8,7	2,3	3,3	2,2
Állami beruházás	-7,5	-7,7	-3,0	-3,8
Privát beruházás	-9,0	4,7	4,6	3,4
Beruházási ráta	26,5	26,4	26,4	26,3

Megjegyzés: Az értékek az előrejelzési sáv közepét jelölik. A bruttó állóeszköz-felhalmozás esetében éves változás szerepel, míg a beruházási ráta GDP arányos értéket mutat. Forrás: MNB

1-13. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú éves változás. A kkv szektor az önálló vállalkozókat nem tartalmazza. A teljes vállalati növekedési ütem a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállomány alapján.

Forrás: MNB

körül, a reál, 2015. évi áron számolt beruházási ráta 22 százalék körül alakul az előrejelzési horizonton (1-3. táblázat).

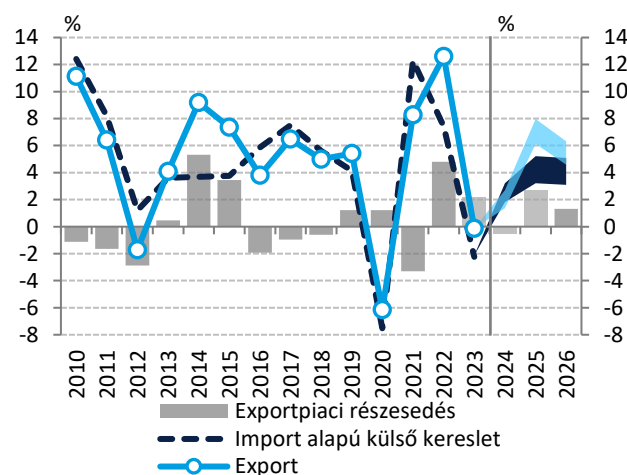
A vállalati beruházások bővüléséhez hozzájárul a fokozatosan helyreálló belső kereslet, az ezzel párhuzamosan javuló bizalom és a hitelezési folyamatok alakulása. Az új investíciók volumen növekedését érdemben támogatja a korábban bejelentett nagy ipari (például akkumulátorgyártási) beruházások kivitelezése. A vállalati bizalom javulására utal, hogy az MNB konjunktúra felmérésének eredményei alapján az elmúlt hónapokban enyhén emelkedtek a vállalatok beruházási várakozásai. A vállalati hitelállomány növekedési üteme 2023 végén meghaladta a korábbi várakozásunkat, köszönhetően a nagyügyletek magasabb részarányának. A Hitelezési felmérés válaszai alapján előretekintve a bankok egyötöde a kereslet növekedését valószínűsíti. A dinamikus hitelezési folyamatok és a kedvezőbb kondíciók támogathatják a vállalati beruházások élénkülését. A vállalati hitelezési dinamika 2024 év végén elérheti a 6 százalékot, 2025-től pedig 8–9 százalékos szinten stabilizálódhat (1-13. ábra).

A lakossági beruházások volumene emelkedik az előrejelzési horizonton. A lakossági hitelezési folyamatok alakulása, a CSOK Plusz hitelprogram, a bizalom erősödése, a megtakarítási ráta mérséklődése és a negyedik negyedévi kedvező lakásépítési folyamatok a lakossági beruházások emelkedésének irányába mutatnak.

A tavalyi évben mért stagnálás közeli teljesítmény után az idén enyhén bővíthet a hazai export. Az év első felében az exportra termelő ipari ágazatok teljesítménye, valamint az ipari új külföldi rendelések az export további csökkenését vetítik előre, azonban az európai konjunktúra javulásával párhuzamosan az év második felétől érdemben bővíthet a hazai kivitel. Az export lassulása alapvetően ciklikus jelenség: az európai konjunktúra gyengélkedése és az ezzel mérséklődő külső kereslet hatására a kivitel csökkent 2023 második felében. Azonban a hazai exportkapacitások nem sérültek, így a kivitel középtávon ismételten támogatja a GDP növekedését. A hazai export bővülését közép- és hosszú távon segítik az FDI-ból megvalósuló, a főként jelentős részben kivitelre termelő akkumulátorgyártáshoz, autóiparhoz köthető feldolgozóipari zöldmezős beruházások.

Az élénkülő belső kereslettel összhangban várhatóan újra bővíti az import is 2024-ben, a nettó export 2025-től támogathatja a gazdasági növekedést. A belső keresleti tételek élénkülésével emelkedő import ellensúlyozza a kivitel bővülését, így összességében a nettó export 2024-ben semlegesesen járulhat hozzá a GDP növekedéséhez. A

1-14. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Exportpiaci részesedés az előrejelzési sáv átlaga alapján.

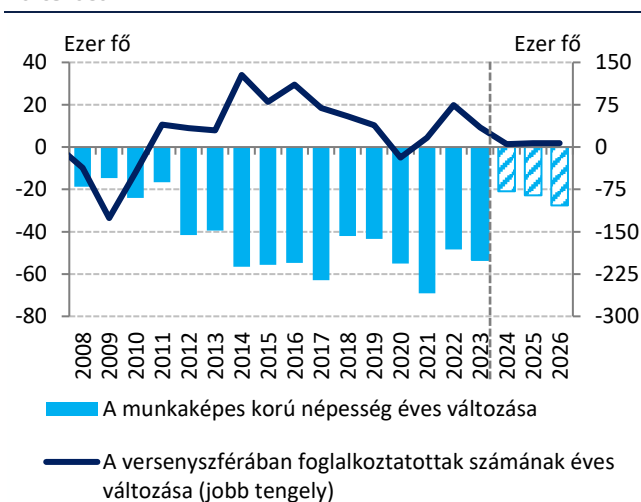
Forrás: KSH, MNB

középtávú kilátások alapján azonban 2025-től a nettó export növekedési hozzájárulása ismét pozitív lesz. Ezzel összhangban a külpiazi részesedésünk az idei évben átmenetileg csökken, majd a jövő évtől ismét emelkedik, így a dinamizálódó külső kereslet következtében kiegyensúlyozott növekedés várható és a gazdaság visszatérhet hosszú távú növekedési trendjéhez (1-14. ábra).

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

2023-ban tovább nőtt a foglalkoztatás és jelenleg is historikusan magas szinten áll a mutató. Tekintettel a munkaerő-kereslet elmúlt negyedévekben történő mérséklődésére, illetve a konjunktúra lassabb helyreállására, az idei évben nem számítunk érdemi változásra a foglalkoztatás szintjében. A munkanélküliségi ráta 4,2–4,3 százalék között alakulhat idén, majd 3,5–4,0 százalék között 2025-ben. A 2024-es bérdinamikát elsősorban az enyhülő munkaerőpiaci feszesség és az inflációs várakozások mérséklődése határozza meg. A versenyszférában idén az átlagbérek 10,0–11,0 százalék közötti, a jövő évben 7,1–8,2 százalék közötti növekedésére számítunk.

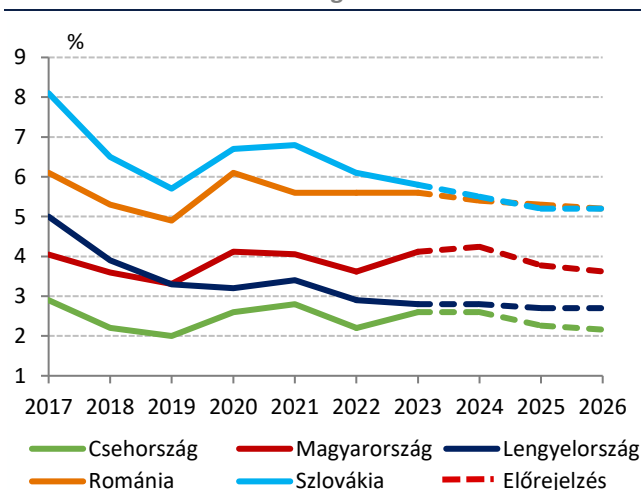
1-15. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása



Megjegyzés: A foglalkoztatottak száma a 15-74 évesekre vonatkozik, a munkaképes korú népességre vonatkozó előrejelzés a 15-64 évesekre. A foglalkoztatottak számát az előrejelzési sáv közepe alapján jelöltük.

Forrás: Eurostat, KSH, MNB

1-16. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



Megjegyzés: A Magyarországra vonatkozó adatok az előrejelzési sáv közepe alapján.

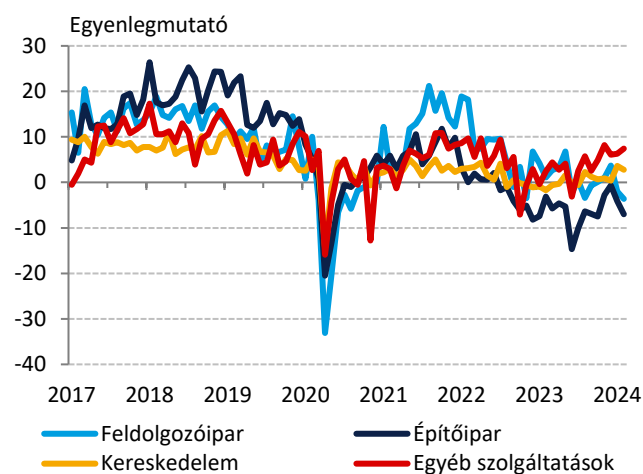
Forrás: Eurostat, KSH, NBP, NBS, IMF, MNB

A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma historikusan magas, az idei évben nem várható további növekedés a foglalkoztatottság szintjében. A mérséklődő munkaerő-kereslet hatására, illetve a konjunktúra lassú helyreállása miatt nem számítunk lényegi változásra a foglalkoztatottak számában 2024-ben. A demográfiai folyamatok is korlátot jelentenek a foglalkoztatás további érdemi bővülésének. A gazdasági teljesítmény élénkülése nyomán csak lassú növekedés várható az előrejelzési időszak további részében (1-15. ábra). Aktuális előrejelzésünk szerint a versenyszférában foglalkoztatottak száma 2024-ben várhatóan (-0,1)–0,3 százalék között változhat, majd 2025-ben és 2026-ban is 0,0–0,5 százalék között nőhet a foglalkoztatás.

A munkanélküliségi ráta az év második felében és jövőre csökkenhet. A munkanélküliek száma a lassuló konjunktúra hatására 2022 második felétől emelkedik. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 4,4 százalékon alakult 2023 negyedik negyedévében, ami 0,2 százalékpontos (10 ezer fős) növekedést jelent az előző negyedévhez képest. A gazdasági teljesítmény várttól elmaradó élénkülése miatt az első két negyedévben még nem számítunk a munkanélküliség érdemi mérséklődésére. Aktuális előrejelzésünk szerint a munkanélküliségi ráta 4,2–4,3 százalékon alakulhat az idei évben. 2025-ben 3,5–4,0 százalék, 2026-ban 3,2–4,1 százalék között alakulhat a ráta (1-16. ábra).

A munkaerőpiac feszessége enyhülőben van, a munkaerő-kereslet mérséklődik. A munkaerőpiac feszessége az elmúlt negyedévekben csökkent. Az üres álláshelyek száma a nemzetgazdaság ágazatainak széles körében visszaesést mutat éves alapon, ezen belül az információ, kommunikáció ágazatban, a feldolgozóiparban, az építőiparban és a szállítás, raktározás területén a legnagyobb arányú a csökkenés. Az ESI legutóbbi felmérése alapján az építőiparban és a feldolgozóiparban romlottak a foglalkoztatási kilátások, és a vállalatok többsége létszámuk csökkenésére számít a következő hónapokban. Az egyéb piaci szolgáltatások és a kereskedelem területén azok a vállalatok vannak többségben, amelyek a foglalkoztatottjaik számának növekedésére számítanak a következő három

1-17. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében



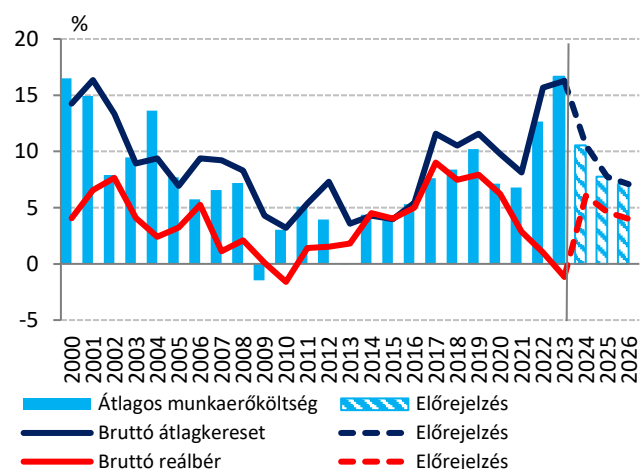
Megjegyzés: Az egyenlegmutató értéke pozitív (negatív), ha a vállalatok többsége létszámbővítést (létszámcsökkentést) tervez. Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Európai Bizottság

hónapban, de ennek mértéke továbbra is alacsony a kereskedelem területén (1-17. ábra).

2024-ben a tavalyi évnél mérsékeltebb lesz a nominális bérdinamika, a reálbérek azonban emelkedni fognak. Az infláció 2023 során elért jelentős mérséklődése nyomán a reálbérek 2023 szeptembere óta növekednek. 2023 decemberében 15 százalékkal emelkedett a minimálbér és 10 százalékkal a garantált bérminimum. A munkaerőpiaci feszesség enyhülése, a gyenge belső kereslet és az év elején bejelentett nagyvállalati bérfejlesztések a 2023-asnál visszafogottabb bérdinamikára utalnak. Idén 10,0–11,0 százalékkal emelkedhetnek a bérek a versenyszférában. 2025-re 7,1–8,2 százalék közötti, 2026-ra pedig 6,5–7,6 százalék közötti az előrejelzésünk. A reálbérek 5,7–6,5 százalék között nőhetnek 2024-ben, majd 2025-ben 4,1–5,1 százalék között, 2026-ban 3,4–4,6 százalék között emelkedhetnek a versenyszférában (1-18. ábra).

1-18. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv közepe alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest

	2023	2024		2025		2026	
	Tény	Előrejelzés					
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció	18,2	4,4 - 6,0	4,0 - 5,6	3,0 - 3,5	2,8 - 3,4	3,0 - 3,5	2,7 - 3,3
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	18,1	4,4 - 6,0	4,0 - 5,6	3,0 - 3,5	2,8 - 3,4	3,0 - 3,5	2,7 - 3,3
Infláció	17,6	4,0 - 5,5	3,5 - 5,0	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Gazdasági növekedés							
Háztartások fogyasztási kiadása	-2,5	2,8 - 3,5	2,8 - 3,5	2,6 - 3,6	2,6 - 3,6	2,7 - 3,7	2,7 - 3,7
Közösségi végső fogyasztás ¹	1,6	0,4 - 1,6	0,9 - 2,0	0,8 - 1,9	0,4 - 1,6	0,8 - 1,9	0,7 - 1,8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-8,7	1,5 - 4,5	0,8 - 3,8	1,8 - 4,7	1,8 - 4,7	0,8 - 3,7	0,7 - 3,6
Belföldi felhasználás	-5,4	2,1 - 3,1	2,1 - 3,1	2,1 - 3,3	2,0 - 3,2	1,8 - 3,0	1,8 - 3,0
Export	-0,1	2,7 - 4,3	1,3 - 2,7	5,8 - 7,6	6,1 - 7,9	4,6 - 6,4	4,6 - 6,4
Import	-5,1	2,3 - 3,9	1,5 - 2,9	4,1 - 6,1	4,3 - 6,3	3,1 - 5,1	3,1 - 5,1
GDP	-0,9	2,5 - 3,5	2,0 - 3,0	3,5 - 4,5	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0	3,0 - 4,0
Munkatermelékenység ²	-1,1	2,8 - 3,7	2,4 - 3,2	3,4 - 4,7	3,4 - 4,7	2,8 - 4,2	2,8 - 4,2
Külső egyensúly ^{3,6}							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	0,2	0,4 - 1,6	0,0 - 1,2	1,6 - 3,0	1,2 - 2,6	2,5 - 4,1	2,1 - 3,7
Külső finanszírozási képesség	1,2	2,2 - 3,4	1,9 - 3,1	3,4 - 4,8	3,1 - 4,5	4,3 - 5,9	4,0 - 5,6
Államháztartás ³							
ESA-egyenleg	-6,7	(-3,9) - (-2,9)	(-5,0) - (-4,5)	(-2,9) - (-1,9)	(-4,5) - (-3,5)	(-2,4) - (-1,4)	(-3,8) - (-2,8)
Munkaerőpiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	14,3	10,6 - 11,6	11,4 - 12,3	7,7 - 9,0	7,0 - 8,2	7,4 - 8,7	7,4 - 8,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	0,6	(-0,3) - 0,1	(-0,3) - 0,1	(-0,3) - 0,4	(-0,3) - 0,4	(-0,2) - 0,6	(-0,2) - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	16,3	10,0 - 11,0	10,0 - 11,0	7,1 - 8,2	7,1 - 8,2	6,5 - 7,6	6,5 - 7,6
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,0	(-0,1) - 0,3	(-0,1) - 0,3	0,0 - 0,5	0,0 - 0,5	0,0 - 0,5	0,0 - 0,5
Munkanélküliségi ráta	4,1	3,6 - 3,9	4,2 - 4,3	3,2 - 3,8	3,5 - 4,0	2,9 - 3,9	3,2 - 4,1
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	18,0	7,2 - 8,6	8,2 - 9,4	4,7 - 6,4	2,7 - 4,3	4,1 - 5,8	2,7 - 4,5
Lakossági reáljövedelem ⁵	1,1	2,8 - 3,7	2,8 - 3,7	2,5 - 3,7	2,0 - 3,2	2,3 - 3,5	2,1 - 3,3

¹ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transfereket.² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.³ A GDP arányában.⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.⁵ MNB-becslés.⁶ Az inflációs jelentés készítésekor a 2023. októberi-decemberi időszakra csak előzetes havi adatok álltak rendelkezésre a folyó fizetési mérleg és a külső finanszírozási képesség esetében.

1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2024	2025	2026
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2024. március)	3,5 - 5,0	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Consensus Economics (2024. március) ¹	3,2 - 4,0 - 5,5	3,0 - 3,6 - 5,0	
Európai Bizottság (2024. február) ²	4,5	4,1	
IMF (2023. október)	6,6	4,3	3,8
OECD (2023. november)	4,6	3,3	
Reuters-felmérés (2024. március) ¹	3,5 - 4,3 - 5,5	3,0 - 3,8 - 5,0	2,1 - 3,3 - 4,5
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2024. március)	2,0 - 3,0	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0
Consensus Economics (2024. március) ¹	1,3 - 2,4 - 3,0	2,3 - 3,4 - 4,6	
Európai Bizottság (2024. február) ²	2,4	3,6	
IMF (2023. október)	3,1	3,3	3,4
OECD (2023. november)	2,4	2,7	
Reuters-felmérés (2024. március) ¹	1,7 - 2,3 - 2,7	2,9 - 3,4 - 3,8	3,2 - 3,4 - 3,8
Folyó fizetési mérleg egyenlege^{3,4}			
MNB (2024. március)	0,0 - 1,2	1,2 - 2,6	2,1 - 3,7
Európai Bizottság (2023. november) ²	0,1	-0,4	
IMF (2023. október)	-1,6	-0,8	-0,3
OECD (2023. november)	0,8	0,5	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)³			
MNB (2024. március)	(-5,0) - (-4,5)	(-4,5) - (-3,5)	(-3,8) - (-2,8)
Consensus Economics (2024. március) ¹	(-5,9) - (-4,7) - (-4,1)	(-4,2) - (-3,7) - (-3,1)	
Európai Bizottság (2023. november) ²	-4,3	-3,8	
IMF (2023. október)	-3,8	-2,8	-2,1
OECD (2023. november)	-4,1	-3,4	
Reuters-felmérés (2024. március) ¹	(-5,9) - (-5,0) - (-4,7)	(-4,5) - (-4,0) - (-3,2)	(-4,3) - (-3,2) - (-1,4)
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2024. március)	1,1 - 1,9	1,9 - 2,7	1,3 - 2,2
EKB (2024. március)	0,6	1,5	1,6
Consensus Economics (2024. március) ¹	1,2	1,9	
Európai Bizottság (2024. február) ²	0,9	1,5	1,6
IMF (2024. január) ²	1,4	2,1	2,2
OECD (2024. február) ²	1,0	1,6	

¹ A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében.

² MNB által számított értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Bizonyos intézmények nem minden partnerországra készítenek előrejelzést.

³ A GDP arányában.

⁴ Az inflációs jelentés készítésekor a 2023. októberi-decemberi időszakra csak előzetes havi adatok álltak rendelkezésre a folyó fizetési mérleg és a külső finanszírozási képesség esetében.

Forrás: Consensus Economics, EKB, Európai Bizottság, IMF, OECD, Reuters-felmérés, MNB

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A lassuló globális konjunktúrát feltételező és a fogyasztás lassabb helyreállításával számoló forgatókönyvek megvalósulása esetén az alappályához képest alacsonyabban alakulhat mind a gazdasági növekedés, mind az infláció. Ugyanakkor a nagy jegybankok kamatcsökkentési ciklusának kitolódása magasabb inflációs pályával konzisztens. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scénárióként a magasabb exporttal és FDI-alapú piacszerzéssel, valamint a termelékenység és energiahatékonyság gyorsabb javulásával számoló pályákat tárgyalta.

Lassuló globális konjunktúra

2023 negyedik negyedében az Egyesült Államok és Kína gazdasága élénk növekedést mutatott, míg az eurozónában a gazdasági teljesítmény stagnált, legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági teljesítménye pedig 0,3 százalékkal csökkent negyedéves alapon. Németországban az energiaintenzív ipari ágazatok visszaesése mellett a járműgyártás szintje stagnált az év második felében. Az új rendelkezések alapján a hazai ipari export továbbra is kereslethiánnyal küzd.

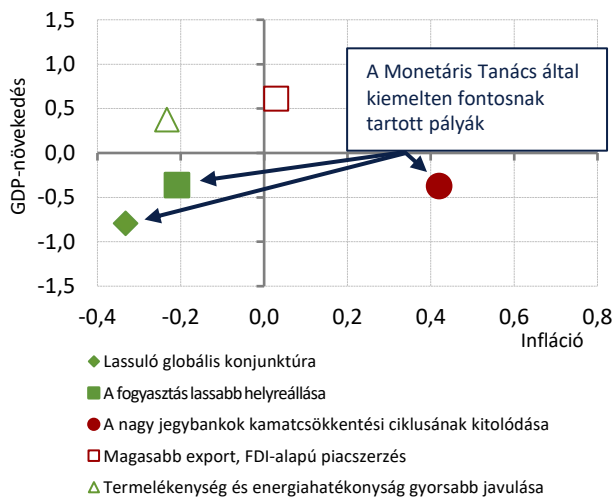
Az előretekintő indikátorok alapján Európában némileg javultak, de továbbra is visszafogottan alakulnak a kilátások, és csak fokozatos élénkülés várható, főként az év második felétől. Az ipari várakozások változatlanul kedvezőtlenek. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország esetén mind az ipari, mind a lakossági kilátások jelentősen rosszabbak, mint más európai gazdaságokban.

A legfrissebb intézményi előrejelzésekben a fennálló kockázatok miatt mérséklődtek az eurozónára vonatkozó növekedési kilátások. Egyes nemzetközi intézmények a kedvezőtlen európai konjunktúrát és ipari termelést, valamint a geopolitikai kockázatokat és a várható kínai lassulást emelik ki fő kockázatként.

A piaci elemzők növekedési várakozásai az Egyesült Államokra és Kínára nézve kismértékben javultak. Az Egyesült Államokban 2024 első negyedében nem várható a GDP dinamikájának mérséklődése, míg Kínában az első negyedére a növekedés lassulását várják.

A lassuló globális konjunktúrával számoló kockázati forgatókönyvben az alappályához képest mérsékeltebben alakul a globális és ezzel összhangban az európai uniós növekedés. Külpiacaink visszafogott teljesítménye az alacsonyabb külső keresleten keresztül mérsékli a hazai exportteljesítményt, így a GDP-növekedés lassulásának irányába hat. Mindezek mellett a visszafogottabb külső

2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre



Megjegyzés: A kockázati térkép azt mutatja meg, hogy az alternatív forgatókönyvek inflációs és növekedési pályája a monetáris politikai horizont egészében átlagosan mennyiben különbözik az alappályától. A piros színnel jelzett pálya az alappályánál szigorúbb, a zöld színnel jelzett pályák lazább monetáris politikai kondíciókkal konzisztensek.

Forrás: MNB

infláció is hozzájárul az alappályához képest alacsonyabb hazai inflációs pálya megvalósulásához.

A fogyasztás lassabb helyreállása

2023 második felében az infláció csökkenésével a reálbérekben gyors fordulat következett be. A reálkeresetek éves alapon szeptember óta emelkednek. Ugyanakkor a kiskereskedelmi forgalom alakulása továbbra is elmaradt a bérdinamikától. A munkaerőpiac továbbra is historikusan feszes, de csökkenés tapasztalható a munkaerő-keresletben.

A magas árszintek jelentősen erodálták a lakosság jövedelmét és vagyonát. A bérek és a nettó vagyon reálértéke 2,5-3 évvel korábbi szintre esett vissza, aminek helyreállítása érdekében a magyar háztartások számottevően növelték a megtakarításaikat. Ez is magyarázhatja, hogy az erőteljes defláció mellett a háztartások reál nettó megtakarításainak értéke decemberben is tovább emelkedett. A megtakarítások növelésével párhuzamosan a lakosság fogyasztási kiadásait visszafogta.

A fogyasztás és a megtakarítások alakulását elsősorban a fogyasztói bizalom határozza meg: a lakossági bizalmi indikátor az elmúlt időszak mérsékelt növekedés ellenére továbbra is az óvatossági motívum fennmaradását jelzi, ami hátráltatja a hazai fogyasztás élénkülését.

Alternatív pályánkban arra számítunk, hogy az erőteljes defláció ellenére a hazai fogyasztás lassabban áll helyre. Ezt elsősorban az infláció tartós hatásai (a megemelkedett árszint) és a nemzetközi tapasztalatok indokolják. A visszafogott fogyasztás az alappályához képest alacsonyabb növekedési és inflációs pályával konzisztens.

A nagy jegybankok kamatcsökkentési ciklusának kitolódása

Az elmúlt hónapokban a deflációs folyamat lelassult a nyugati országokban, míg Kínában továbbra is alacsonyan alakul az árindex. Az éves alapú infláció az Egyesült Államokban a várakozásokat meghaladva 3,2 százalékra emelkedett 2024. februárban a januári 3,1 százalékról. Emellett a továbbra is magas amerikai szolgáltatás-infláció perzisztens inflációs nyomásra utalhat. Az eurozóna inflációja éves összehasonlításban 2,6 százalékon alakult februárban. Kínában a fogyasztói árak februárban 0,7 százalékkal nőttek éves alapon.

Az elhúzódó háború és a geopolitikai feszültségek további emelkedése ismét növekvő szállítási, nyersanyag- és energiaárakat okozhat. Az erősödő geopolitikai kockázatok – a háborús feszültségek emelkedése a közel-keleti konfliktus fényében, illetve az ennek hatására kialakuló

zavarok az ellátási láncokban – az árakra felfelé irányuló nyomást helyeznek. Ezenkívül a vörös-tengeri konfliktus elhúzódása szintén a globális értékláncok fennakadását, egyben a szállítási költségek újbóli, tartós emelkedését okozhatják.

A Federal Reserve (Fed) és az Európai Központi Bank (EKB) egyaránt elérhette a kamatpálya csúcsát. Az elmúlt negyedév során a piaci szereplők által várt kamatpálya mindkét jegybankra vonatkozóan feljebb tolódott. A Fed esetében a döntéshozók a piaci várakozásokhoz képest érdemben magasabb kamatpályára számítanak.

Mind az USA-ban, mind az eurozónában végbement az inflációs fordulat, ugyanakkor a dezinfláció potenciális megtorpanása következtében mindkét jegybank lassabban lazíthat a monetáris kondíciókon.

Az alternatív pálya megvalósulása esetén a globális dezinfláció megtorpanásának hatására magasabb külső inflációs környezettel számolunk, míg a globálisan meghatározó nagy jegybankok monetáris politikája az alappályához képest tovább maradhat szigorú, ami hazánk esetén a monetáris kondíciók relatív értelemben lazábbá válását jelenti. Ebben a környezetben a feltörekvő piacokkal, így hazánkkal szemben megemelkedik a kockázatkerülés, amit a fennálló geopolitikai feszültségekből fakadó bizonytalanság tovább fokozhat. Ennek eredményeként jelentős tőkekiáramlás és az infláció emelkedése következhet be.

További kockázatok

A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács két további alternatív pályát mérlegelt.

A magasabb exportot és az FDI-alapú piacszerzést feltételező alternatív pályánkban arra számítunk, hogy a javuló külső konjunktúra mellett magas szintű lesz az FDI-beáramlás, így több beruházás valósulhat meg, további exportkapacitást teremtve. Az FDI-alapú zöldmezős beruházások direkt módon emelik a beruházási aktivitást, míg a kiépülő új kapacitások növelik hazánk kivitelét. Emellett a már működő külföldi (és hazai) vállalatok exportpiaci részesedése szintén emelkedik, ami ugyancsak növeli hazánk exportteljesítményét. A forgatókönyv magasabb növekedéssel és a feszesebb munkaerőpiac miatt átmenetileg enyhén magasabb inflációs pályával áll összhangban.

A termelékenység és energiahatékonyság gyorsabb javulását feltételező alternatív pályánkban az intenzív növekedési modellre való áttérés következtében a versenyképesség javulása elsősorban kínálati oldalról

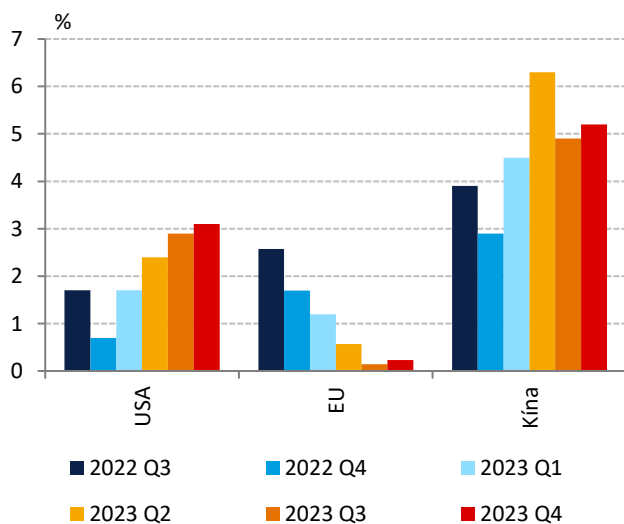
élénkíti tovább a hazai gazdaságot. Az alappályában feltételezettnél nagyobb mértékben javulhat a termelékenység, amennyiben **a versenyképesség javítását célzó 330 lépés közül további javaslatok realizálódnak**, illetve a Fenntartható egyensúly és felzárkózás című vitairat 144 pontjának megvalósításával – ezáltal a zöld átállás felgyorsításával – az energiahatékonyság javulása fokozódik. A célzott intézkedések teljesülése jelentős mértékben javítja a termelékenységet, ami alacsonyabb ciklikus pozíciót eredményez a hazai gazdaságban. Ez alacsonyabb inflációs pályával és magasabb gazdasági kibocsátással konzisztens.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

A negyedik negyedévben az Európai Unió gazdaságának kibocsátása a várakozásoknak megfelelően kis mértékben bővült, míg a továbbra is visszafogott gazdasági aktivitás ellenére a munkaerőpiac feszes maradt. Az Egyesült Államok gazdaságának növekedése tovább gyorsult, míg Kínáé a folytatódó ingatlanpiaci zavarok ellenére a kiskereskedelmi forgalom és ipari termelés stabil növekedése mellett megfelelt a prognózisoknak. A külső konjunktúra alakulásának szempontjából jelentős kockázat a kedvezőtlen európai ipari termelési kilátások, valamint az általánosan feszült geopolitikai helyzet. Az Egyesült Államokban a Federal Reserve januárban és márciusban változatlan szinten tartotta az irányadó ráta célsávját. A Fed emellett folytatta a 2022 júniusában megkezdett mérlegszűkítést, melynek hamarosan lassíthat az ütemén. Az EKB januárban és márciusban változatlan szinten tartotta a kamatokat. A jegybank 2024 második felében tervezi megkezdni a PEPP portfólió csökkentését, az újrabefektetéseket pedig 2024 végén kívánják teljes mértékben lezárni. A régióban a cseh jegybank januárban 25 bázisponttal 6,75 százalékra, februárban 50 bázisponttal 6,25 százalékra, majd márciusban további 50 bázisponttal 5,75 százalékra csökkentette az irányadó rátát. A lengyel és a román jegybank változatlan szinten tartotta a kamatokat az elmúlt negyedévben.

3-1. ábra: A GDP növekedése a világ meghatározó gazdaságaiban



Megjegyzés: Éves változás. Az EU esetében szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján számolt érték szerepel.

Forrás: Trading Economics, FRED, Eurostat

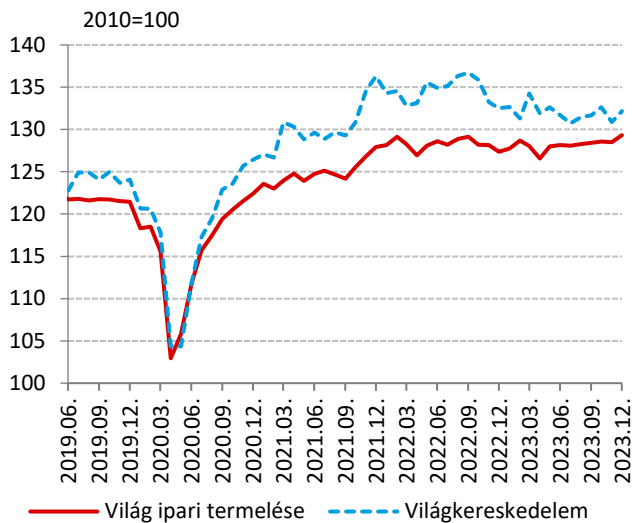
3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

2023 negyedik negyedévében az EU gazdaságaiban átlagosan enyhén bővült a kibocsátás (3-1. ábra). Az európai gazdaságok teljesítménye összességében az előzetes várakozásoknak megfelelően alakult, 2023 negyedik negyedévében az EU gazdasága 0,2, míg az eurozóna gazdasága 0,1 százalékkal bővült a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján az előző év azonos időszakához képest. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország kibocsátása 2023 negyedik negyedévében 0,2 százalékkal mérséklődött éves bázison. A régiós országok közül Csehországban (-0,2 százalék) csökkent, míg Lengyelországban (+1,7 százalék) és Szlovákiában (+1,3 százalék) nőtt a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az Európai Unió 27 országa közül negyedéves alapon 7 tagországban csökkent a GDP.

Az USA-ban éves alapon tovább gyorsult a GDP bővülése, a növekedés a korábbi negyedévekhez hasonlóan az előzetes várakozások felett alakult. Az Egyesült Államok gazdasága 3,1 százalékkal emelkedett éves bázison, ami 2022 első negyedéve óta a legmagasabb növekedés, míg negyedéves bázison 0,8 százalékos bővülést mértek. A növekedést támogatta a lakossági fogyasztás továbbra is jelentős bővülése, valamint a beruházások és a nettó export is.

Kínában 2023 negyedik negyedévében a várakozások szerint alakult az éves növekedési dinamika, a harmadik negyedévinél nagyobb, 5,2 százalékos növekedést regisztráltak, míg negyedéves alapon 1,0 százalékkal bővült a kibocsátás. A kiskereskedelmi forgalom és az ipari termelés stabil növekedést mutat éves alapon, míg az export az idei év első hónapjaiban jelentősen bővült. Az

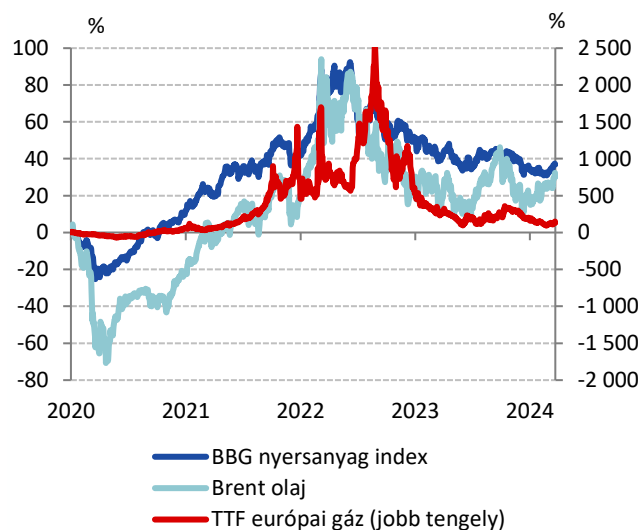
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedeleme az alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: CPB

3-3. ábra: Nyersanyagárak alakulása



Forrás: Bloomberg

ingatlanpiaci zavarok, a továbbra is alacsony fogyasztói bizalom és a külső konjunktúra lassulása mellett az előrejelzések ugyanakkor az idei évre a növekedési dinamika lassulását vetítik előre.

A külső konjunktúra alakulásának szempontjából jelentős kockázatot hordoznak a kedvezőtlen európai ipari termelési kilátások, valamint az általánosan feszült geopolitikai helyzet. 2023 negyedik negyedében a visszafogott maradt a globális ipari termelés és a Vöröstengeten a szállítóhajókat ért támadások mellett a világkereskedelem is stagnált (3-2. ábra). A legtöbb energiahordozó árának decemberinél alacsonyabb szintje és a fejlett gazdaságokban továbbra is feszes munkaerőpiac támogatta a globális konjunktúrát. Ugyanakkor a korábbinál magasabbra várt kamatpályák, a kedvezőtlen európai növekedési kilátások, valamint az általánosan feszült geopolitikai helyzet továbbra is jelentős kockázatot jelentenek. Az idei évre vonatkozó globális és európai növekedési kilátások a decemberi előrejelzéshez képest enyhén romlottak. A nemzetközi konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom és üzleti hangulat az EU gazdaságaiban továbbra is mérsékelt szinten áll, amit a globális új rendelések alacsony szintje is alátámaszt.

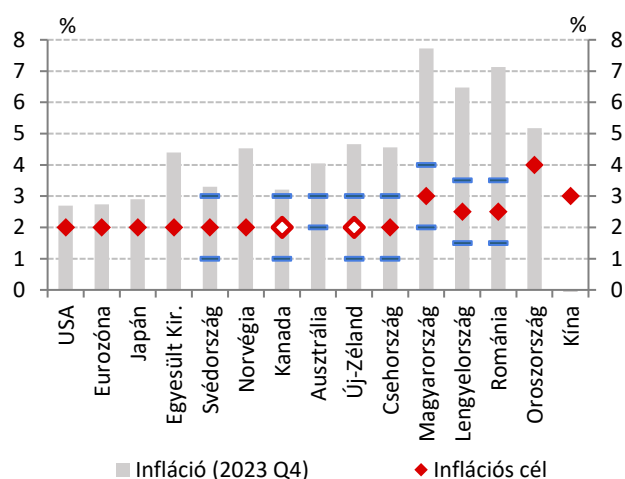
3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

A globális infláció mérséklődött 2023 negyedik negyedében és több országban megközelítette a jegybanki célértéket (3-4. ábra). A fejlett gazdaságok többségében ugyanakkor a maginfláció továbbra is magasabb szinteken alakul.

Az Egyesült Államokban az infláció az utóbbi hónapokban változékonnyan alakult. A CPI infláció a novemberi 3,1 százalékról decemberben 3,4 százalékra emelkedett, januárban újra 3,1 százalékra csökkent, majd februárban 3,2 százalékra emelkedett. A maginfláció a novemberi 4,0 százalékos szintjéről decemberben 3,9 százalékra csökkent, januárban szintén 3,9 százalékon alakult, majd februárban 3,8 százalékra mérséklődött. A PCE inflációs mutató az októberi 3,0 százalékos színtről novemberben 2,7 százalékra, decemberben 2,6 százalékra, januárban pedig 2,4 százalékra mérséklődött. Az infláció szerkezetét tekintve továbbra is a szolgáltatások hozzájárulása a legmagasabb.

Az Egyesült Államokban a Federal Reserve változatlanul 5,25-5,5 százalékos szinten tartotta az irányadó ráta célszámát januárban és márciusban. A januári kamatdöntést követően Jerome Powell, a Fed elnöke elmondta, hogy az irányadó ráta valószínűleg elérte a csúcsát. Powell szerint a jegybank nincs már messze attól,

3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



Megjegyzés: A kék vonalak Ausztrália, Kanada és Új-Zéland esetében az inflációs célsávot jelölik, míg a többi ország esetében a cél körüli toleranciasávot. Kanada és Új-Zéland esetében hangsúlyos a sávközép, amit üres rombuszsal jelöltünk.

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania, Statistics Sweden, Federal State Statistics Service

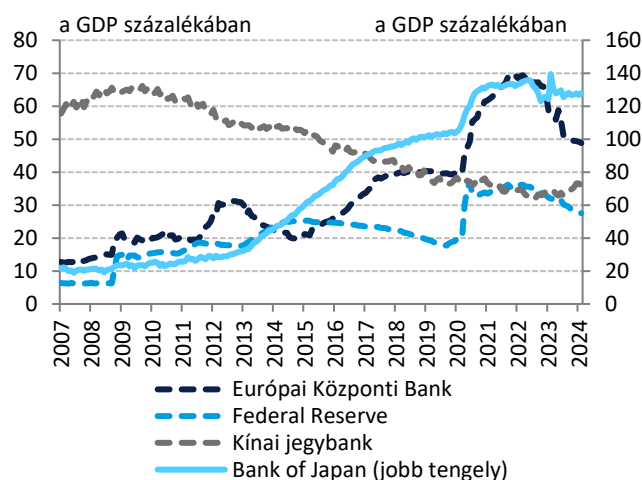
hogy csökkentse a kamatokat. A jegybank márciusi előrejelzései alapján a döntéshozók 2024 végére változatlanul 4,6 százalékos irányadó rátára számítanak, míg 2025 végére 3,6-ról 3,9 százalékra, 2026 végére pedig 2,9-ről 3,1 százalékra növelték az irányadó rátára vonatkozó várakozásaikat. A 2023. márciusban kialakult pénzügyi turbulencia miatt bevezetett likviditásnyújtó intézkedések következtében átmenetileg 300 milliárd dollárral növekedett, majd ismét fokozatosan csökkent a Fed mérlegfőösszege, amely 2024. március elején 7589 milliárd dolláron, a GDP 27,2 százalékán alakult (3-5. ábra). A márciusi kamatdöntő ülést követően Jerome Powell elmondta, hogy a döntéshozók szerint nemsokára időszzerűvé válhat a mennyiségi szigorítás lassítása.

Az euroövezetben az infláció a novemberi 2,4 százalékos szintről decemberben 2,9 százalékra emelkedett, januárban 2,8 százalékra, majd februárban 2,6 százalékra csökkent. A maginfláció a novemberi 3,6 százalékos szintről decemberben 3,4 százalékra, januárban 3,3 százalékra, majd februárban 3,1 százalékra mérséklődött. A jegybank márciusi előrejelzése alapján 2024-ben 2,3 százalékon, 2025-ben 2,0, 2026-ban pedig 1,9 százalékon alakulhat az éves infláció.

Az EKB a januári, valamint márciusi kamatdöntése során változatlan szinten tartotta az irányadó kamatokat. A tanácsstagok megjegyezték, hogy az inflációs alapfolyamatok elérhették a csúcspontjukat. A márciusi kamatdöntést követően Christine Lagarde, az EKB elnöke elmondta, hogy júniusra a monetáris politika szempontjából több érdemi információ lesz elérhető a kamatcsökkentés megkezdéséhez. A kamatlábak megfelelő szintjének meghatározásakor továbbra is adatfüggő megközelítést fog alkalmazni a jegybank. A jegybank decemberben jelentette be, hogy 2024 második felében havonta átlagosan 7,5 milliárd euróval csökkenteni kívánja a PEPP portfoliót. Az újrabefektetéseket az EKB 2024 végén kívánja teljes mértékben lezárni. Az EKB mérlegfőösszege 2024. március elején 6813 milliárd eurón, a GDP 48,4 százalékán alakult (3-5. ábra).

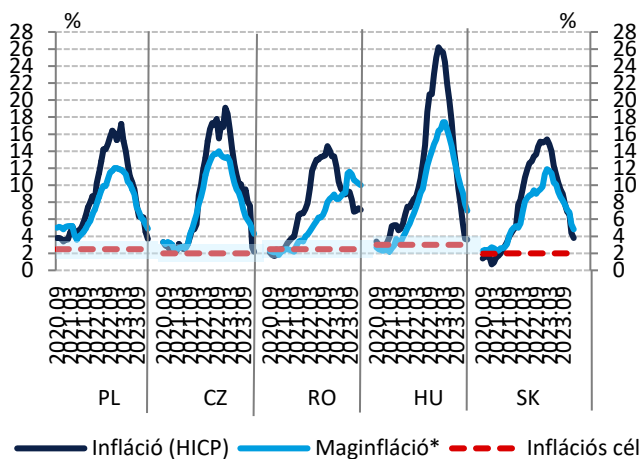
A japán jegybank márciusi döntése során eltörölte a 10 éves állampapírpiazi hozamra megállapított 0 százalékos célját, valamint 8 év után lezárta a negatív kamatok korát, és a többlettartalékokra kivetett kamatot -0,1 százalékról 0 - 0,1 százalék közé emelte. A jegybank lassította egyes eszközvásárlások volumenét, valamint az ETF és ingatlanalap vásárlások teljesen leállnak. Az infláció az októberi 3,3 százalékról novemberben 2,8 százalékra, decemberben 2,6 százalékra, majd januárban 2,2 százalékra mérséklődött.

3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

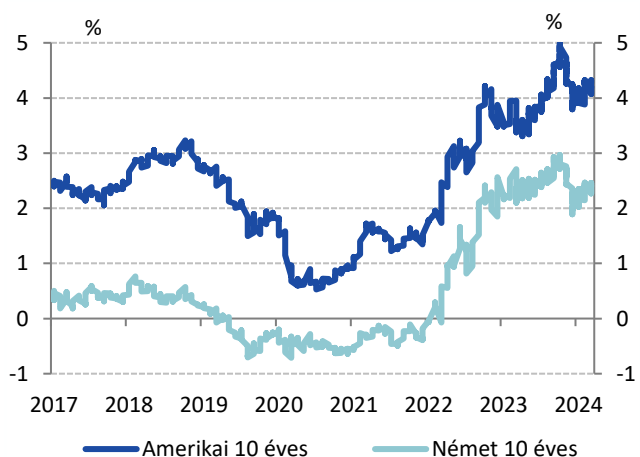
3-6. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban



Megjegyzés: Éves változás, százalék. *A maginfláció esetében az Eurostat szerinti definíció (energia, élelmiszer, alkohol és dohánytermékek nélküli infláció). A kék terület az inflációs célok körüli toleranciasávot jelöli.

Forrás: Eurostat

3-7. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

A kínai jegybank nem változtatott a középtávú hiteleszköz 2,5 százalékos szintjén. Az egyéves referencia hitelkamatot változtatlanul 3,45 százalékos szinten tartották, míg az öt éves referencia hitelkamatlábát februárban 4,2 százalékról 3,95 százalékra csökkentették. Az infláció a novemberi -0,5 százalékról decemberben -0,3 százalékra emelkedett, januárban -0,8 százalékra csökkent, majd februárban 0,7 százalékra növekedett.

A lengyel jegybank a januári, februári, valamint márciusi kamatdöntő ülése során változatlan szinten, 5,75 százalékon tartotta az irányadó rátát. Előretekintve, a jegybank a további lépésekről a beérkező inflációs és gazdasági aktivitási adatok alapján fog dönteni. Adam Glapinski, jegybankelnök elmondta, hogy nem számít kamatcsökkentésre az idei év során. Az infláció a novemberi 6,6 százalékról decemberben 6,2, januárban 3,9 százalékra, majd februárban 2,8 százalékra mérséklődött. A harmonizált fogyasztóiár-index 3,7 százalékon alakult februárban (3-6. ábra).

A cseh jegybank januárban 25 bázisponttal 6,75 százalékra, februárban 50 bázisponttal 6,25 százalékra, majd márciusban további 50 bázisponttal 5,75 százalékra csökkentette az irányadó rátát. Aleš Michl, a cseh jegybank elnöke elmondta, hogy a további kamatcsökkentés a korona árfolyamának alakulásától is függ, valamint hozzátette, hogy kulcsfontosságú az állandó óvatosság fenntartása. Az infláció a novemberi 7,3 százalékról decemberben 6,9, januárban 2,3 százalékra, majd februárban 2 százalékra csökkent. A harmonizált fogyasztóiár-index februárban 2,2 százalék volt (3-6. ábra).

A román jegybank változatlan szinten, 7,0 százalékon tartotta az irányadó rátát. Az infláció a novemberi 6,7 százalékról decemberben 6,6 százalékra mérséklődött, januárban 7,4 százalékra emelkedett, majd februárban 7,2 százalékra csökkent. A harmonizált fogyasztóiár-index februárban 7,1 százalék volt (3-6. ábra). Mugur Isărescu, a román jegybank elnöke a februári kamatdöntést követően elmondta, hogy az infláció januári megemelkedése miatt a jegybanknak még legalább két hónapig várnia kell, hogy megfontolja a kamatok csökkentését.

Az elmúlt negyedévben összességében enyhén romlott a befektetői hangulat. Továbbra is jelentős kockázat a közel-keleti geopolitikai konfliktus. Az elmúlt időszak során az eszközárak alakulásában a fejlett piaci jegybankok kamatpolitikájával kapcsolatos várakozások játszottak szerepet. A nagy jegybankok döntéshozóinak nyilatkozatai, a vártnál magasabban alakuló amerikai és az eurozónában ragadósabbnak bizonyuló inflációs adatok alapján a piaci várakozások későbbre halasztották a kamatcsökkentési

ciklusok várható kezdetét. A piaci szereplők ezek mellett kiemelt figyelmet fordítottak a makrogazdasági adatközlésekre és a Vörös-tengeri kockázatokkal kapcsolatos hírekre, valamint a kínai gazdasággal kapcsolatos aggodalmak.

Az olajár 85 dollár körül ingadozott, míg az európai gázárak alacsony szintről enyhén emelkedtek márciusban (3-3. ábra). A fejlett részvényindexek Amerikában 4-8 százalékos, míg Európában 4-7 százalékos emelkedtek. A feltörekvő gazdaságokat tömörítő MSCI index enyhébb mértékben, 2,7 százalékkal nőtt. A dollár a fejlett devizákkal szemben erősödött, így 0,6 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben, a svájci frankhoz képest 1,1, az angol fonthoz képest 0,3 százalékkal került feljebb a jegyzés. A japán jennel szemben magasabb 5,7 százalékos erősödés ment végbe a dollár árfolyamában. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok emelkedtek, az amerikai 10 éves hozam 39 bázisponttal nőtt 4,3 százalékra, a német 10 éves hozam 44 bázisponttal nőtt, így 2,5 százalékon jegyzik (3-7. ábra). A japán 10 éves hozam érdemben nem változott az előző negyedévhez képest, a feltörekvő piaci kötvényhozamok vegyesen alakultak, a régióban a lengyel 10 éves hozam 33 bázisponttal emelkedett, míg a cseh 4 bázisponttal enyhén csökkent.

A piaci árazások alapján a fejlett jegybankok elérték a kamatpályájuk csúcsát és az idei év közepén várható a kamatcsökkentések megkezdése. A Fed az elmúlt öt, az EKB pedig előző négy kamatdöntő ülésén nem változtatott a kamatszinteken. A piaci árazások szerint a következő két kamatdöntő ülésén egyik fejlett jegybank sem változtat a kamatkondícióin. A Fed esetében júniusra 53 százalék vár 25 bázispontos csökkentést, míg szintén júniusra ez az EKB esetében 74 százalék.

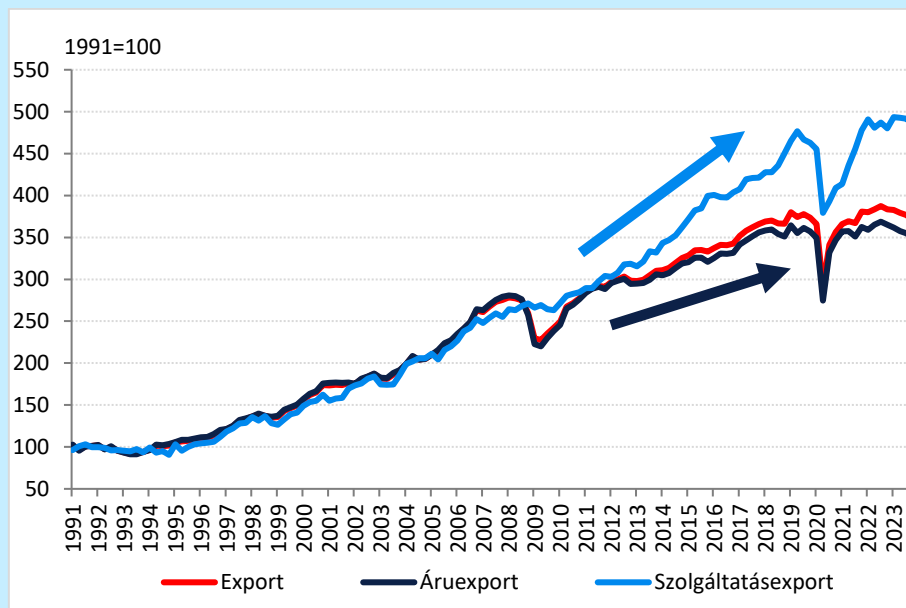
3-1. keretes írás: A német export alakulása

Németország hazánk legfontosabb külkereskedelmi partnere, 2023-ban a magyar árukivitel 26 százaléka ide irányult. A Németországba érkező hazai export nem kizárólag végső felhasználásra kerül, a magyar vállalatok a nemzetközi termelési láncokon keresztül beszállítóként kapcsolódnak elsősorban a németországi járműiparhoz. A hazai és európai gazdaság szempontjából tehát kiemelt jelentőségű a német ipar és export lassulása mögött meghúzódó jelenségek vizsgálata.

Németország nagy méretű, exportorientált gazdaság, ahol a feldolgozóipari termékek jelentős hányadát adják a teljes kivitelnek. Az export a tavalyi évben a GDP 47,1 százalékát tette ki Németországban, ami a fejlett gazdaságok körében magasnak számít: a G7 országokban 2022-ben az OECD adatai alapján átlagosan 32 százalék körül alakult ez az érték. A német gazdaság modellben kiemelt jelentőségű külkereskedelmi többlet a kivitel lassulásával párhuzamosan a 2010-es években mért átlagos 6,4 százalékos GDP-arányos szintről 2023-ra 4,2 százalékra csökkent.

A német export növekedési dinamikája már a 2008-as pénzügyi válság után mérséklődött, 2023 végén pedig csak kis mértékben haladta meg az export szintje a 2019-es értéket (3-8. ábra). 1991 és 2008 között a teljes kivitel 172 százalékkal nőtt, ezt követően azonban megtört az export korábbi trendje és 2023-ig mindössze további 38 százalékos bővülést mértek. A német gazdaság és az ipar strukturális problémáit jelzi, hogy az áruexport növekedése már a 2010-es években jelentősen lassult. A gyengén teljesítő árukivitel súlya 2008 óta folyamatosan csökkent, ezzel párhuzamosan pedig a válságot megelőző évekre jellemző átlagos 15 százalékról közel 20 százalékra nőtt a szolgáltatásexport súlya a teljes kivitelben belül. A Covid-válság utáni gyors helyreállást követően ugyanakkor a globális konjunktúra lassulásával 2023-ban a szolgáltatásexport sem tudott érdemben növekedni, míg az árukivitel csökkent.

3-8. ábra: Az export alakulása Németországban

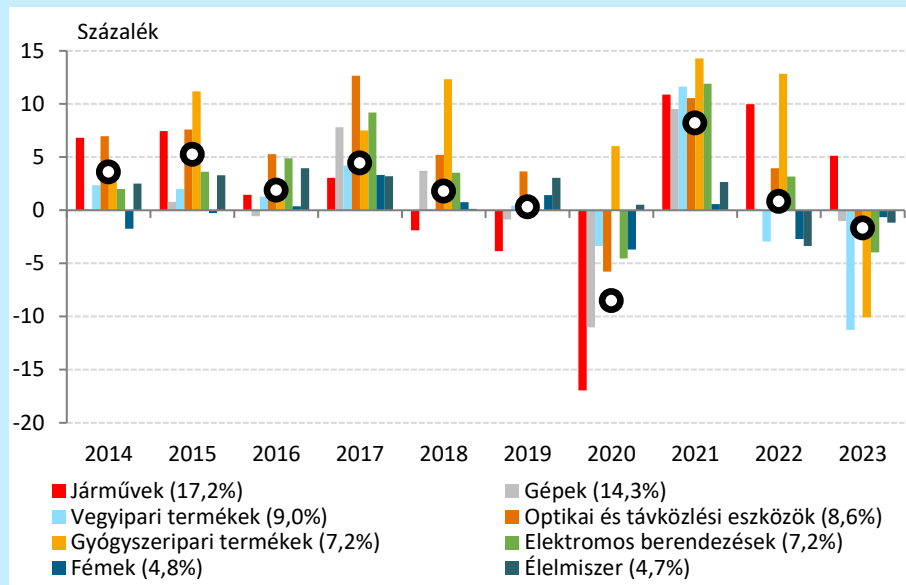


Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással kiigazított nemzeti számlás adatok alapján.

Forrás: Eurostat

Az áruexporton belül a jelentősebb súlyú termékcsoportok közül 2023-ban csak a járműexport tudott bővülni (3-9. ábra). A teljes áruexport 2021-ben a nemzetközi ellátási láncokban jelentkező feszültségek oldódásával és a Covid-járvány alatti lezárások alatt megnövekedett feldolgozóipari rendelésállomány leépülésével jelentősen bővült. Ezt követően 2022-ben mindössze 0,8 százalékos növekedést mértek, majd 2023-ban 1,7 százalékkal visszaesett az árukivitel volumene. A szerkezeti felbontás alapján a tavalyi évben mért csökkenés széleskörű volt, a jelentősebb súlyú termékcsoportok közül csak a járműexport (+5,1 százalék) volumene tudott növekedni 2023-ban, míg a legjelentősebb visszaesést a vegyipari (-11,8 százalék) és a gyógyszeripari (-10,1 százalék) termékek esetében mértek. Az elmúlt években a járműkivitelben mért dinamikus növekedés ellenére ugyanakkor a német járműgyártásban fennálló jelentős ágazatspecifikus problémák már a covid válság előtt jelentkeztek, aminek hatására a járműipari kivitel volumene a teljes export lassuló növekedése mellett 2018-ban 1,9 százalékkal, 2019-ben pedig 3,8 százalékkal csökkent.

3-9. ábra: A német áruexport volumenének éves változása termékcsoportok szerinti bontásban

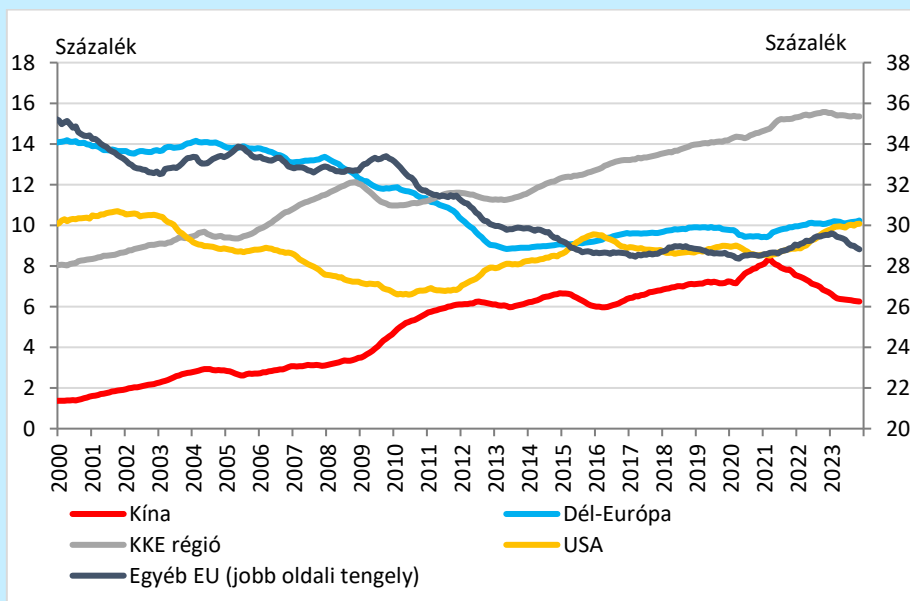


Megjegyzés: A zárójelben az egyes termékcsoportok teljes 2023-as évi áruexporton belüli súlya szerepel.

Forrás: Destatis

A korábbi emelkedés után, Kína súlya 2021 óta mérséklődik a német áruexportban (3-10. ábra). 2002-ben a német termékkivitel 2,2 százaléka érkezett Kínába, amivel Kína a 12. legnagyobb exportpartnere volt Németországnak. 2020-ban Kína súlya a teljes német áruexporton belül elérte a 8 százalékot, amivel az ázsiai gazdaság Németország második legnagyobb partnerévé vált az Egyesült Államok mögött az áruexport tekintetében. 2023-ban ugyanakkor már csak a német áruexport 6,2 százaléka irányult Kínába, míg az USA súlya három év alatt 8,6 százalékról 10,1 százalékra nőtt. A csökkenésben jelentős szerepe lehet a kínai járműgyártás felfutásának is. A német piacvesztés 2023-ban a Kínába irányuló járműexportban 20,9 százalékos csökkenést okozott. 2002 és 2023 között 9,1 százalékról 15,4 százalékra növekedett a KKE országcsoportha súlya a német kivitelben, ami megközelíti az Egyesült Államok és Kína együttes súlyát. A térségből Lengyelország volt a német termékek legnagyobb felvevő piaca, 2023-ban az áruexport 5,7 százaléka áramlott ide, amivel Lengyelország az 5. helyen szerepelt a legfontosabb desztinációk rangsorában, míg hazánk Németország 13. legnagyobb exportpartnere, a kivitel 2,0 százalékaival.

3-10. ábra: A német áruexport földrajzi megoszlása néhány kiemelt régió között



Megjegyzés: Dél-Európa: Ciprus, Görögország, Málta, Olaszország, Portugália, Spanyolország. KKE régió: Bulgária, Csehország, Észtország, Horvátország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Románia, Szlovákia, Szlovénia. Egyéb EU: Ausztria, Belgium, Dánia, Finnország, Franciaország, Hollandia, Írország, Luxemburg, Svédország. 12 havi mozgóátlag alapján. Forrás: Eurostat

A német kivitel 2023-as gyenge teljesítménye mögött ciklikus és strukturális jelenségek is azonosíthatóak: a jelentősen megemelkedő energiaárak az energiaintenzív német ipari ágazatok kibocsátásának jelentős visszaesését okozták, az európai konjunktúra lassulása pedig a külső kereslet csökkenésével járt. Az olcsó energiainportra építő német ipar strukturális problémáit mutatja, hogy az ipari kibocsátás már az orosz-ukrán háború előtt is csökkent. A zöld energiára való átállás időigényessége, valamint a kínai járműgyártás felfutása középtávon is kockázatot jelent a német export alakulására.

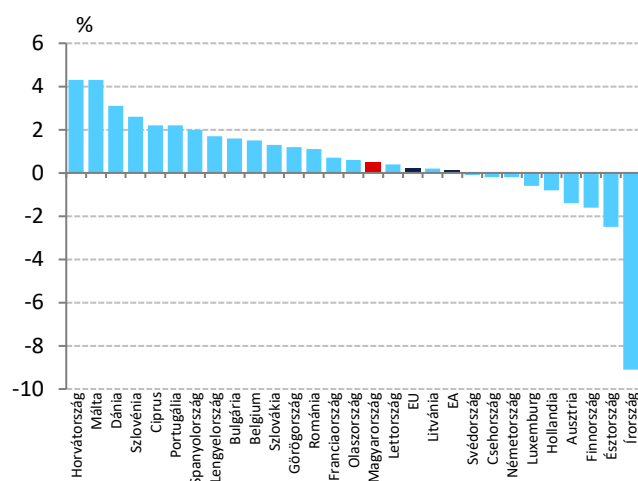
A fennálló kockázatok mellett ugyanakkor a német gazdaság lassan elkezdett távolodni a korábbi gazdasági modelltől.

Az elmúlt években jelentős erőforrásokat fordítottak a digitális átállás elősegítésére és a gazdasági szereplők különböző fejlett technológiák (pl. AI) elsajátítására való ösztönzésére. Az oktatással és fenntartható energiával kapcsolatos beruházásokkal, valamint infrastrukturális fejlesztésekkel a cél Németország pénzügyi és technológiai szolgáltató központi szerepének erősítése. Az átállással tovább nőhet a magasabb hazai hozzáadott értékkel bíró szolgáltatásexport súlya a német kivitelben és javulhat a német gazdaság globális versenyképessége, ami a gazdaság növekedésére is kedvezően hathat.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A bruttó hazai termék 2023 negyedik negyedévében stagnált (0,0 százalék) az előző negyedévhez és az előző év azonos időszakához viszonyítva. Felhasználási oldalon a háztartások fogyasztási kiadása (-0,2 százalék), a bruttó állóeszköz-felhalmozás (-3,0 százalék) és a közösségi fogyasztás (-3,8 százalék) is csökkent éves összehasonlításban. A készletváltozás hozzájárulása érdemben negatívan alakult, 3,4 százalékponttal fogta vissza a növekedést. A nettó export növekedési hozzájárulása (+4,1 százalékpont) tompította a belső keresleti tételeket csökkenését. A tavalyi év végén a termelés oldali folyamatokat tekintve egyedül a mezőgazdaság (+2,5 százalékpont) hozzájárulása volt pozitív az éves bázisú volumenindexhez, míg az iparé (-1,1 százalékpont), az építőiparé (-0,5 százalékpont) és a szolgáltatásoké (-0,6 százalékpont) negatívan alakult.

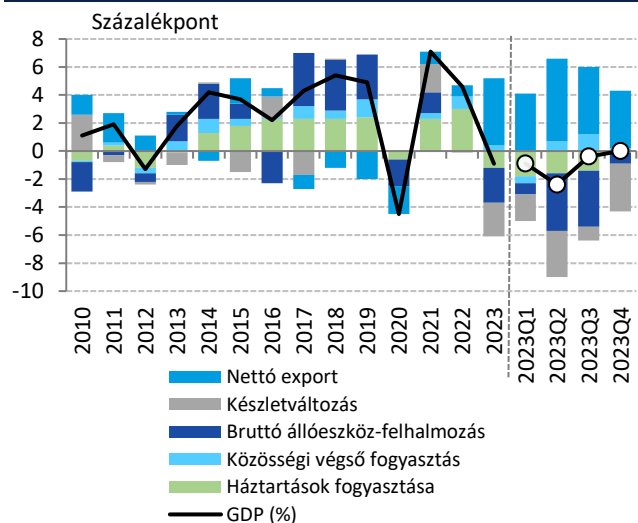
3-11. ábra: A GDP éves változása 2023. negyedik negyedévben az Európai Unió országaiban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

Forrás: Eurostat

3-12. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója



Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transzfereket. A készletváltozás tartalmazza az értéktárgyak beszerzésének és eladásának egyenlegét is.

Forrás: KSH, MNB

A bruttó hazai termék 2023 negyedik negyedévében stagnált (0,0 százalék) az előző negyedévhez és az előző év azonos időszakához viszonyítva. Hazánk gazdasága 0,5 százalékkal bővült éves bázison a nemzetközi összevetésben használt szezonálisan és naptárhatással igazított adatok szerint. Az eurozóna GDP-je 0,1, míg az Európai Unióé 0,2 százalékkal emelkedett a negyedik negyedévben (3-11. ábra), így növekedési különbözetünk négy negyedévet követően ismét pozitívan alakult.

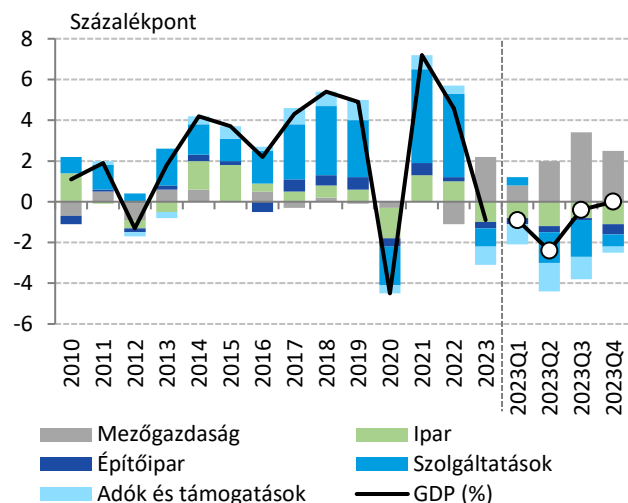
Magyarország GDP-je 2023-ban 0,9 százalékkal maradt el az előző évitől, míg az Európai Unióban és az euróövezetben egyaránt 0,4 százalékkal bővült a gazdaság.

A háztartások fogyasztási kiadása 0,2 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-12. ábra). A legnagyobb mértékben a félíg tartós termékek fogyasztása (-2,1 százalék) csökkent, ezzel szemben a tartós termékek volumene 1,5 százalékkal, míg a szolgáltatásoké 0,9 százalékkal nőtt. A közösségi fogyasztás 3,8 százalékkal csökkent éves alapon.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás 3,0 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A beruházási ráta négy negyedéves gördülőátlaga az előző negyedévhez képest enyhén alacsonyabban, 26,5 százalékon alakult. A gép- és berendezésberuházások 1,1 százalékkal, míg az építési beruházások 4,1 százalékkal mérséklődtek éves bázison a negyedik negyedévben. A külföldre és a belföldre termelő vállalatok beruházásai is csökkentek, míg az állami és a kvázifiskális beruházások emelkedtek tavaly év végén. A készletváltozás hozzájárulása érdemben negatívan alakult, 3,4 százalékponttal fogta vissza a GDP dinamikáját. Az import volumene (-9,0 százalék) nagyobb mértékben csökkent, mint az exporté (-4,7 százalék).

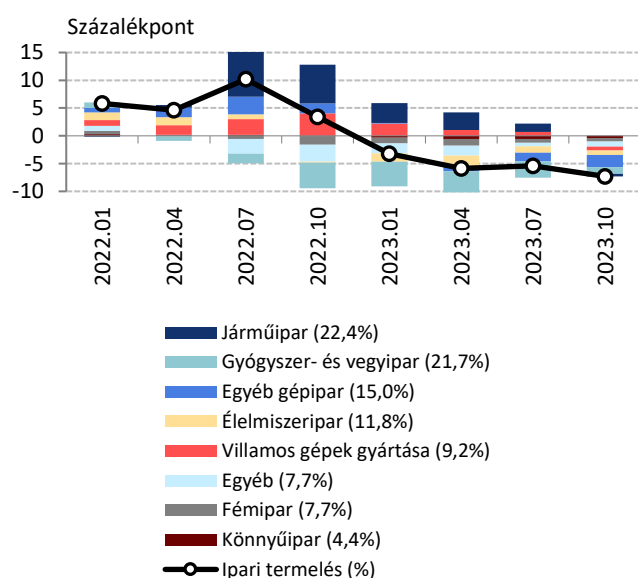
Az áruexport 6,6 százalékkal csökkent, míg a szolgáltatások exportja 3,0 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 2,3 milliárd euro többletet mutatott a negyedik negyedévben. A cserearány 9,1 százalékkal javult éves bázison a negyedik negyedévben, amihez az ásványi fűtőanyagok árának korrekciója járult hozzá leginkább. 2024

3-13. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója



Forrás: KSH

3-14. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása



Megjegyzés: Zárójelben az ágazatok 2022-es súlya szerepel az ipari termelésben. Víz- és hulladékgazdálkodás nemzetgazdasági ág nélkül. A teljes ipari termelés nem tartalmazza az öt fő alatti vállalkozások teljesítményét.

Forrás: KSH, MNB

januárban 497 millió euro volt a termék-külkereskedelmi többlet, az export euróban számított értéke 7,4, az importé 14,3 százalékkal kisebb volt az előző év azonos időszakánál. A termék-külkereskedelmi egyenleg 900 millió euróval javult éves összehasonlításban.

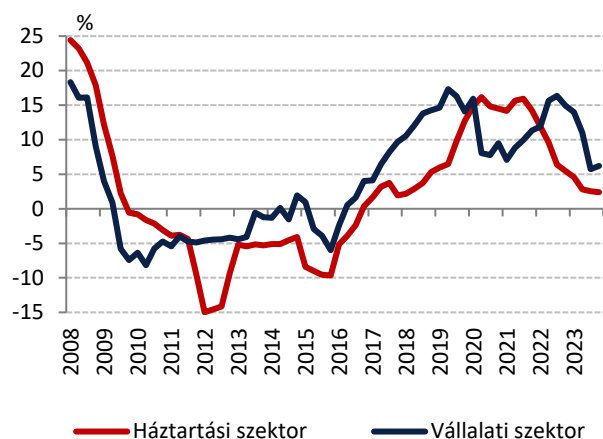
Termelési oldalról az ipar és ezen belül a feldolgozóipar hozzáadott értéke egyaránt 6,4 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához mérten (3-13. ábra). A feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb súlyú járműgyártás 1,9 százalékkal, a villamos berendezés gyártása 8,8 százalékkal, míg az élelmiszeripar 7,2 százalékkal esett vissza átlagosan a negyedik negyedévben éves összehasonlításban (3-14. ábra). Januárban az ipari termelés volumene 3,6 százalékkal csökkent éves alapon.

Az építőipar hozzáadott értéke 7,4 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakában mérttől. Az épületek építése 7,8, míg az egyéb építmények építése 3,6 százalékkal esett vissza a negyedik negyedévben. Az építőipari vállalatok szerződésállománya 25,1 százalékkal volt alacsonyabb, mint az előző év azonos időszakában, míg az új szerződések volumene 16,6 százalékkal emelkedett. 2024. januárban 17,2 százalékkal nőtt az építőipari termelés volumene éves összevetésben.

A mezőgazdaság hozzáadott értéke a 2022. évi aszályt követően az alacsony bázishoz képest 81,1 százalékkal nőtt a negyedik negyedévben, ami +2,5 százalékpontos GDP növekedési hozzájárulást eredményezett.

A szolgáltatások hozzáadott értéke összességében 1,0 százalékkal csökkent 2023 negyedik negyedévében. A nagy súlyú kereskedelem (-8,7 százalék), a szakmai, tudományos, műszaki tevékenység (-4,5 százalék), valamint a szállítási-raktározás (-4,3 százalék) ágazatok teljesítményének volumene csökkent. Ugyanakkor az információ, kommunikáció ág teljesítménye 5,0, a szálláshelyszolgáltatás és vendéglátásé, valamint a művészet, szabadidő, egyéb szolgáltatásoké egyaránt 3,6 százalékkal nőtt. Az ingatlanügyletek hozzáadott értéke 2,1, a pénzügyi, biztosítási tevékenységé 0,5 százalékkal emelkedett. Az államhoz köthető szolgáltatások (közigazgatás, védelem; kötelező társadalombiztosítás, oktatás, humán-egészségügyi, szociális ellátás) összességében 2,3 százalékkal bővültek. 2024 januárban a kiskereskedelmi értékesítések volumene 0,6 százalékkal növekedett éves összevetésben a naptárhatástól megtisztított adatok alapján, ezzel véget ért a 2022 decembere óta tartó éves bázisú csökkenés. A NAV online pénztárgépek forgalma nominálisan 7,5 százalékkal, míg az inflációval korrigált forgalom 3,7 százalékkal nőtt februárban éves összevetésben a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok szerint. Ez

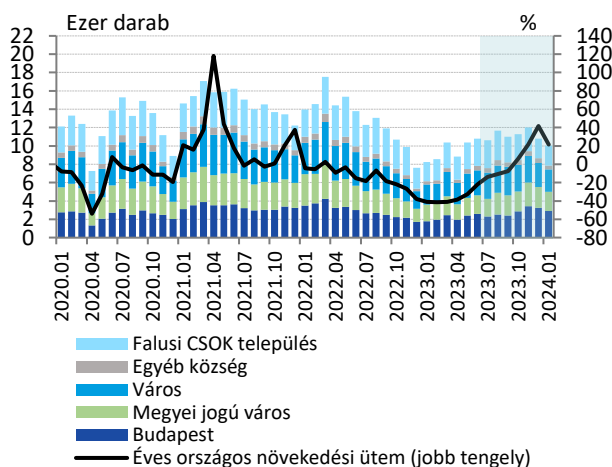
3-15. ábra: A teljes vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: A vállalati és háztartási szektor növekedési üteme is tranzakció alapú, a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelek alapján.

Forrás: MNB

3-16. ábra: Lakáspiari tranzakciók száma településtípusonként



Megjegyzés: Az ábrán kizárólag a magánszemélyek általi, 50 és 100 százalékos tulajdonszerzések szerepelnek. 2022. áprilistól 2023. júniusig a NAV illeték adatbázis adatai a településtípusonkénti feldolgozottsági szint becslése alapján korrigálva. A kiemelt hónapok ingatlanközvetítők tranzakciói és becsült piaci részesedése alapján.

Forrás: Lakáspiari közvetítői adatbázis, MNB, NAV

az adat abban tér el a kiskereskedelmi forgalomtól, hogy tartalmazza többek között a vendéglátás, a taxisolgáltatás és a szálláshely-szolgáltatások egy részének forgalmát is.

A bankok 2023 utolsó negyedében a hitelkereslet élénkülését érzékelték a háztartási hitelpiacon, míg a vállalati hitelek esetében stagnáló keresletet tapasztaltak.

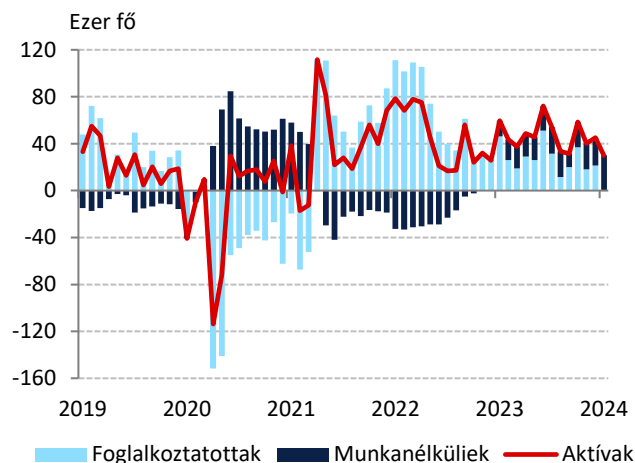
A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállományának éves növekedési üteme előző negyedévhez képest 0,2 százalékponttal lassulva 2,4 százalékot ért el december végén, míg a vállalati hitelállomány 0,5 százalékpontos gyorsulást követően 6,2 százalékkal növekedett 2023 év egészében (3-15. ábra). A negyedik negyedévi új szerződéskötések a háztartási szektorban az előző év azonos negyedévi alacsony bázis értékét 10 százalékkal haladták meg, ellenben a vállalati szektorban 5 százalékkal csökkent a szerződéskötési érték. A hitelezési felmérés válaszai alapján a negyedik negyedévben a háztartási szektorban a bankok a kereslet élénkülését tapasztalták, míg a vállalati szektorban érdemi keresletváltozás nem történt. A következő fél évre előre tekintve azonban mindkét szektorban a kereslet bővülése valószínűsíthető: a lakáshitelek, a fogyasztási hitelek, illetve a vállalati hitelek esetében a bankok nettó értelemben vett 36, 62, illetve 23 százaléka vár keresletélénkülést.

Éves alapon – különösen a fővárosban – érdemben nőtt a lakáspiari forgalom (3-16. ábra). 2023 negyedik negyedében a magánszemélyek lakáspiari tranzakcióinak száma 34,1 ezret tett ki országosan, ami – az év végén szezonálisan jellemző csökkenéssel szemben – 3 százalékos növekedést jelent a harmadik negyedévi szinthez képest, és 21 százalékkal meghaladja az előző év azonos időszaki rendkívül alacsony tranzakciószámot. 2024. januárban a lakáspiari adásvételek száma már minden településtípuson bővült éves szinten, de ezen belül kiemelkedett a Budapesten tapasztalt 62 százalékos növekedés. Az MNB lakásárindex alapján két negyedévnyi enyhe emelkedést követően 2023 harmadik negyedében országosan 1,7 százalékkal mérséklődtek a lakásárak negyedéves alapon nominális értelemben, amit az előzetes adatok alapján 1,0 százalékos emelkedés követhetett 2023 negyedik negyedében. 2023-ban összesen 18.647 új lakás épült, 9,2 százalékkal kevesebb, mint 2022-ben. A kiadott lakásépítési engedélyk száma tavaly 21.501 volt, ami 38,6 százalékos csökkenés éves alapon.

3.3. Munkaerőpiac

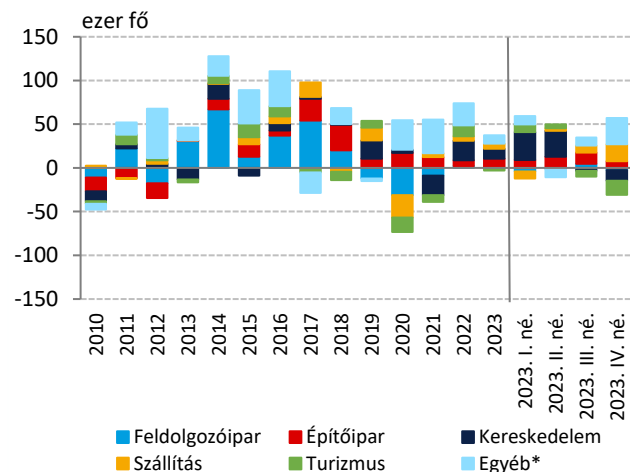
A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is magas szinten alakul. A munkanélküliségi ráta januárban enyhén, 4,5 százalékra emelkedett. A januárban éves alapon stagnáló foglalkoztatás mellett a munkanélküliség szintjének növekedését az aktívák számának bővülése okozta. A munkaerőpiac feszessége enyhülni látszik, ami a konjunktúra változásához való kis mértékű alkalmazkodásra utal. A versenyszféra bérdinamikája 2023 második félévében enyhén mérséklődött, de a minimálbérek előrehozott emelése miatt decemberben 15,6 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.

3-17. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása



Forrás: KSH

3-18. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása



Megjegyzés: *mezőgazdaság, egyéb ipari és piaci szolgáltató ágazatok.

Forrás: KSH

3.3.1. Foglalkoztatás és munkanélküliség

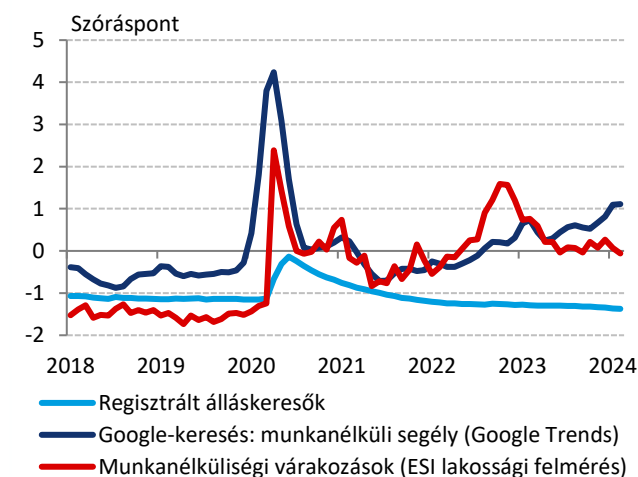
A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is magas szinten alakul. 2024 januárjában a 15-74 éves foglalkoztatottak létszáma 4 millió 699 ezer fő volt, így a foglalkoztatás szintje nem változott az előző év azonos időszakához képest (3-17. ábra). A szezonálisan igazított adatok alapján a foglalkoztatottak száma 7,4 ezer fővel emelkedett az előző hónaphoz képest.

A foglalkoztatás eltérően alakul az egyes ágazatok között. A negyedéves frekvencián rendelkezésre álló részletes ágazati adatok alapján az építőiparban nőtt, a feldolgozóiparban nem változott érdemben a foglalkoztatás. A piaci szolgáltató szektorban (ezen belül a pénzügyi és biztosítási tevékenység, az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység, az információ és kommunikáció, valamint a szállítás és raktározás területén) nőtt a létszám (3-18. ábra), míg a kereskedelemben és a turizmusban csökkenés volt tapasztalható a foglalkoztatásban. Az állami szféra ágazatain belül az oktatásban és az egészségügyben nőtt, a közigazgatásban csökkent a foglalkoztatottak száma éves alapon. A munkaerőkereslet enyhülése a rendelkezésre álló kapacitások kihasználásában is megmutatkozik, ennek megfelelően a teljes munkaidő egyenértékes (TME) létszám 5,8 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest a negyedik negyedévben.

A munkanélküliségi ráta 2024 januárjában enyhén, 4,5 százalékra emelkedett. A munkanélküliek száma fokozatosan emelkedett az elmúlt időszakban. A legfrissebb januári adatok alapján a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 4,3 százalék volt, míg a KSH háromhavi mozgóátlagon alapuló módszertanával számított munkanélküliségi ráta 4,6 százalékon alakult 2023 novembere és 2024 januárja között átlagosan. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony a hazai munkanélküliségi ráta.

A munkanélküliség szintjének növekedése mögött elsősorban az inaktivitásból visszatérő munkakeresők állnak. A gazdaságilag aktívák száma januárban tovább emelkedett a szezonálisan igazított adatok alapján. 2024 januárjában éves alapon 30 ezer fővel nőtt a munkaerőpiacon lévő aktívák száma a nyers adatok alapján,

3-19. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók



Megjegyzés: Standardizált értékek

Forrás: NFSZ, ESI, Google

3-20. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

ami teljes mértékben a munkanélküliek számának emelkedésére vezethető vissza.

A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók vegyes képet mutatnak (3-19. ábra). A regisztrált munkanélküliek száma februárban 235 ezer fő volt. A szezonálisan igazított adatok alapján nem rajzolódik ki érdemi változás a 2022 tavasza óta megfigyelt sinthez képest. A munkanélküli segélyre vonatkozó Google Trends indikátor a nyár óta megfigyelhető stagnálás után az utóbbi hónapokban emelkedett. Az ESI lakossági felmérése alapján a lakosság munkanélküliségtől való félelme 2022 őszétől enyhült.

3.3.2. Bérek

A bérezési folyamatok továbbra is erősek, azonban 2023 májusa óta az infláció csökkenésével párhuzamosan a bérdinamikában is enyhülés tapasztalható. 2023 decemberében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 15,6 százalékkal nőtt éves alapon, ami növekedést jelent a novemberi 13,3 százalékos értékhez képest (3-20. ábra). A versenyszféra rendszeres átlagkereset a novemberi 14,2 százalékos növekedés után decemberben 18,1 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, míg a prémiumkifizetések elmaradtak az előző évekéitől. A bérdinamika decemberi gyorsulása átmenetinek tekinthető, hiszen a minimálbér-emelés 2022-estől eltérő időzítéséből fakadó bázishatáshoz köthető, ami várhatóan korrigál a következő hónapokban.

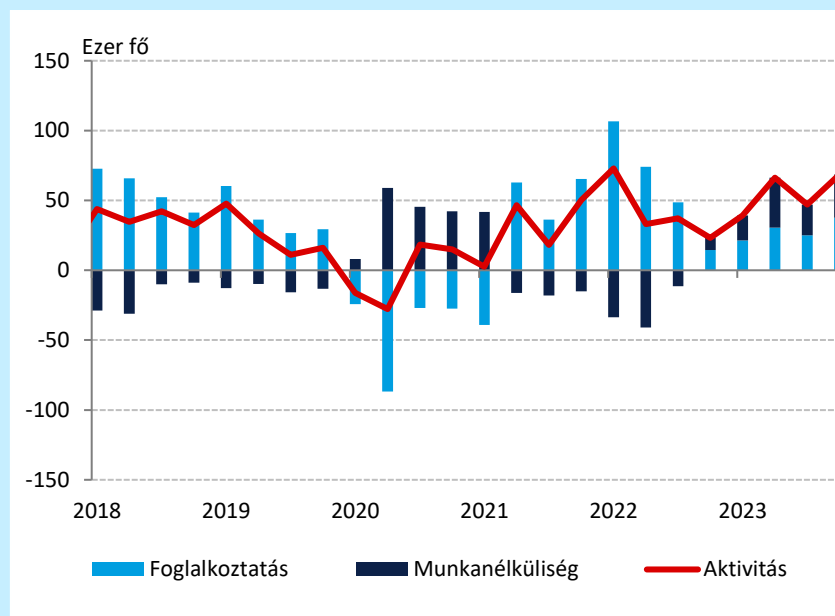
A régiós országok körében a román mellett a hazai nominális bérdinamika volt a legmagasabb 2023 decemberében. A nemzetgazdasági bérnövekedés 16,4 százalék volt decemberben Magyarországon. Ezzel szemben Romániában 16,8 százalékkal, Szlovákiában 10,7 százalékkal, Lengyelországban 9,6 százalékkal nőttek a keresetek éves alapon. Csehország esetén csak negyedéves frekvencián állnak rendelkezésre bér adatok, melyek alapján az átlagbérek 6,3 százalékkal nőttek a negyedik negyedévben. A reálbérek Magyarországon emelkedtek a legnagyobb mértékben a régióban decemberben. Csehország kivételével a többi régiós országban is folytatódott a pozitív reálbér-dinamika.

3-2. keretes írás: Alkalmazkodás a munkaerőpiacon és a feszesség alakulása

A foglalkoztatás ellenállónak bizonyult a tavalyi évi technikai recesszióval szemben és historikus csúcson maradt. Vannak azonban olyan alkalmazkodási csatornák (új üres álláshelyek száma, munkaórák), amelyeken keresztül a munkaerőpiac feszessége mérséklődött, és a számításaink szerint a 2017-es szintre süllyedt. A munkapiac ciklikus enyhülését a munkakínálat (aktivitás) növekedése is támogatta.

A munkaerőpiaci aktivitás bővülésének köszönhetően a munkakínálat számottevően emelkedett. A hazai munkaerőpiaci aktivitás több mint 3 éve, 2020 harmadik negyedéve óta emelkedik éves alapon (3-21. ábra). A Covid-válság során az aktivitás bővülése a munkanélküliek számának emelkedése és a foglalkoztatottak számának csökkenése mellett valósult meg, amit munkaerőpiaci fellendülés követett a foglalkoztatás bővülésével és a munkanélküliség csökkenésével. 2022 utolsó negyedévével kezdődően azonban az aktivitás bővülése egyszerre fakad a foglalkoztatottak és a munkanélküliek számának emelkedéséből. A Munkaerő-felmérés adatai szerint a foglalkoztatottak száma az elmúlt négy negyedévben szezonálisan igazítva folyamatosan emelkedett. Október-december átlagában a foglalkoztatás 38 ezer fővel volt magasabb, mint az előző év azonos időszakában, ami éves alapon 0,8 százalékos emelkedés. A növekedést elsősorban a versenyszféra létszámának 26 ezer fős bővülése magyarázza.

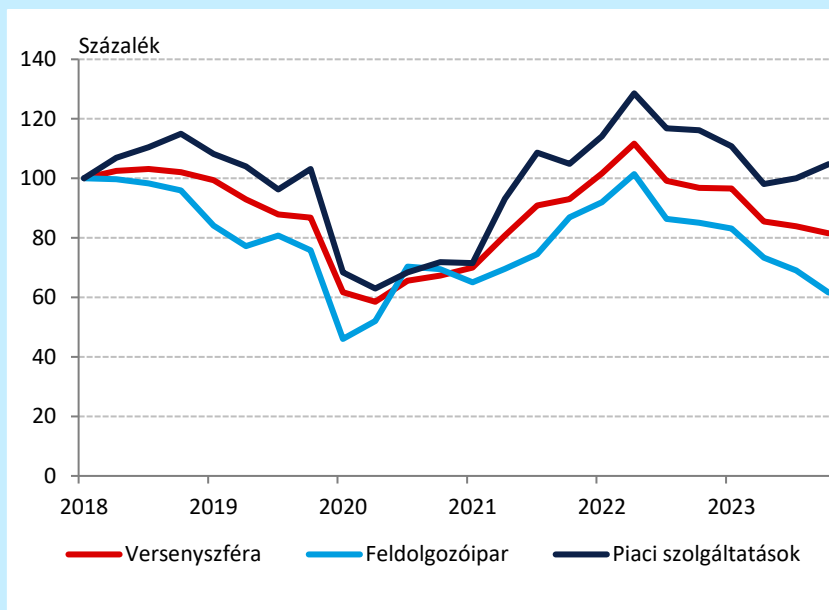
3-21. ábra: A munkaerőpiaci aktivitás éves változásának felbontása



Forrás: KSH

A kiírt új álláshelyek száma mérséklődött a KSH adatai szerint. 2023 utolsó negyedévében 49 ezer betöltetlen álláshely volt a versenyszférában, ami közel 10 ezerrel (16,3 százalékkal) alacsonyabb az előző év azonos időszakához viszonyítva. A csökkenés a feldolgozóipart érzékenyebben érintette, mint a szolgáltató szektort. Előbbiben több mint 6 ezerrel kevesebb üres álláshely állt rendelkezésre, mint tavaly ilyenkor, ami 28,6 százalékos csökkenés, utóbbi esetében pedig 3 ezerrel mérséklődött az üres álláshelyek száma, ami 9,5 százalékos zsugorodást jelent. A szezonálisan igazított KSH adatok szerint a munkakereslet 6 negyedéve zsugorodik (3-22. ábra), ugyanis a gyenge belső és külső kereslet miatt a vállalatok kevesebb munkahelyet tudnak teremteni.

3-22. ábra: Üres álláshelyek alakulása a versenyszférában

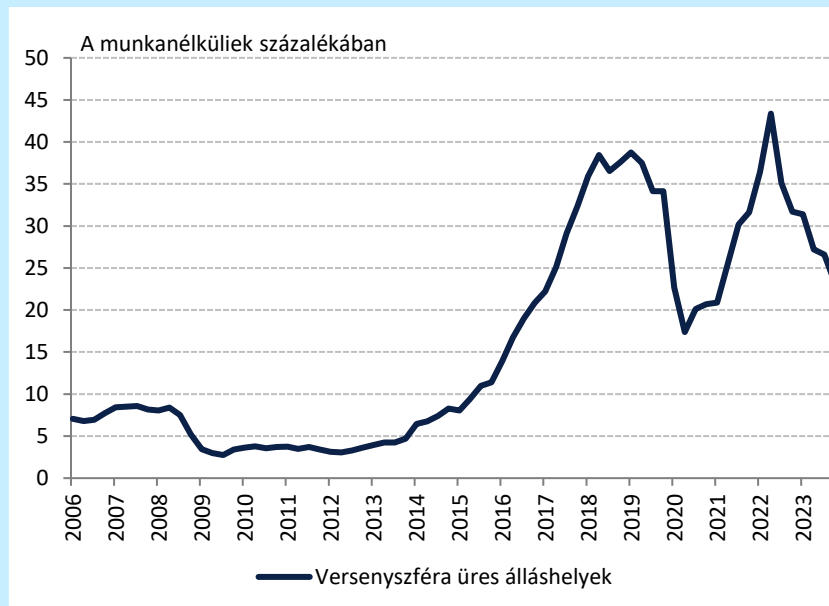


Megjegyzés: 2018. első negyedév = 100. Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH alapján MNB

A munkakereslet csökkenése és a munkakínálat növekedése következtében a munkaerőpiaci feszesség a 2017-es szintre mérséklődött, de historikus összehasonlításban továbbra is erős maradt (3-23. ábra). A feszességi mutató a COVID-válság során bekövetkezett visszaesést követően korábban nem látott szintre emelkedett, azonban 2022 elején megfordult ez a trend és a munkaerőpiac lazulni kezdett. A munkavállalókért folytatott verseny kismértékben enyhült, azonban a munkáltatók sok esetben továbbra is nehezen tudják betölteni az üres pozíciókat.

3-23. ábra: A feszességi mutató alakulása



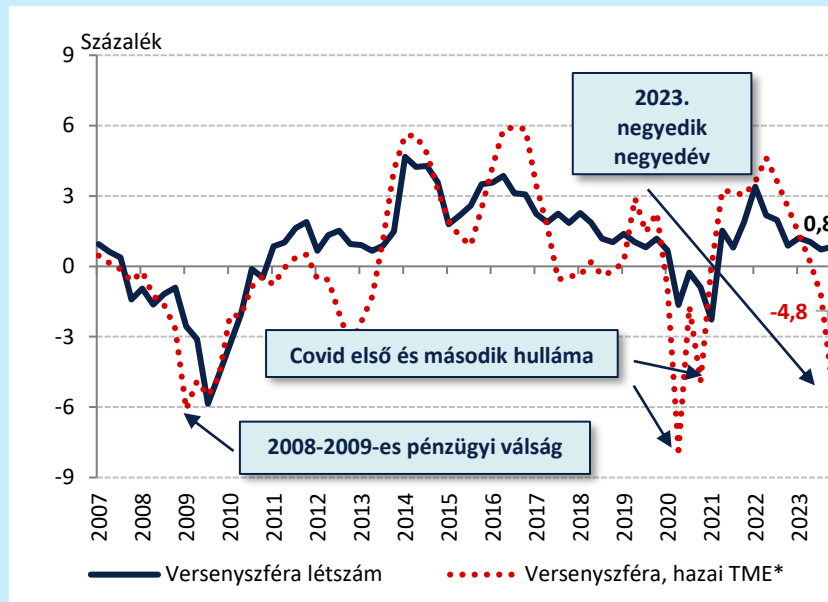
Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH alapján MNB-számítás

A vállalatok emellett a ledolgozott munkaórák számában (intenzív oldalon) is alkalmazkodtak. A létszámbővülés ellenére a versenyszférában összesen ledolgozott munkaóratömeg csökkent, ami arra utal, hogy a munkapiac lazább, mint a fő statisztikákból kibontakozó kép (3-24. ábra). A foglalkoztatottak megtartása, de a mérsékelt belföldi és külső kereslet a termékekre és szolgáltatásokra azt eredményezte, hogy csökkent az egy alkalmazottra jutó ledolgozott munkaórák száma. Mivel a csökkenés nagyobb volt, mint a létszám enyhe emelkedése, ezért a ledolgozott munkaóratömeg is mérséklődött.

Az ún. teljes munkaidő egyenértékes létszám megmutatja, hogy a foglalkoztatottak a ledolgozott munkaóráik alapján mennyi teljes munkaidőben dolgozó munkáját végezték el összesen, azaz a ledolgozott munkaidővel korrigálja a foglalkoztatottak számának változását. A mutató 4,8 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest. A GDP lassulása ellenére a továbbra is feszes munkaerőpiacon a vállalatok nem csökkentették a foglalkoztatotti létszámukat, így munkaerejük „kapun belüli” kihasználatlansága mutatkozik meg a ledolgozott munkaórák visszaesésében. A ledolgozott munkaórák mérséklődését bizonyos technikai hatások (az év végi munkaszüneti napok rendje, szabadság miatti rövid távollétek, a téli igazgatási szünet, a december 24-i és 31-i boltbezárások) is befolyásolhatták.

3-24. ábra: A foglalkoztatottak és a teljes munkaidő egyenértékes létszám éves változása



Megjegyzés: Versenyszféra adatok, szezonálisan igazított adatok.

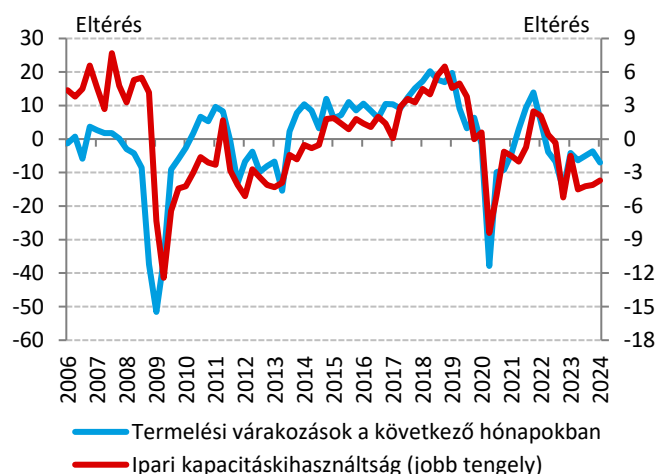
Forrás: KSH Munkaerő-felmérés, MNB-számítás

Az intenzív oldali alkalmazkodás az ágazatok széles körét érinti. A szolgáltató ágazatokat jellemezte a munkaórák nagyobb mértékű mérséklődése. A KSH Intézményi munkaügyi statisztikája szerint átlag alatti volt a munkaórák csökkenése a feldolgozóiparban és az építőiparban, illetve a bányászatban emelkedést mértek.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A 2023. negyedik negyedében a magyar gazdaság az előző negyedéhez és az előző év azonos időszakához viszonyítva egyaránt stagnált (0,0 százalék). Az elmúlt negyedévek visszafogott gazdasági teljesítményét legnagyobb mértékben az ipar és a piaci szolgáltatások negatív hozzájárulása indokolta. Ezzel párhuzamosan a gazdaság ciklikus pozíciója dezinflációs hatású. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága és termelési várakozásai továbbra is elmaradnak a historikus átlagtól.

3-25. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI alapján MNB

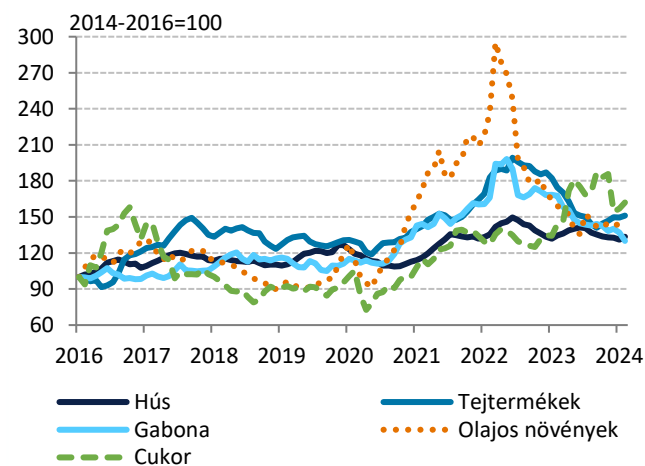
Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója 2022 vége óta negatív előjelű és így dezinflációs hatású. 2022 első felében a gazdaság ciklikus pozíciója pozitív volt az élénk kereslet és az ellátási láncokban meglévő sűrűdások hatására. Ezek a hatások inflatorikus hatású ciklikus pozíciót eredményeztek. Ezt követően a lassuló gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan azonban a gazdaság ciklikus pozíciója fokozatosan negatívvá vált. A mezőgazdaság 2,2 százalékponttal járult hozzá a gazdasági növekedéshez a tavalyi év során. Amennyiben a volatilis mezőgazdaság teljesítményét kiszűrjük a hazai GDP-ből, a kibocsátási rés még negatívabb lenne. Mind a kereslet lassulása, mind a kínálati korlátok várt oldódása a reálgazdaság felől dezinflációs hatásokat eredményezett.

A kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága és termelési várakozásai továbbra is elmaradnak a historikus átlagtól (3-25. ábra). A következő hónapokra vonatkozó termelési várakozások érdemben nem változtak az elmúlt időszakban, a kapacitáskihasználtságban lassú javulás indult el a tavalyi év során.

3.5. Költségek és infláció

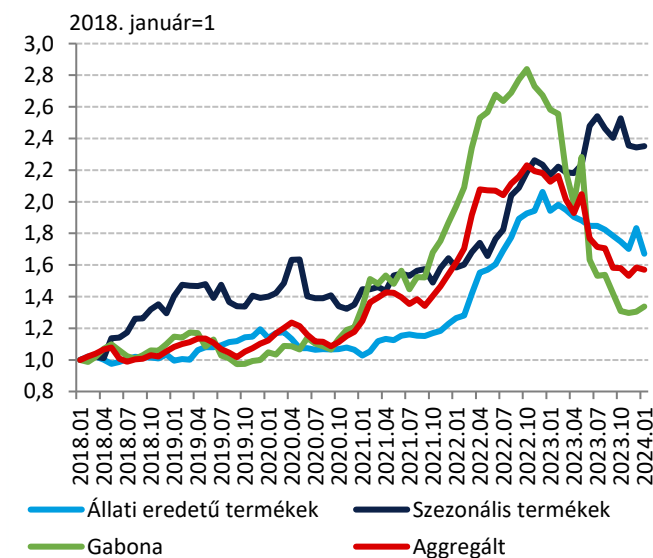
2024 elején folytatódott az infláció csökkenése. A fogyasztóiár-index januárban 3,8 százalékon, februárban 3,7 százalékon alakult, így ismét a jegybanki toleranciasávon belülre került az árindex. Az infláció elmúlt 13 hónapban tapasztalt erőteljes lassulását a fegyelmezett monetáris politika, a kormányzat versenyt erősítő lépései, a visszafogott kereslet, a bázishatások és a korábbinál érdemben alacsonyabb külső költségkörnyezet együttes hatása okozza. A maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt 5,1 százalékra mérséklődött februárban, a maginfláción belül a defláció általános volt. Az előző hónaphoz viszonyított árváltozás mértéke az infláció és a maginfláció esetében egyaránt megfelel az az év ezen időszakára jellemző historikus átlagnak.

3-26. ábra: A világgiazi élelmiszerárak alakulása



Forrás: FAO

3-27. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján

Forrás: KSH

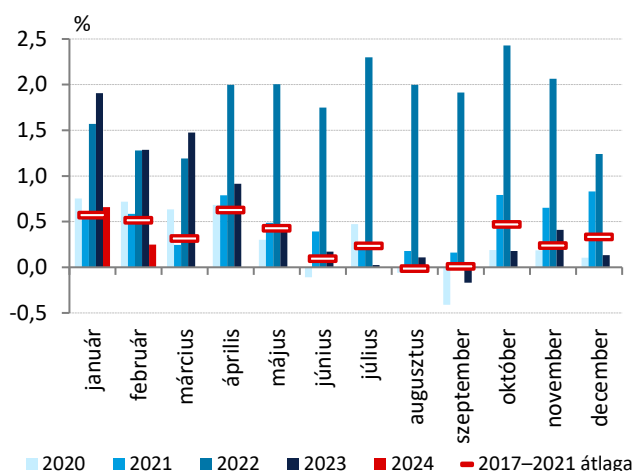
3.5.1. Termelői árak

Februárban folytatódott a világgiazi élelmiszerárak 2022. márciusa óta tartó mérséklődése. Az élelmiszerárak havi alapú csökkenését a gabona és az olajnövények árainak alakulása magyarázza, amit csak részben ellensúlyozott a cukor, a hús és a tejtermékek árának emelkedése. A FAO adatközlése szerint februárban a gabonák éves alapon 22,4 százalékkal, havi alapon pedig 5 százalékkal mérséklődtek a déli területeken megkezdődött betakarítások, és az Ukrajna által kínált kedvező árak következtében. A húsarak tavaly februárhoz képest 0,8 százalékkal mérséklődtek, míg januárhoz képest 1,8 százalékkal magasabban alakultak, megtörve ezzel a június óta tartó csökkenést. Az olajnövények ára éves összevetésben 11 százalékkal, havi alapon 1,3 százalékkal csökkent. A tejtermékek árai éves bázison 13,4 százalékkal alacsonyabban alakultak, azonban januárhoz képest 1,1 százalékkal emelkedtek. A cukor világgiazi ára éves összevetésben 12,5 százalékkal, havi bázison pedig 3,2 százalékkal emelkedett, mely háttérben az átlagtól elmaradó brazil kínálat és a kedvezőtlen indiai és thaiföldi termelési kilátások állnak (3-26. ábra).

A hazai mezőgazdasági termelői árak mérséklődésének üteme decemberben lassulni kezdett, de éves összevetésben januárban az árak ennek ellenére is 26,1 százalékkal csökkentek. A részletek közül éves összevetésben egyedül a szezonális termékek termelői árindexe emelkedett, 8,3 százalékkal. Az állati eredetű termékek árszintjének mérséklődése folytatódott, így januárban éves alapon 14,0 százalékkal csökkent a termékek árindexe. A gabona termelői árai az előző év azonos időszakához mérten jelentősen, 48,2 százalékkal mérséklődtek (3-27. ábra).

A belföldi értékesítésre szánt feldolgozóipari termékek termelői árai éves bázison 3,8 százalékkal mérséklődtek 2024 januárjában. A teljes ipar belföldi értékesítési árai 7,6 százalékkal csökkentek az előző év januárjához viszonyítva. Az energiaiparban a termelői árak 16,6, az élelmiszeriparban 6,2 százalékkal voltak alacsonyabbak az előző év azonos időszakához képest.

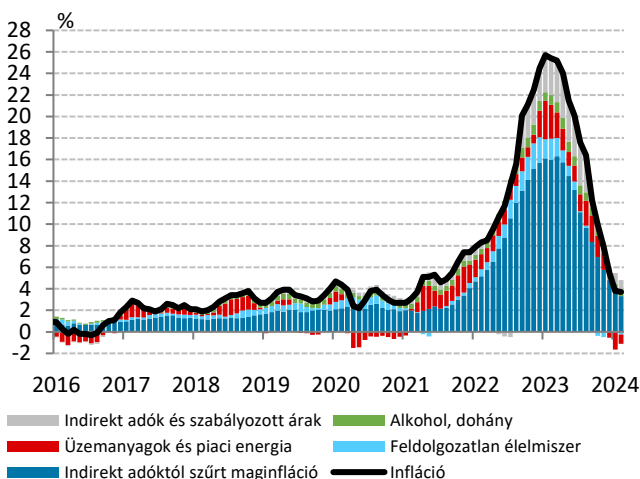
3-28. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül



Megjegyzés: Adószűrt, szezonálisan nem igazított havi változás.

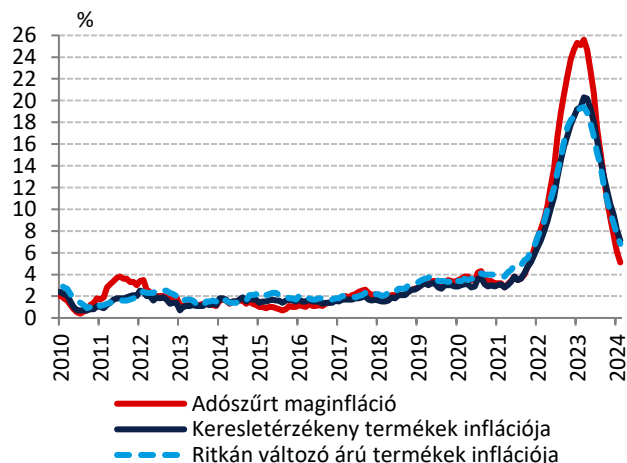
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-29. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

3-30. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3.5.2. Fogyasztói árak

Éves összevetésben februárban 3,7 százalékkal emelkedtek a fogyasztói árak, így januárt követően ismét a jegybanki toleranciasávon belülre került az árindex (3-29. ábra). A fogyasztóiár-index 0,1 százalékponttal mérséklődött az előző hónaphoz képest, az iparcikkek (-0,4 százalékpont) és az élelmiszerek (-0,3 százalékpont) deflációhoz való hozzájárulását ellensúlyozta az üzemanyagok (+0,6 százalékpont) inflációt emelő hatása. Az infláció elmúlt 13 hónapban tapasztalt erőteljes lassulását a fegyelmezett monetáris politika, a kormányzat versenyt erősítő lépései, a visszafogott kereslet, a bázishatások és a korábbinál érdemben alacsonyabb külső költségkörnyezet együttes hatása okozza. Az üzemanyagok és szabályozott árak nélkül számított kosár ára az előző hónaphoz képest 0,2 százalékkal emelkedett (3-25. ábra). Az alapfolyamatokat jobban tükröző, a feldolgozott élelmiszerek nélkül számított, havi bázisú maginfláció 0,3 százalékkal emelkedett.

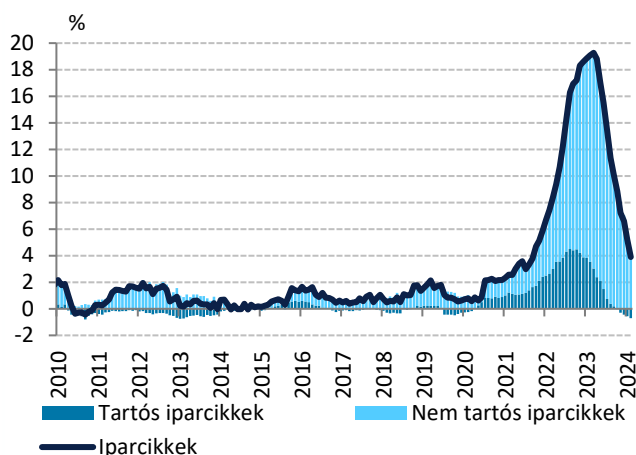
A maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt 5,1 százalékra mérséklődött. Az éves bázisú maginfláció 1,0 százalékponttal csökkent, amin belül a defláció általános volt. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink szintén mérséklődtek (3-30. ábra). Az inflációs alapfolyamatok lassulását jelzi, hogy a maginfláció és az infláció is 3 százalék alatt alakult az évesített rövidebb bázisú (évesített 3hó/3hó változás) összevetésben. Az előző hónaphoz viszonyított áremelkedés mértéke a teljes fogyasztói kosár és a maginfláció esetében is megfelelt az év ezen időszakára jellemző historikus átlagnak.

Az iparcikkek éves inflációja 3,9 százalékra csökkent februárban. A nem tartós termékek árdinamikája 6,7 százalékra mérséklődött, míg a tartós termékek árai 2,0 százalékkal csökkentek az előző év azonos időszakához képest (3-31. ábra). Havi alapon az iparcikkek árai 0,1 százalékkal mérséklődtek, a termékcsoporton belül a nem tartós iparcikkek havi alapú drágulását ellensúlyozta a tartós iparcikkek árainak csökkenése (3-32. ábra).

A piaci szolgáltatások éves bázisú árindexe 10,7 százalékra csökkent, így az éves árdinamika tavaly júniusban megkezdődött mérséklődése folytatódott. Havi összevetésben az árak 0,6 százalékkal nőttek (3-33. ábra).

Az alkohol- és a dohánytermékek árindexe év elején egyszámjegyű tartományba csökkent, februárban a termékkör inflációja 5,3 százalékra mérséklődött. A termékkör ára januárhoz képest 1,0 százalékkal emelkedett.

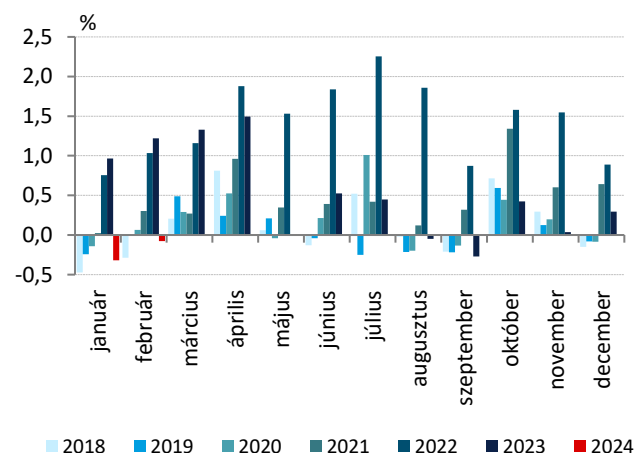
3-31. ábra: Az iparcikkek árváltozása



Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

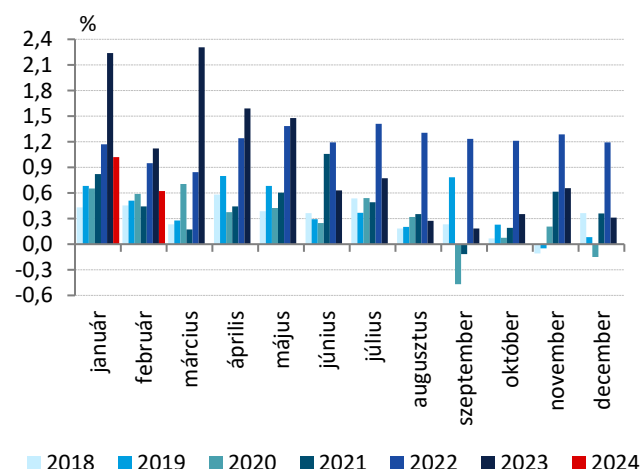
3-32. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, havi változás

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-33. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.

Forrás: KSH, MNB

Az élelmiszerek éves inflációja februárban a KSH adatközlése szerint 2,2 százalékra mérséklődött. A termékkörön belül a feldolgozatlan és a feldolgozott élelmiszerek inflációja egyaránt mérséklődött, utóbbi esetén januárhoz hasonlóan negatív az éves alapú árváltozás. Januárhoz képest a feldolgozatlan élelmiszerek árai stagnáltak, míg a feldolgozott élelmiszerek árai 0,1 százalékkal mérséklődtek.

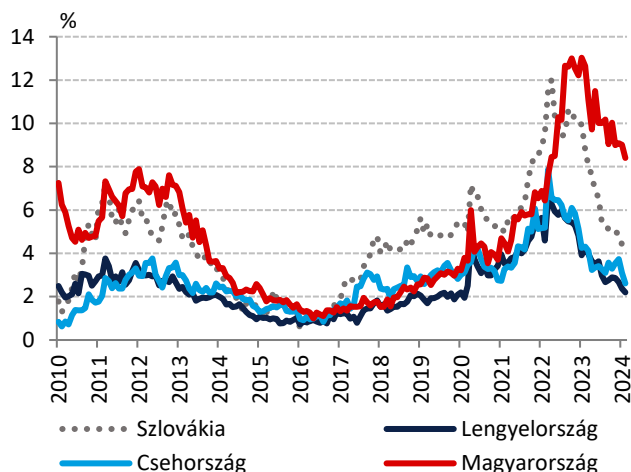
Az üzemanyagok ára havi összevetésben 6,7 százalékkal nőtt. A dráguláshoz jelentős mértékben járult hozzá a január 1-jén életbe lépett jövedékiadó-emelés, ami fokozatosan gyűrűzött be az üzemanyagok fogyasztói árába. A termékcsoport átlagára éves bázison 2,4 százalékkal mérséklődött.

Februárban az infláció és a maginfláció egyaránt alacsonyabban alakult a decemberi Inflációs jelentés előrejelzésének középtérénél, az eltérést az infláció esetén elsősorban az élelmiszerek, míg a maginfláció esetén a feldolgozott élelmiszerek vártnál kedvezőbb áralakulása magyarázta.

3.5.3. Inflációs várakozások

Hazánkban a lakosság inflációs várakozásai enyhén mérséklődtek februárban. A régiós országokban 2023 negyedik negyedévéhez képest februárban az inflációs várakozások enyhe mérséklődése volt tapasztalható (3-34. ábra).

3-34. ábra: Inflációs várakozások a régióban



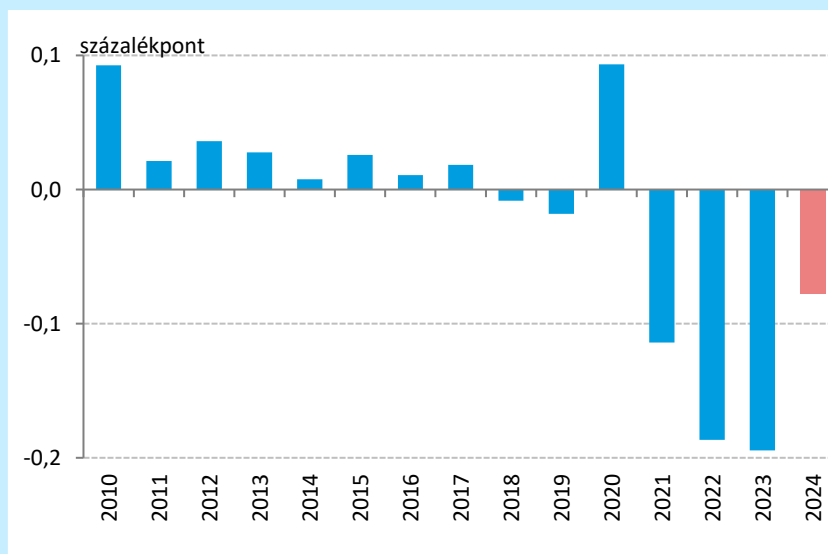
Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

3-3. keretes írás: A fogyasztói kosár súlyváltozásának inflációra gyakorolt hatása

A nemzetközi gyakorlatnak megfelelően a KSH évente felülvizsgálja a fogyasztói kosár egyes tételeinek súlyát, hogy az jobban tükrözze az aktuális fogyasztási szokásokat. A súlyok változása befolyásolhatja az inflációs rátát, amennyiben a különböző termék- és szolgáltatáscsoportok árdinamikája számottevő mértékben eltér. Jelen keretes írásban a fogyasztói kosár 2023 és 2024 közötti súlyváltozásainak inflációra gyakorolt hatását vizsgáljuk.

A súlyok változása 2020-ig általában minimális hatást gyakorolt az inflációra. A lakossági fogyasztás szerkezete egyik évről a másikra ritkán változik nagymértékben, így a tételek fogyasztói kosáron belüli megoszlásai is jellemzően kismértékben módosultak és ezek inflációra gyakorolt hatása általában mérsékelt volt. Ez a hatás 2010 és 2020 között egy alkalommal sem haladta meg abszolút értelemben az egy tized százalékpontot (3-35. ábra). **A 2020-as évtized egymást követő inflációs hullámai következtében a fogyasztói szokások változása felgyorsult és ennek következtében a súlyok változása is nagyobb hatást gyakorolt a fogyasztóiár-indexre.** A súlyok változása 2020-ban növelte, míg 2021-ben 0,1, majd 2022-ben és 2023-ban közel 0,2 százalékponttal csökkentette az inflációt. A korábban megszokottnál nagyobb inflációs hatást mindhárom évben más-más termékcsoporthoz nagymértékű súlyváltozása okozta. Az deflációs hatás 2021-ben elsősorban az üzemanyagok, 2022-ben az élelmiszerek és a szabályozott árak, 2023-ban pedig az alkohol és dohánytermékek arányának változásához köthető.

3-35. ábra: Az inflációs súlyok változásának inflációs hatása a múltban



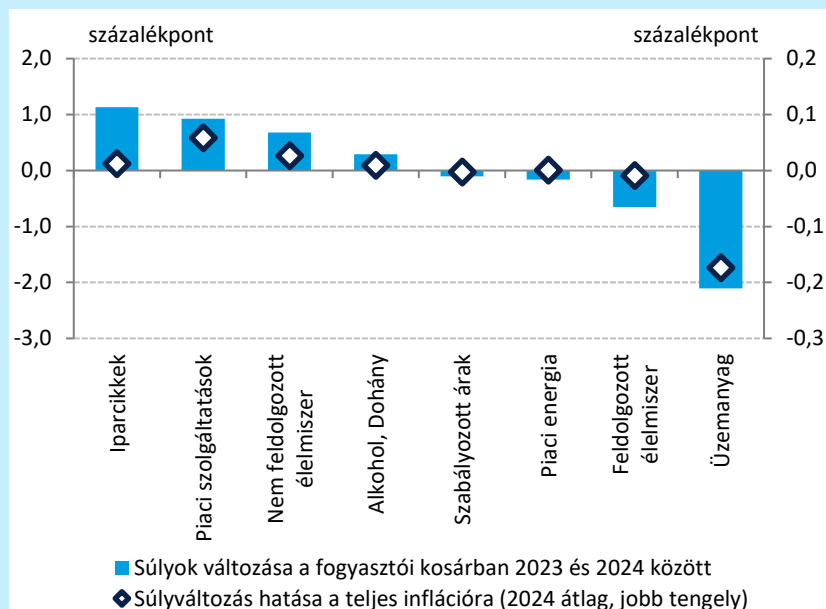
Megjegyzés: 2024-es érték becslés a 2024-re vonatkozó előrejelzésünk sávközepe alapján.

Forrás: KSH, MNB-számítás

Az idei évben meghatározó változás a 2023. évi fogyasztási adatok alapján az üzemanyagok súlyának csökkenése és ezzel párhuzamosan az iparcikkek és szolgáltatások arányának emelkedése a fogyasztói kosárban. 2023-ról 2024-re az üzemanyagok súlya 8,1 százalékról 6,0 százalékra mérséklődött, az iparcikkek és a piaci szolgáltatásoké pedig egyaránt 1-1 százalékponttal emelkedett. Az élelmiszereken belül a feldolgozott élelmiszerek arányának csökkenését ellensúlyozta a feldolgozatlan élelmiszerek arányának emelkedése. A többi tétel súlya elhanyagolható mértékben változott. A fenti hatások eredményeként a maginfláció teljes fogyasztói kosáron belüli súlya 65,1 százalékra emelkedett. Ez egy év alatt 1,4 százalékpontos emelkedést jelent, ami historikus összevetésben magasnak számít, 2010 óta mindössze egy alkalommal, 2021-ben volt megfigyelhető ennél nagyobb mértékű változás egy év alatt. A súlyváltozás volatilitása az üzemanyagok esetében is számottevő: a termékcsoport súlya tavaly 1,7 százalékponttal emelkedett, idén 2,1 százalékponttal csökkent, miközben 2010 és 2020 között jellemzően 0,5 százalékpontos változások voltak megfigyelhetők egy év alatt.

A súlyok továbbra is magas volatilitása ellenére az inflációra gyakorolt hatás összességében mérsékelt, a súlyok változása közel 0,1 százalékponttal csökkenti az idei inflációt. Az üzemanyagok súlycsökkenése közel 0,2 százalékponttal mérsékli az inflációt, amit azonban részben ellensúlyoz a piaci szolgáltatások és a feldolgozott élelmiszerek súlyváltozásának árdinamikát emelő hatása (3-36. ábra).

3-36. ábra: Az inflációs súlyok változása 2024-ben és ennek hatása az idei inflációra



Megjegyzés: 2024-re vonatkozó előrejelzésünk sávközepe alapján.

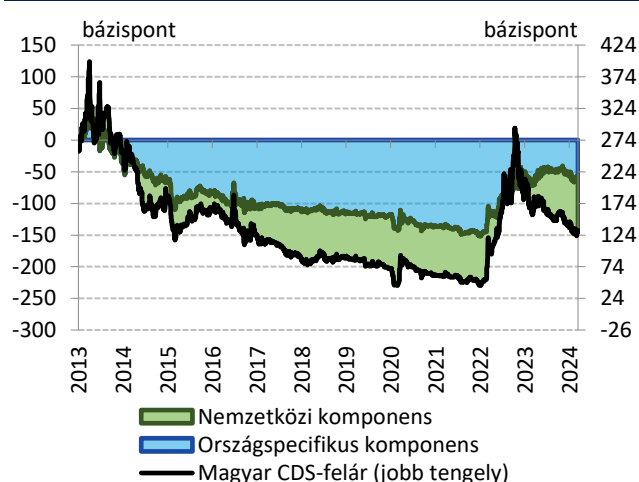
Forrás: KSH, MNB-számítás.

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben összességében enyhén romlott a pénz- és tőkepiaci hangulat. A közel-keleti geopolitikai konfliktus miatt fennálló kockázatok továbbra is jelentősek. Az eszközárak alakulásában meghatározó szerepet játszottak a fejlett piaci jegybankok kamatpolitikájával kapcsolatos várakozások és a jegybanki döntéshozók kommunikációja. Továbbá a befektetők kockázatvállalási kedvét rontották a kínai gazdasággal kapcsolatos aggodalmak. A romló globális befektetői hangulat hatására a hazai hosszú állampapírhozamok emelkedtek. Ugyanakkor a hazai dezinfláció és a monetáris politikai enyhítés folytatódásának következtében csökkentek a hazai bankközi hozamok és mérséklődött az ország kockázati felára. A forint az időszak során gyengült mind az euróval, mind a dollárral szemben, a gyengülés mértéke mindkét devizaárfolyammal szemben közel 5 százalékos volt az időszak folyamán.

4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



Megjegyzés: Az alkalmazott dekompozíciós módszer leírása megtalálható a Kocsis–Nagy (2011): Szuverén CDS-felárak dekompozíciója c. MNB Szemle cikkben.

Forrás: Bloomberg, MNB

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Hazánk hitelkockázati felára tovább csökkent az időszak során. Az időszak közepén volt tapasztalható nagyobb csökkenés és összességében 13 bázisponttal, 132 bázispontra csökkent a felár (4-1. ábra), melyhez az országspecifikus tényezők nagyobb mértékben járultak hozzá.

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

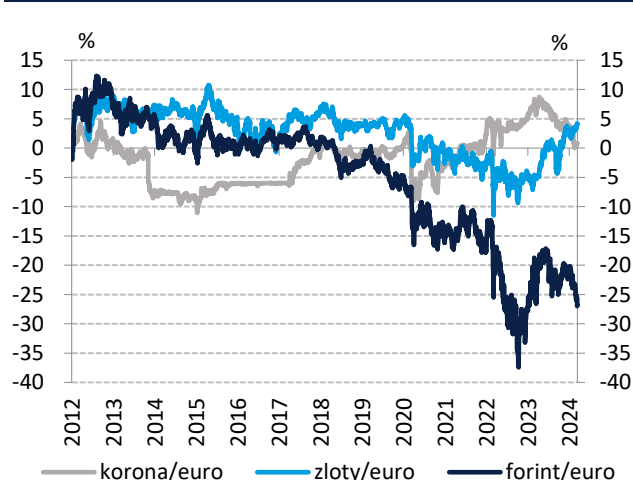
A forint az időszak során összességében közel 5 százalékkal gyengült az euróval szemben, amit az időszak második felében végbement nagyobb leértékelődés magyaráz. A régióban a cseh korona 3,2 százalékkal szintén gyengült, míg a lengyel zloty 1 százalékkal értékelődött fel és a román lej árfolyama érdemben nem változott az időszak során (4-2. ábra). A régiós devizák alakulásának a háttérében a kockázatvállalási hajlandóság, a fejlett és régiós jegybankok monetáris politikai döntései és az időszak során beérkezett makrogazdasági adatok állnak. A dollárral szemben a forint és a cseh korona 3-3,5 százalékos körüli mértékben gyengült, míg a lengyel zloty 1 százalékos meghaladó mértékben erősödött az időszak során.

4.1.3. Állampapírpiac és hozamalakulás

Az elmúlt negyedév során tovább emelkedett a külföldiek állampapír-állománya (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya 464 milliárd forinttal, 7297 milliárd forintra nőtt az időszak során. A forint állampapírokon belüli részarány enyhén emelkedett az elmúlt negyedévben, így 20,6 százalékos körüli szinten áll.

Az elmúlt időszak során a meghirdetettnél enyhén nagyobb mennyiségben fogadott el az ÁKK ajánlatokat az államkötvény aukciókon, mivel a kereslet az előző negyedévhez képest visszafogottabb, de így is közel kétszerese volt a kínált mennyiségnek az aukciókon. Az elmúlt negyedévben a rövid és hosszú lejáratú kötvények

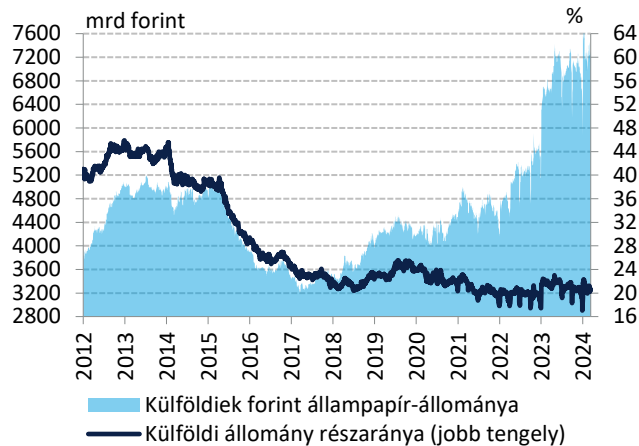
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



Megjegyzés: 2012. év elejéhez viszonyított változás. A pozitív értékek a régiós deviza felértékelődését jelölik.

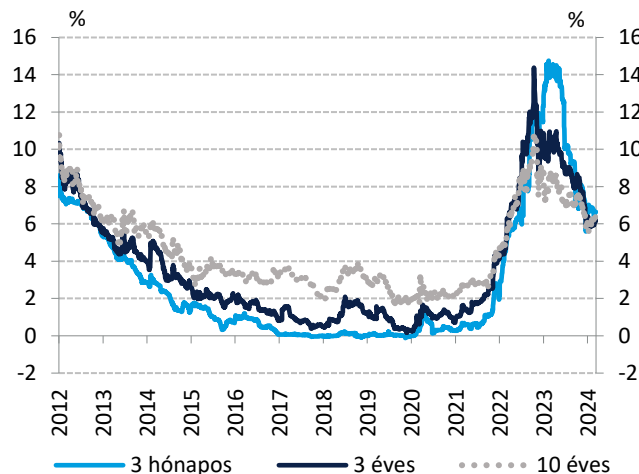
Forrás: Bloomberg

4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



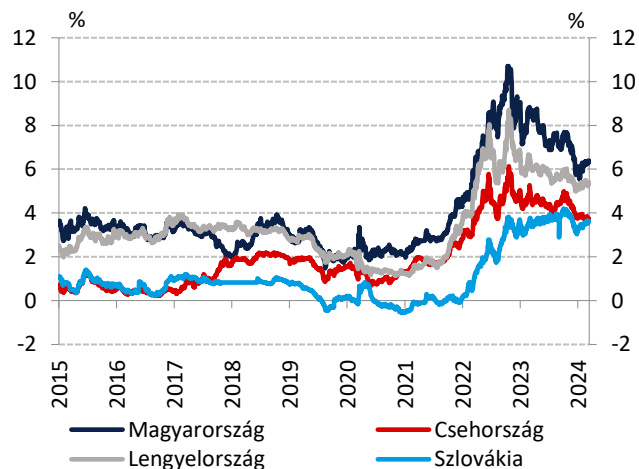
Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja. Forrás: MNB

4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

átlaghozamai emelkedtek, míg a közepes lejáratú kötvények átlaghozamai csökkentek. A háromhónapos DKJ aukción 10, míg a tízéves aukción 46 bázisponttal emelkedtek az átlaghozamok.

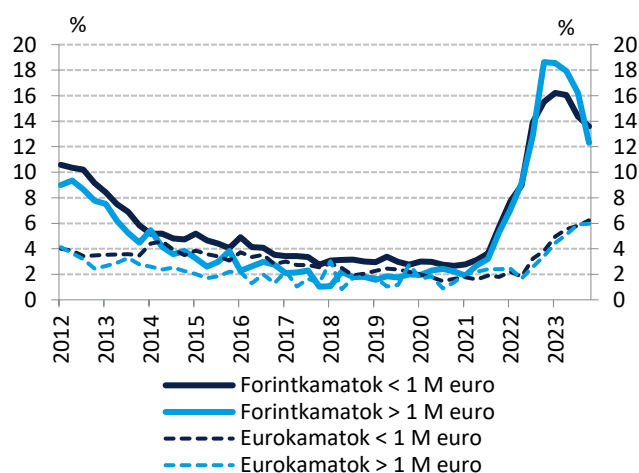
Az állampapír-piaci hozamgörbe rövid-, és hosszú szakaszán emelkedtek, míg a középső szakaszán enyhén csökkentek a hozamok, a változás mértéke a hosszú lejáratokon volt a legnagyobb mértékű az időszak során (4-4. ábra). Összességében az öt éves hozam 27 bázisponttal, míg a tízéves hozam 46 bázisponttal nőtt az elmúlt negyedévben. A bankközi hozamok közül a három hónapos BUBOR 217 bázisponttal 8,08 százalékra csökkent.

A régióban a hosszú referenciahozamok - a csehek kivételével - emelkedtek az elmúlt negyedév során (4-5. ábra). A tízéves lengyel hozam 36 és a tízéves szlovák hozam 44 bázisponttal nőtt, míg a cseh tízéves hozam 17 bázisponttal mérséklődött.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2023 negyedik negyedében egyetlen vállalatméret kategóriában sem változtak a vállalati hitelezési feltételek, míg az üzleti célú ingatlanhitelek feltételein a bankok nettó értelemben vett 19 százaléka szigorított. A negyedik negyedévben a bankok szűk köre, mintegy nettó 6 százaléka jelezte a kereslet csökkenését a vállalati hitelpiacon, ugyanakkor a következő fél évre előre tekintve a válaszadók 23 százaléka összességében újra élénkülő hitelkeresletet vár. A bankok hitelezési képessége továbbra is magas szinten alakul. A bankok összességében nem változtattak a lakáshitelek sztenderdjein, míg a fogyasztási hitelek feltételein a bankok 15 százaléka lazított, a következő fél évre előre tekintve azonban egyik termék esetében sem várható érdemi módosítás a hitelezési sztenderdekben. A bankok mind a lakáshitelek, mind a fogyasztási hitelek esetében a kereslet élénkülését jelezték a negyedik negyedévben, amelynek további erősödésére számítanak 2024 első félévében. A forrásköltségek csökkenésének, valamint részben szabályozói lépéseknek is köszönhetően az újonnan szerződött vállalati forintbitelek átlagos finanszírozási költsége, és az újonnan kötött, hosszú távra rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége is mérséklődött a vizsgált időszakban.

4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



Megjegyzés: Változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással rendelkező hitelek. 2015-től az 1 millió euro feletti money market hitelektől szűrt adatok alapján.

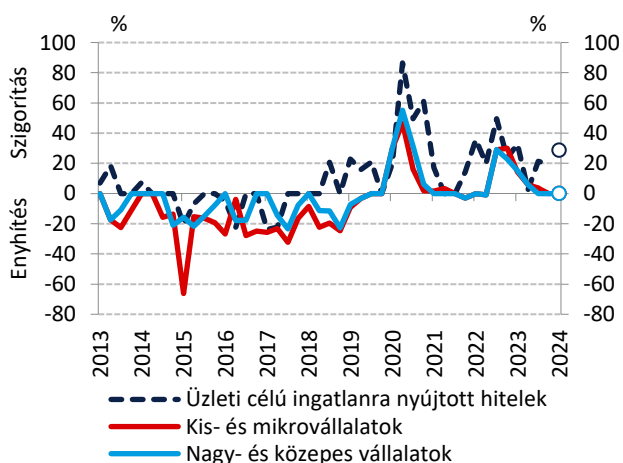
Forrás: MNB

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

2023 negyedik negyedében a forrásköltségek csökkenésével mérséklődtek a forint hitelkamatok. Az újonnan szerződött, éven belül változó kamatozású, jelentős részben piaci alapon kötött vállalati forint-hitel-szerződések átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 0,8, a nagyösszegű hitelek esetében 3,9 százalékponttal mérséklődött az előző negyedévhez képest, ezzel a megkötött forintbitelek átlagos kamatlába 12,4 százalék volt december végén (4-6. ábra). A kisösszegű euróhitelek kamatszintje 43, míg nagyösszegű euróhiteleké 6 bázisponttal növekedett a negyedik negyedév során, ezzel december végén az euróhitelek átlagos finanszírozási költsége 6,0 százalékon állt. A vállalati eurókamatok növekedése az eurozóna bankközi kamatainak emelkedésére vezethető vissza.

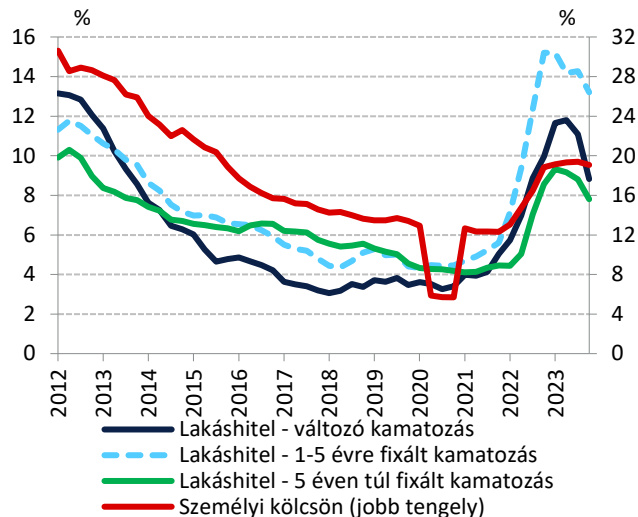
2023 negyedik negyedében a bankok összességében változatlanul hagyták a vállalati hitelfeltételeket, amelyen 2024 első félévében sem szándékoznak változtatni. A negyedik negyedévben a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok a kis- és mikrovállalatok, valamint a nagy- és közepes vállalatok esetében sem változtattak a sztenderdeken. Az üzleti célú ingatlanra nyújtott hitelek feltételeinél a bankok nettó értelemben vett 19 százaléka jelzett szigorítást. Az egyes tényezők közül a vállalati szektor ipárgspecifikus problémái és a bankok kockázattal szembeni toleranciájának változása hatott leginkább a szigorítás irányába. A bankok hitelezési képessége továbbra is magas szinten, a historikus csúcsa körül alakul. A bankok a következő fél évben nem terveznek jelentősen változtatni a vállalati hitelsztenderdekben egyik vállalatméret kategóriában sem, azonban az üzleti célú ingatlanhitelezésben a bankok nettó értelemben vett 29 százaléka további szigorítást helyezett kilátásba (4-7. ábra). A hitelkeresletet tekintve a bankok szűk köre, mintegy nettó

4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegegensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2024 első félévére. Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

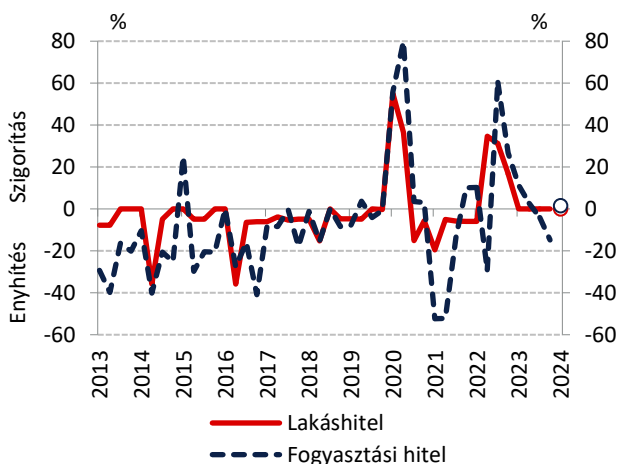
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga. Az 1-5 évre fixált hitelek esetében a friss adatpontok zömében államilag támogatott hiteleket takarnak, amely esetében az ábrán szereplő kamatláb az állam által fizetett támogatást is tartalmazza.

Forrás: MNB

4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2024 első félévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

6 százaléka tapasztalta a kereslet csökkenését a vállalati hitelek iránt a negyedik negyedévben és a következő fél évre előretekintve a válaszadók 23 százaléka összességében újra élénkülő hitelkeresletet vár a vállalati hitelek iránt.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A hosszú távra rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos kamatlába tovább csökkent a negyedév során. A 2023. negyedik negyedévében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 1–5 évre kamatfixált hitelek (jelentős részben a CSOK-hoz kötődő kamattámogatott hitelek) esetében az előző negyedévhez képest 1,1 százalékpontot csökkenve 13,2 százalékot tett ki, míg az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált hitelek esetében az átlagos hitelköltség a 2023. szeptemberi 8,8 százalékot követően 7,8 százalékot ért el 2023. decemberében (4-8. ábra). A mérséklődésben a bankok többsége által október 9-től vállalt önkéntes THM plafon alkalmazása is hozzájárulhatott. 2023. negyedik negyedévében a legalább 5 éves kamatperiódussal elérhető Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek volumene a negyedéves új lakáshitel-kibocsátás 39 százalékát adta, míg a legalább 10 évre fixált hitelek részesedése 78 százalékot ért el. A személyi kölcsönök átlagos simított THM-szintje 33 bázisponttal mérséklődve 19,1 százalékot ért el a vizsgált időszak végén.

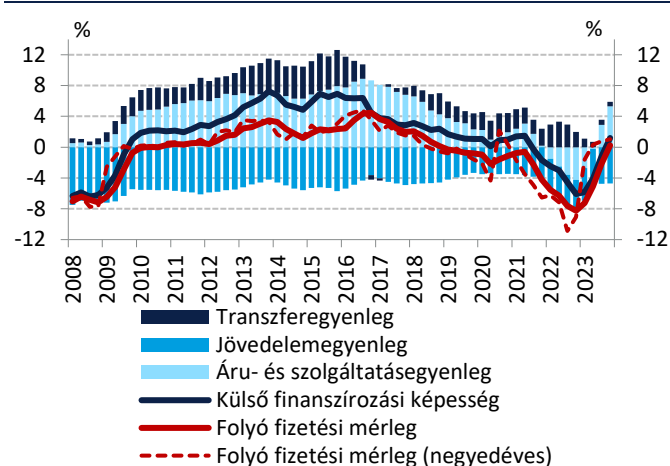
A lakáshitelek sztenderdjei összességben nem változtak, és előretekintve sem várható érdemi módosítás. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2023. negyedik negyedévében a bankok összességében nem változtattak a lakáshitelek sztenderdjein, míg a fogyasztási hitelek feltételein a bankok 15 százaléka lazított (4-9. ábra). 2024. első félévére előretekintve a válaszadó bankok sem a lakáshitelek, sem a fogyasztási célú hitelek esetében nem jeleztek érdemi módosítást a hitelezési feltételek várható alakulásában. A negyedik negyedév során a válaszadó intézmények mind a lakáscélú hitelek-, mind a fogyasztási hitelek iránt a kereslet élénkülését tapasztalták, amelynek további erősödésére számítanak 2024. első félévében.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

Az előzetes adatok szerint 2023-ban a folyó fizetési mérleg egyenlege – a 2022-es 8,2 százalékos hiányt követően – a GDP 0,2 százalékát kitevő többletbe fordult, és a reálgazdaság oldaláról számított finanszírozási képesség a GDP 1,2 százaléka körül alakult. A külső egyensúly javulása továbbra is a külkereskedelmi egyenleghez kötődik, ami mögött főként az energiaárak mérséklődése és a belföldi kereslet általános szűkülése áll. A finanszírozási oldalon év végén jelentős volt a nettó közvetlentőke-beáramlás, miközben az adósságjellegű források enyhén csökkentek. 2023 harmadik negyedévében az ország GDP-arányos külső adósságrátái nagyobb mértékben csökkentek: a bruttó külső adósság a GDP 64,4 százalékát, a nettó külső adósság pedig a GDP 11,9 százalékát tette ki.

5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában. Forrás: MNB

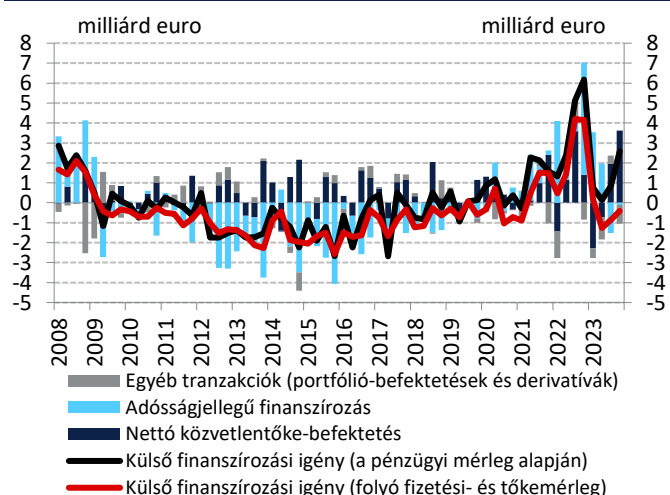
Az előzetes adatok szerint 2023-ban a folyó fizetési mérleg egyenlege és az ország finanszírozási képessége is pozitívba fordult (5-1. ábra). Az előzetes, havi adatok alapján 2023-ban az ország folyó fizetési mérlege többletbe fordult, mely döntően a külkereskedelmi egyenleg, ezen belül is az áru egyenleg javulásával magyarázható. Az egész évet tekintve az áru egyenleg növekedésében a mérséklődő energiaimport számla, illetve a szűkülő fogyasztás és beruházás miatt csökkenő import is közrejátszott. A külkereskedelmi egyenleg másik tényezője, a szolgáltatásegyenleg GDP-arányos többlete nagyjából szinten maradt. A mutatók javulását kismértékben fékezte, hogy a kamatkiadások és a külföldi vállalati profitok emelkedése növelte a jövedelemegyenleg hiányát. A transzferegyenleg többlete – a 2023 negyedik negyedévében beérkező EU-transzferek ellenére is – visszafogottan, a GDP 1 százaléka alatt alakult.

5.1.1. Finanszírozási folyamatok

2023 negyedik negyedévében folytatódott az FDI állomány dinamikus növekedése, miközben az adósságjellegű források enyhén kiáramlást mutattak (5-2. ábra). 2023 utolsó negyedévében a nettó közvetlentőke-befektetések ismét számottevően nőttek, mely döntően a külföldiek magyarországi befektetéseinek keletkező jövedelmek újrabefektetéséhez köthető. A negyedik negyedévben a tranzakciós adatok alapján enyhén tovább csökkent az adósság típusú források állománya: az államháztartás forrásbevonását több mint ellensúlyozta, hogy a bankok és a vállalatok érdemben mérsékeltek külföldi adósságukat.

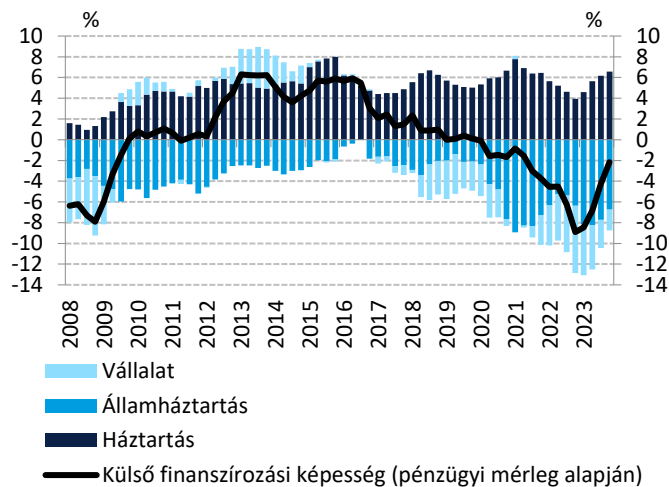
2023 negyedik negyedévében mindhárom belföldi szektor hozzájárult a külső finanszírozási igény csökkenéséhez (5-3. ábra). Az államháztartás finanszírozási igénye döntően a nominális GDP bővülésének és az állami energiakiadások – a világpiaci árakkal összhangban történő – csökkenésének

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



Megjegyzés: A pénzügyi mérleg finanszírozási képessége a folyó fizetési és tőkemérleg, illetve a fizetésimérleg-statisztika tévedések és kihagyások egyenlegének összege. Közgazdasági szempontból az adósságmutatók dinamikájának fundamentális alakulását nem befolyásolja a számla és tömbarany követelések közötti átváltás, ezért ezt a technikai hatást kiszűrtük az idősből. Forrás: MNB

5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



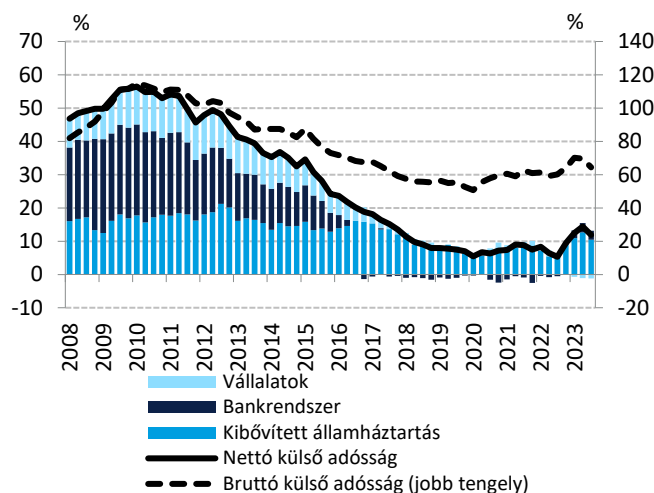
Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

következményeként mérséklődött. A magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása szintén javult, ami elsősorban a visszafogott fogyasztással és beruházással áll összefüggésben. A lakossági nettó megtakarítások tovább, a GDP 6,6 százalékára emelkedtek, visszatérve a 2021. év végén mért szint közelébe. Ezzel párhuzamosan a gazdaság finanszírozási igényét mérsékelte az is, hogy a vállalatok – a csökkenő belső kereslet eredményeként – visszafogták a beruházási aktivitásukat.

2023 szeptember végén a gazdaság nettó külső adóssága a GDP 11,9 százalékára csökkent (5-4. ábra). A mutató mérséklődéséhez az adósságjellegű forráskiáramlás mellett az ártértékelődés és a nominális GDP bővülése is hozzájárult. A nettó külső adósság mérséklődése döntően az államháztartás mutatójának csökkenéséhez kötődött, de a bankrendszer és a nem pénzügyi vállalatok adósságrátája is enyhén javult. Az ország bruttó külső adóssága a konszolidált államháztartáshoz kapcsolódóan érdemben csökkent, 2023. szeptember végén a GDP 64,4 százalékát tette ki.

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



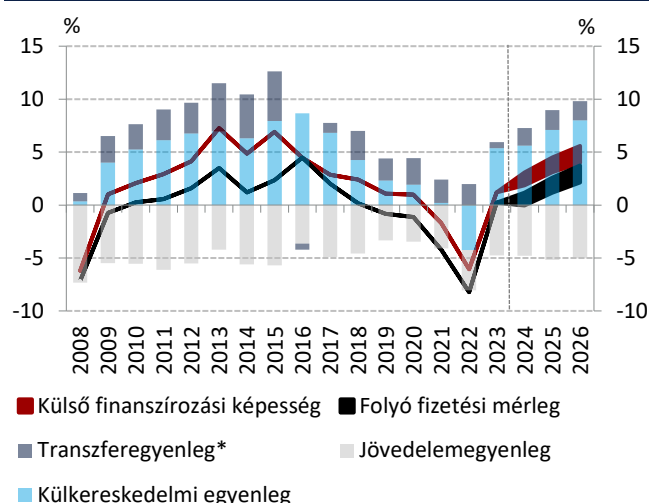
Megjegyzés: Közgazdasági szempontból az adósságműutatók dinamikájának fundamentális alakulását nem befolyásolja a számla és tömbarany követelések közötti átváltás, ezért ezt a technikai hatást, illetve a tulajdonosi hiteket kiszűrtük az idősből. A GDP százalékában.

Forrás: MNB

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg egyenlege – elsősorban a javuló külkereskedelmi egyenleg hatására – az előrejelzési horizonton tovább emelkedik. Ennek háttérében kezdetben az alacsony energiaárak által is támogatott cserearányjavulás, majd a következő években a kiépülő új exportkapacitások termelésbe állása, valamint a normalizálódó világgazdasági környezet hatására javuló exportdinamika áll. Ezen kedvező folyamatok hatását ugyanakkor részben ellensúlyozza a beruházás és a lakossági fogyasztás bővülésének importnövelő hatása. A szektorok finanszírozási folyamatai alapján a következő években a magánszektor nettó pozíciója tovább javul, miközben az államháztartási hiány is fokozatosan mérséklődik.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában. * A viszonzatlan folyó átutalások és a tőkemérleg egyenlegének összege.

Forrás: MNB

5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása

	2023	2024	2025	2026
Áruegyenleg	0,3	0,4	1,7	2,6
Energiaegyleg	-4,4	-3,4	-3,0	-2,7
Egyéb	4,7	3,8	4,7	5,3
Szolgáltatasegyleg	5,1	5,2	5,4	5,4
Külkereskedelmi egyenleg	5,4	5,6	7,1	8,0

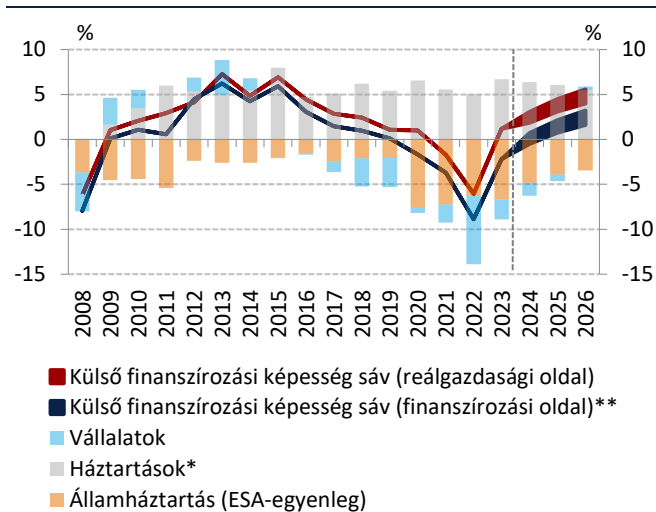
Forrás: KSH, MNB

A javuló külkereskedelmi egyenleg hatására az előrejelzési horizonton tovább emelkednek a külső egyensúlyi mutatók (5-5. ábra). 2023-ban a folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlege – több mint 8 százalékpontos javulást követően – enyhe többletet mutatott. Az alacsony energiaáraknak is köszönhetően javuló cserearány hatásait idén nagyrészt ellensúlyozza a fogyasztás és beruházások élénkülésével emelkedő import egyenlegrontó hatása. 2025-től ugyanakkor a kiépülő új exportkapacitások termelésbe állása, valamint a normalizálódó világgazdasági környezet lendületet ad a kivitelnek, ami az exportpiaci részesedés növekedésével gyorsítja a kivitel bővülését. A jövedelemegyleg hiánya a magasabb kamatok miatt emelkedő kamatkiadással összefüggésben enyhén növekedik. Összességében a folyó fizetési mérleg többlete tovább emelkedik, ami az EU-transzferek várható növekedésével együtt egyre jelentősebb mértékű finanszírozási képességet vetít előre.

Az energiaegyleg hiányának csökkenése idén még jelentős, majd 2025-től kisebb mértékben járul hozzá a külső egyensúly javulásához. A 2023-as átlaghoz képest 2024-ben várhatóan alacsonyabban alakulnak az energiaárak, ami a visszafogott energiakereslettel együtt várhatóan tovább mérsékli az energiaegyleg GDP-arányos hiányát. Az egyéb áruegyenleg többlete 2024-ben – a fogyasztás és beruházás növekedésével összhangban – átmenetileg csökken, majd az élénkülő külső kereslet és az új beruházások termelőbe fordulása miatt gyorsuló exportdinamika mellett hosszabb távon emelkedik. A szolgáltatasegyleg többlete az elkövetkező években fokozatosan enyhén tovább emelkedhet (5-1.táblázat).

A szektorok finanszírozási folyamatai alapján a következő években a magánszektor nettó pozíciója tovább javul, miközben az államháztartási hiány is fokozatosan mérséklődik (5-6. ábra). A költségvetési hiány csökkenése 2024-ben főként az alacsonyabb energiaárakkal, 2025-től a mérséklődő kamatkiadásokkal áll összefüggésben. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a fogyasztás és a lakossági beruházás újbóli élénkülésével az előrejelzési horizonton lassú csökkenésnek indul, de továbbra is meghaladja a GDP 5 százalékát. A vállalatok nettó pozíciójának javulásában az emelkedő profit és a kapott

5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában. *A háztartások nettó finanszírozási képessége, nem tartalmazza az átlépők nyugdíj-megtakarításait. A pénzügyi számlában szereplő érték eltér az ábrán jelzettől. **A NEO esetében azt feltételezzük, hogy fokozatosan visszatér a historikus szintjéhez.

Forrás: MNB

magasabb EU-transzferek mellett elsősorban az alacsonyabb energiaárak játszanak szerepet, amit a későbbi években a helyreálló külső környezet egyensúlyjavító hatása is támogat.

5.3. Költségvetési folyamatok

A pénzügyi számlák előzetes adatai alapján 2023-ban az államháztartás eredményszámlázatú hiánya 6,7 százalék volt a GDP arányában, ami meghaladta az 5,2 százalékos kormányzati célt. Előrejelzésünk szerint a költségvetés hiánya 2024-ben a GDP 4,5-5,0 százaléka között alakulhat. A makrogazdasági folyamatok alakulása és a költségvetési kontroll mértékének függvényében 2025-ben 3,5-4,5, míg 2026-ban 2,8-3,8 százalék között lehet a GDP-arányos deficit. A hiány mérséklődését 2024-ben érdemben segíti az energiaárak csökkenése, míg az áfabevételek 2023-hoz hasonlóan jelentősen elmaradhatnak a költségvetési törvény előirányzatához képest. Az elmúlt két évre jellemző magas inflációs környezet következtében jelentősen nőttek az állami kamatkiadások, melyek az idei évben is nagy terhet rónak a költségvetésre. Az előzetes adatok alapján a bruttó államadósság a GDP 73,4 százalékára csökkent 2023 végére. Az adósságráta 2024. évi folytatódó mérséklődéséhez és a hazai kockázati megítélés javulásához a kitűzött hiánycélok hiteles elérése is szükséges.

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

A pénzügyi számlák előzetes adatai alapján a költségvetési hiány 2023-ban 6,7 százalék volt a GDP arányában. Az előzetes adatok alapján az eredményszámlázatú hiány az 5,2 százalékra megemelt költségvetési hiánycélt 1,5 százalékponttal, míg a megelőző 2022. évi deficitet 0,5 százalékponttal haladta meg 2023-ban, ami elsősorban a magasabb infláció miatt elmaradó fogyasztási adóbevételekhez és növekvő kamatkiadásokhoz köthető. A 2024. évi költségvetési törvény a tárgyév 2,9 százalékos hiánnyal számol, ugyanakkor a kormányzati bejelentések szerint 2024-ben 4,5 százalékos, 2025-ben 3,7 százalékos, míg 2026-ban 2,9 százalékos lehet a deficit.

Előrejelzésünk szerint 2024-ben a makrogazdasági folyamatok alakulása és a költségvetési kontroll mértékének függvényében a GDP 4,5-5,0 százaléka lehet a költségvetési deficit (5-2. táblázat). 2024-ben várhatóan csökken a költségvetési hiány az előző évhez képest, amit elsősorban az energiaárak mérséklődése, a makrogazdasági környezet stabilizálódása és az állami beruházási kiadások csökkenése támogat. Az elmúlt két évre jellemző magas infláció következtében jelentősen emelkedtek az állami kamatkiadások, ami a következő években is nagy terhet ró a költségvetésre.

2025-ben 3,5-4,5 százalékos, 2026-ban 2,8-3,8 százalékos lehet az eredményszámlázatú hiány a GDP arányában. Elfogadott költségvetések hiányában a jelenlegi makrogazdasági és költségvetési bázis alapján a GDP-arányos deficit előrejelzésünk szerint a 3,5-4,5 százalékos sávban alakulhat 2025-ben, míg 2026-ban – a kormányzati céllal összhangban – 3 százalék közelébe mérséklődhet (5-7. ábra).

5.3.2. A 2023. évi egyenleg

Az államháztartás eredményszámlázatú hiánya a GDP 6,7 százaléka volt az előzetes pénzügyi számla adatok alapján. A 2023. évi költségvetési törvény 3,5 százalékos GDP-arányos hiánycéllal került elfogadásra 2022 júliusában, ami a

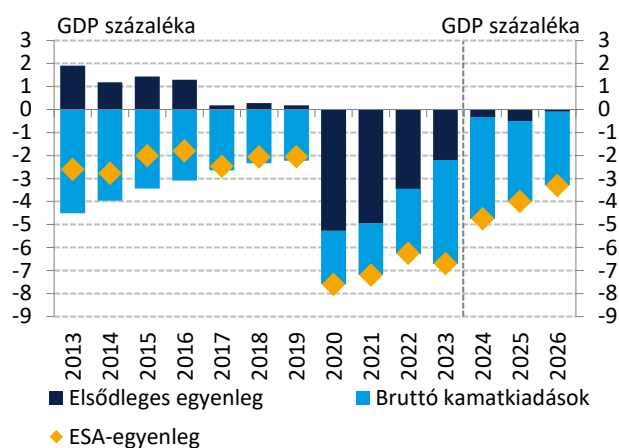
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2023	2024	2025	2026
ESA-egyenleg	-6,7	(-5,0) - (-4,5)	(-4,5) - (-3,5)	(-3,8) - (-2,8)
Elsődleges ESA-egyenleg	-2,2	-0,4	-0,5	-0,1
Bruttó kamatkiadások	4,5	4,4	3,5	3,2

Megjegyzés: Az elsődleges ESA-egyenleg (pontbecslés) idősor az egyenlegre vonatkozó előrejelzési sávok középpontjával konzisztens.

Forrás: MNB

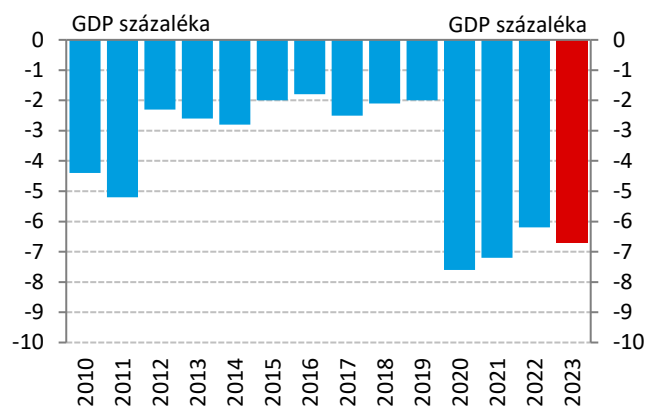
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása



Megjegyzés: Az ESA-egyenlegre és az elsődleges ESA-egyenlegre vonatkozó idősorok a 2023. évet követően pontbecslések, amelyek az egyenlegre vonatkozó előrejelzési sávok középpontjával konzisztensek.

Forrás: KSH, MNB

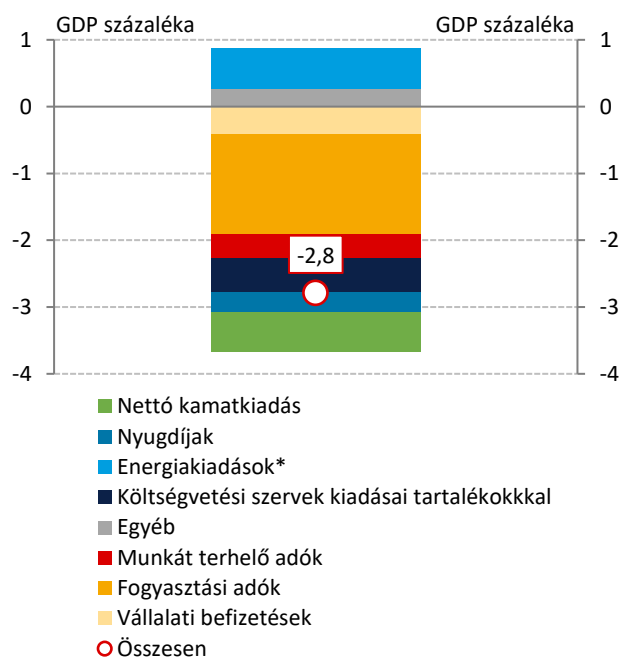
5-8. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege



Megjegyzés: A 2023. évi adat az államháztartás MNB által publikált előzetes pénzügyi számláiban szereplő nettó finanszírozási képességét mutatja.

Forrás: KSH, MNB

5-9. ábra: A költségvetés 2023. évi eredményszemléletű egyenlegének alakulása a törvényi előirányzathoz képest



Megjegyzés: *A Rezsivédelmi Alap lakossági rezsivédelemmel kapcsolatos és állami energiakiadásai.

Forrás: 2023. évi költségvetési törvény, MNB

2022. év végén, majd a 2023 márciusában elfogadott módosítással előbb 3,9 százalékra, ezt követően az októberi EDP-jelentés publikálásával egyidőben 5,2 százalékra emelkedett. Az MNB által publikált előzetes pénzügyi számla adatok alapján az államháztartás nettó finanszírozási igénye 6,7 százalék volt a GDP arányában 2023-ban, ami a 2022. évi adathoz képest 0,5 százalékponttal magasabb hiányt mutat (5-8. ábra). A módosított költségvetési törvénytől való eltérés elsősorban az áfából és jövedéki adóból, az energiaágazat befizetéseiből és a bányajáradékból származó bevételek elmaradásához, valamint a kamatkiadások jelentős emelkedéséhez köthető.

A magas költségvetési deficit fő oka, hogy az infláció következtében a költségvetésben várt több mint 16 százalékos nettó áfabevétel-emelkedés helyett a tényleges növekedés kevesebb, mint 2 százalék volt 2023-ban. Ennek következtében az áfabevételek a tavalyi évben több mint 1000 milliárd forinttal elmaradtak a tervezett összegtől. A magas inflációs környezet további kedvezőtlen költségvetési hatásaként a GDP-arányos állami kamatkiadások a 2022. évi 2,8 százalékról 2023-ban közel 1500 milliárd forinttal mintegy 4,5 százalékra emelkedtek (5-9. ábra).

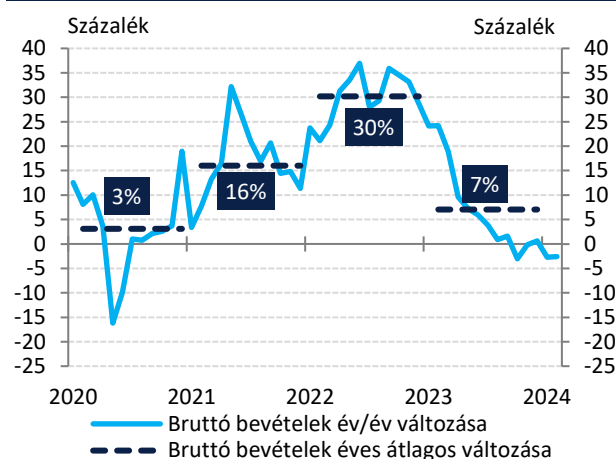
5.3.3. A 2024. évi egyenleg

2024-ben a költségvetési hiány prognózisunk szerint a GDP 4,5-5,0 százaléka lehet. A deficit 2023-hoz viszonyított mérséklődését elsősorban az európai energiaárak alacsonyabb szinteken történő stabilizálódása támogatja. A magas inflációs környezetben nagy mértékben megnőtt az inflációkövető lakossági állampapírok kamata, és jelentős állomány épült ki, melyek hozamát az eredményszemléletű kamatkiadások esetében az előző évi infláció határozza meg, ezért továbbra is jelentősen növelik a kamatkiadásokat. A kormányzati bejelentésekben szereplő 4,5 százalékos hiány elérése ezért csak kiegyensúlyozott elsődleges egyenleg mellett lehetséges, ami a kiadások szoros kontrollja által érhető el. Az infláció kompenzálása, valamint a reálbérek növelése érdekében az állami és közfeladatot ellátó intézmények alkalmazottainak széles körét érintő bérfejlesztésekről döntött a kormány, amelyek a GDP arányában összesen bruttó 1,3 százalékkal növelik a költségvetési szervek kiadásait, és így bővítik a családok rendelkezésre álló jövedelmét is.

5.3.4. A 2025-2026. évi egyenlegek

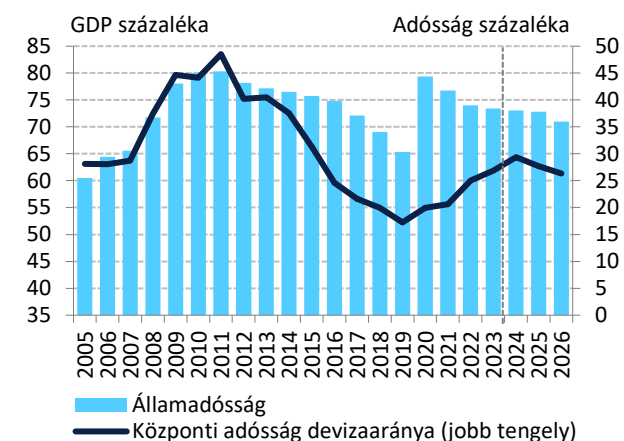
Előrejelzésünk szerint 2025-ben 3,5-4,5 százalékos, 2026-ban 2,8-3,8 százalékos lehet az eredményszemléletű hiány a GDP arányában. Költségvetési előirányzatok hiányában a jelenlegi makrogazdasági és költségvetési bázis

5-10. ábra: A bruttó áfabevételek változása az előző év azonos időszakához viszonyítva



Forrás: Magyar Államkincstár, MNB

5-11. ábra: Az államadósság várható alakulása



Megjegyzés: Az államadósságra és a központi adósság devizaarányára vonatkozó idősorok a 2023. évet követően pontbecslések, amelyek az egyenlegre vonatkozó előrejelzési sávok középpontjával konzisztensek.

Forrás: MNB, ÁKK

alapján 2025-re és 2026-ra technikai előrejelzést készítettünk, amely szerint a csökkenő hiánypálya továbbra is fenntartható. A 3 százalékos maastrichti küszöbérték alatti kormányzati cél a költségvetési folyamatok érdemi kontrollja és egyensúlya mellett érhető el a kitekintési horizont végén.

5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

Az adóbevételek alakulását jelentősen befolyásolja a makrogazdasági környezet. Az adóbevételek szempontjából kockázatot jelent a gazdasági növekedés és kiemelten a háztartások fogyasztásának jelenlegi várakozásoktól eltérő ütemű helyreállása. A fogyasztási kereslettel összhangban álló bruttó áfabevételek dinamikája 2024 első két hónapjában negatív tartományban volt (5-10. ábra). A kedvezőtlen folyamatok tartósabb fennállása negatív kockázatot jelent a költségvetés egyenlegére nézve, míg a fogyasztás helyreállása esetén javítja az egyenleget.

Az igazságügyi reform és a helyreállítási terv elfogadása mérsékelte az EU források beérkezését övező bizonytalanságot. Az Európai Bizottság elfogadta az igazságügyi reformmal kapcsolatos horizontális feljogosító feltételek, valamint két szektorális feljogosító feltétel teljesülését, így hazánk már összesen 12,2 milliárd euro értékben férhet hozzá a 2021-2027-es kohéziós keret részekhez. Ezt megelőzően az Európai Bizottságot követően az ECOFIN is jóváhagyta a magyar helyreállítási terv REPowerEU fejezetét, így Magyarország az elmúlt hónapokban összesen 920 millió eurónyi RRF-előleget kapott. A továbbra sem elérhető helyreállítási és kohéziós források (összesen közel 20 milliárd euro) döntő része a Bizottság által meghatározott 27 szupermértékkel teljesítéséhez kapcsolódik. A források megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását, míg a felhasználásának ütemezése az eredményeszméletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat befolyásolja.

5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján az államadósság-ráta 2023 végén 73,4 százalékra mérséklődött, ami 0,6 százalékpontos csökkenést jelent a 2022. év végi 74 százalékos szinthez képest. Az államadósság-ráta csökkenését elsősorban a magas GDP deflátor támogatta, míg a magas költségvetési hiány, az államadósságba besorolt Eximbank adósságnövekedése, valamint a reálgazdaság visszaesése ellensúlyozta azt. A központi államadósság devizaaránya a jelentős devizakötvény-kibocsátások következtében 2023 végére 26,9 százalékra emelkedett a tavaly év végi 25 százalékról.

Előrejelzésünk szerint az államadósság-ráta 2024-ben 73 százalék közelébe csökkenhet. Az adósságráta 2024. évi

folytatódó mérséklődéséhez és a hazai kockázati megítélés javulásához a kitűzött hiánycélok hiteles elérése is szükséges. 2025-ben szintén mérsékelt adósságcsökkenés következhet, majd 2026 végére 71 százalékra csökkenhet az adósságráta (5-11. ábra). Előrejelzésünk szerint a tervezett devizakibocsátások következtében idén 29 százalék fölé emelkedhet a központi adósság devizaaránya. A forint-euro árfolyam 10 forintnyi változása mintegy 0,6 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot.

6. Kiemelt témák

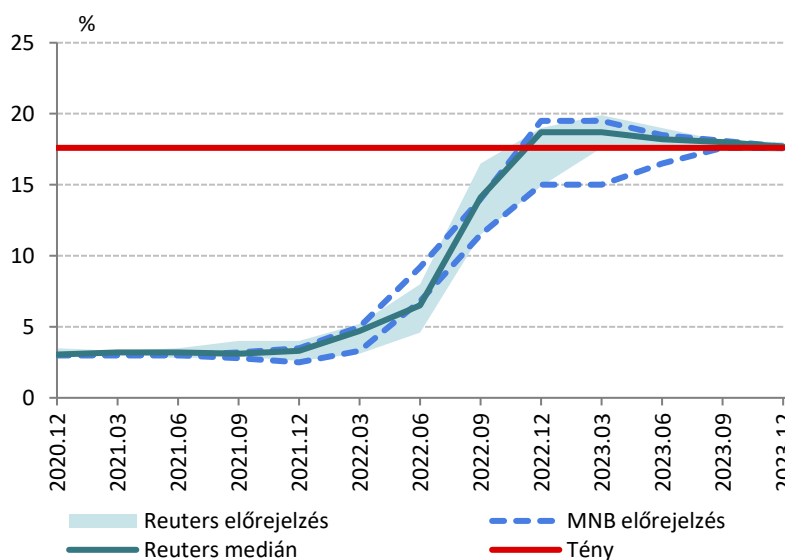
6.1. A 2023-as évre adott jegybanki előrejelzések értékelése

A fejezet célja, hogy bemutassuk, hogy az előző három évben a 2023-as fő makrogazdasági mutatók alakulására adott előrejelzéseink milyen pontossággal teljesültek. Emellett azt is megvizsgáljuk, hogy a jegybank előrejelzési teljesítménye hogyan viszonyul a piaci elemzőkéhez. A 2023-as évre a vizsgált változók esetén először 2020 decemberében készítettünk prognózist. Összességében elmondható, hogy a 2023-as tényleges infláció a tavalyi előrejelzéseinkkel összhangban, a gazdasági növekedés enyhén alacsonyabban, a versenyszféra létszám és a versenyszféra bérdinamika a tavalyi előrejelzéseinknél enyhén magasabban alakult.

6.1.1. Infláció

2023-ban az infláció 17,6 százalékon alakult éves átlagban. A COVID-járványt követő kilábalással párhuzamosan 2021-ben megjelenő keresleti és kínálati súrlódások érdemben nem befolyásolták a 2023-ra vonatkozó előrejelzéseket, azok a 2021 folyamán, majd a 2022 első negyedében adott előrejelzéseink alapján a jegybanki toleranciasávba estek. A 2023-as inflációval kapcsolatos várakozásainkban a 2022 februárjában kirobbant orosz-ukrán konfliktus hatásai hoztak jelentős változást. A konfliktushoz köthetően tovább erősödtek az ellátási láncok zavarai, illetve az energia-, élelmiszer- és nyersanyagárak, melyek a koronavírushoz kapcsolódó lezárások nyomán elhalasztott kereslet újraélnkülése miatt már korábban elkezdtek növekedni. Az inflációs prognózisok bizonytalanságát fokozták a nyersanyagárakat befolyásoló geopolitikai tényezők, amit az elemzői várakozások szélesedő sávja is jól mutat. 2022 folyamán a 2023-ra vonatkozó piaci és jegybanki előrejelzések fokozatosan és jelentős mértékben emelkedtek. A prognózis emelkedésében szerepet játszott az Európát sújtó aszály, a rezsicsökkentéssel kapcsolatos szabályok módosítása, az erős profitinfláció és az üzemanyag-ársapka 2022. decemberi eltörlése is. **A 2023 egészére adott előrejelzéseink sávközepe a tavalyi év folyamán már közelebb alakult a tényadathoz, mint a piaci elemzők várakozásainak mediánja** (6-1. ábra).

6-1. ábra: A 2023-as inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések

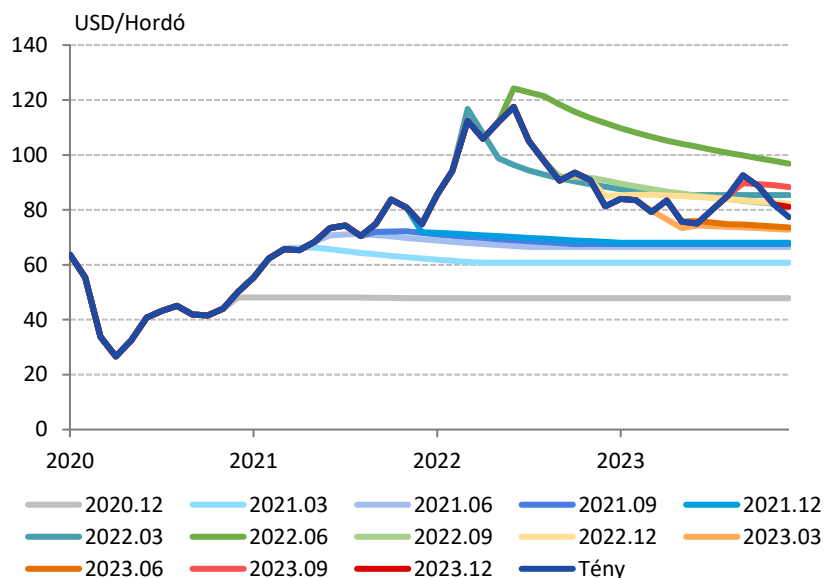


Megjegyzés: A világgazdaságban kialakult bizonytalan helyzet miatt 2021 szeptemberétől az MNB előrejelzési tartományt publikált a 2023-as inflációra.

Forrás: KSH, MNB, Reuters

A 2023-ra vonatkozó előrejelzésünk változása nagymértékben kapcsolódott az energiaárak alakulásához (6-2. ábra). A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó Brent olaj dollárban kifejezett világpiaci ára a 2020 eleji számottevő esést (2020 áprilisában 27 dollárra csökkent egy hordó ára) követően a globális piacokat jellemző túlkereslet miatt 2021-ben jelentős emelkedésnek indult, majd 2022 közepén hordónként 117,5 dolláros áron tetőzött. A globális konjunktúra gyengülése visszavetette az energiahordozók iránti keresletet, és hozzájárult az áruk fokozatos csökkenéséhez, ezzel erősítve a 2023 elején kezdődött dezinflációs folyamatokat.

6-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések

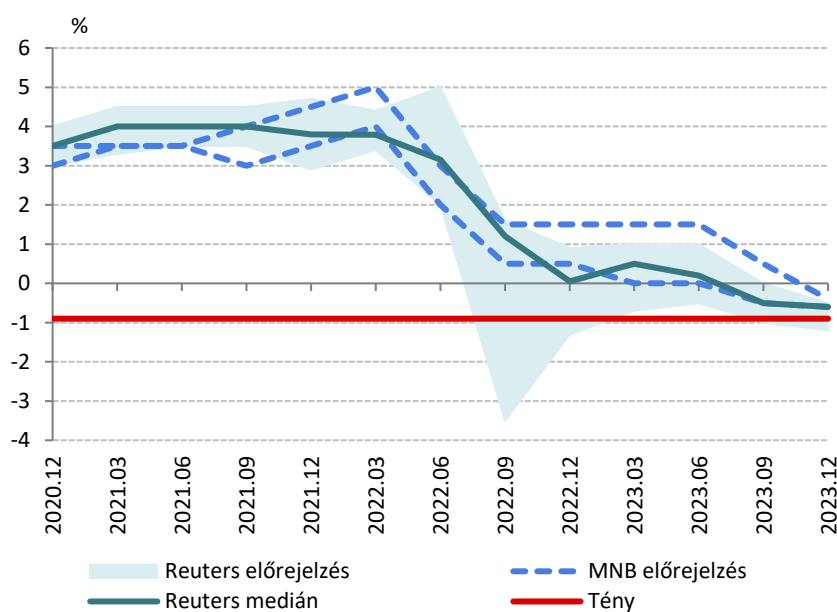


Forrás: Bloomberg

6.1.2. Gazdasági növekedés

2023-ban a hazai GDP 0,9 százalékkal csökkent éves bázison. 2022 második negyedétől fokozatosan mérsékeltek 2023-ra vonatkozó prognózisunkat. Az orosz-ukrán konfliktus és a nemzetközi termelési láncok akadozása negatívan hatott a globális conjunktúrára. A nyersanyag-, élelmiszer- és energiaárak miatt emelkedő infláció csökkentette a reáljövedelemeket és a háztartások fogyasztását. Az állami beruházások visszafogása, és a vállalati költségek emelkedésével párhuzamosan a vállalati és lakossági beruházások volumenének csökkenése is mérsékelte a hazai GDP-t. A belső kereslet csökkenését a nettó export pozitív hozzájárulása nem tudta ellentételezni. **2023 második félévében prognózisaink megközelítették a megvalósuló tényadatot.** Előrejelzésünk és a piaci elemzők mediánjának átlagos hibája a vizsgált időtávon számítva összességében megegyezett (6-3. ábra).

6-3. ábra: A 2023-as GDP növekedésre vonatkozó MNB-s és piaci előrejelzések

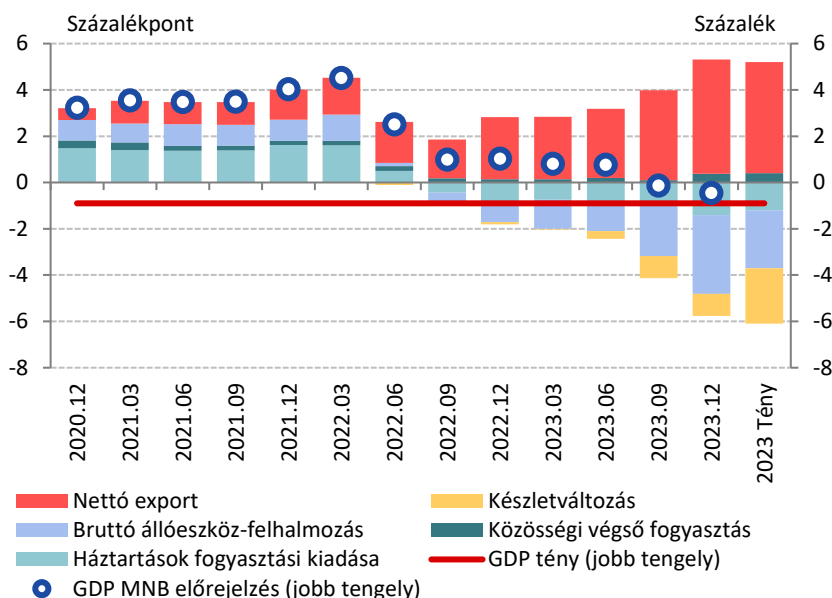


Megjegyzés: A világ gazdaságban kialakult bizonytalan helyzet miatt 2020. decembertől az MNB előrejelzési tartományt publikál a 2023-as GDP-re, kivéve a 2021. márciusi és júniusi Inflációs jelentést, ahol pontbecslést adtunk.

Forrás: KSH, MNB, Reuters

2023-ban a háztartások fogyasztási kiadása (-2,5 százalék) és a bruttó állóeszköz-felhalmozás (-8,7 százalék) csökkent, a közösségi végső fogyasztás (+1,6 százalék) emelkedett, és a nettó export (+4,8 százalék) hozzájárulása is pozitívan alakult. Prognózisunkban a romló külső konjunktúra ellenére a nettó exportnak a hazai növekedéshez való pozitív hozzájárulásával számoltunk, amit a belső kereslet visszaeső importigénye is magyarázott. A bruttó állóeszköz-felhalmozásra vonatkozó várakozásainkat fokozatosan lefelé módosítottuk, miután az állami beruházások visszafogása mellett az elégtelen kereslet következtében a vállalati és lakossági beruházási tevékenységek visszaesését is valószínűsítettük. A reálbérek 2023 augusztusáig tartó csökkenése és a fogyasztói bizalom lassú helyreállása miatt fokozatosan mérsékeljük a háztartások fogyasztására vonatkozó prognózisunkat. Előrejelzéseink összességében a tényleges dinamika felett alakultak (6-4. ábra).

6-4. ábra: A 2023-as GDP felhasználás oldali dekompozíciójára vonatkozó MNB-előrejelzések



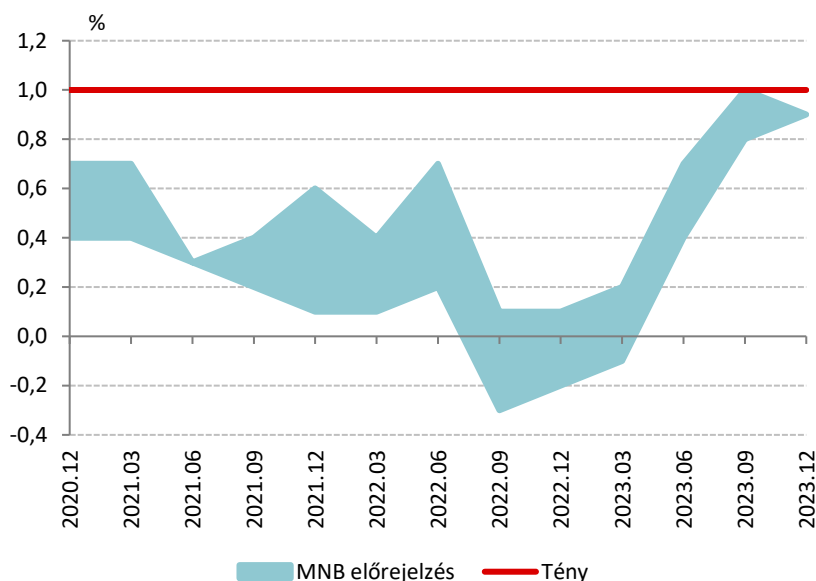
Megjegyzés: A világ gazdaságban kialakult bizonytalan helyzet miatt 2020. decembertől az MNB előrejelzési tartományt publikál a 2023-as GDP-re, kivéve a 2021. márciusi és júniusi Inflációs jelentést, ahol pontbecslés volt. A GDP-re vonatkozó értékek az előrejelzési pontbecslést, a részletek a növekedési hozzájárulást mutatják. A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transzfereket.

Forrás: KSH, MNB

6.1.3. Munkaerőpiac

2023-ban a versenyszférában foglalkoztatottak száma 1,0 százalékkal emelkedett. A 2021 folyamán adott prognózisaink visszafogottabb foglalkoztatottság bővülést feltételeztek. Arra számítottunk, hogy a járvány utáni visszarendeződést követően a demográfiai korlátok válnak effektívvé. Előrejelzésünket az orosz-ukrán konfliktus hatására lefelé korrigáltuk, a munkaerő-kereslet csökkenését prognosztizálva a nyersanyag- és energiaárak miatt növekvő vállalati költségekre, az emelkedő inflációra, az ellátási láncok akadozására, illetve a csökkenő beruházási aktivitásra való tekintettel. A gazdasági teljesítmény lassulására adott késleltetett munkaerőpiaci reakció és az igen ellenállónak bizonyuló munkaerőpiac hatására előrejelzésünket fokozatosan emeltük 2023 folyamán, így **a tavalyi év második felében adott prognózisaink már közel alakultak a tényleges dinamikához** (6-5. ábra).

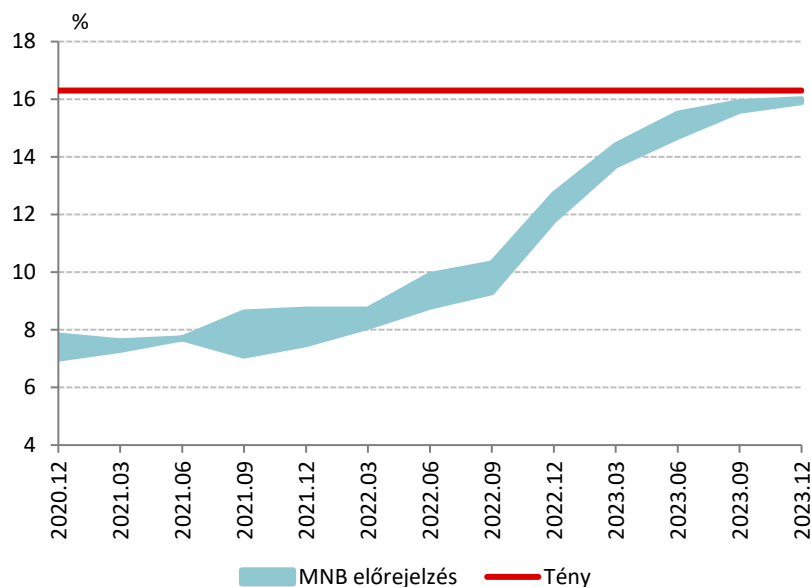
6-5. ábra: A versenyszféra 2023-as létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések



Megjegyzés: A világ gazdaságban kialakult bizonytalan helyzet miatt 2020. decembertől az MNB előrejelzési tartományt publikál a versenyszféra 2023-as létszámindexre, kivéve a 2021. júniusi Inflációs jelentést, ahol pontbecslés volt.
 Forrás: KSH, MNB

2023-ban a versenyszférában 16,3 százalékkal emelkedtek a bérek. A tavalyi évi bérdinamikára vonatkozó kezdeti előrejelzéseinket a munkaerőpiac járvány utáni gyors helyreállása és fokozatos feszesedése befolyásolta. Az átlagbérek növekedését a minimálbér és a garantált bérminimum év eleji jelentős, 16, illetve 14 százalékos emelése és a lakossági inflációs várakozások is erősítették. **Össességében a 2023. évi versenyszféra bérdinamikára vonatkozó tavaly készített előrejelzéseink a tényleges béremelkedés alatt, a második félévben annak közelében alakultak** (6-6. ábra).

6-6. ábra: A versenyszféra 2023-as bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések



Megjegyzés: A világ gazdaságban kialakult bizonytalan helyzet miatt 2020. decembertől az MNB előrejelzési tartományt publikál a versenyszféra 2023-as bérindexre, kivéve a 2021. júniusi Inflációs jelentést, ahol pontbecslés volt.
 Forrás: KSH, MNB

Ábrák és táblázatok jegyzéke

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	12
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	12
1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója	13
1-4. ábra: Az infláció alakulása az USA-ban, az eurozónában és Kínában	16
1-5. ábra: A feszességi mutató alakulása.....	16
1-6. ábra: A GPR geopolitikai kockázati index (bal panel) és a Freightos Baltic Index (jobb panel) alakulása	17
1-7. ábra: Az olaj- és gázárak, valamint a nominális FAO élelmiszer-árindex alakulása	18
1-8. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája.....	19
1-9. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése.....	19
1-10. ábra: A nettó keresettömeg, a rendelkezésre álló jövedelem és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása reálértéken	20
1-11. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában.....	20
1-12. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése	21
1-13. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	21
1-14. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	22
1-15. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása	23
1-16. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása	23
1-17. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében	24
1-18. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	24
2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	27
3-1. ábra: A GDP növekedése a világ meghatározó gazdaságaiban	31
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása	32
3-3. ábra: Nyersanyagárak alakulása	32
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	33
3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban	33
3-6. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban	34
3-7. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása	34
3-8. ábra: Az export alakulása Németországban	36
3-9. ábra: A német áruexport volumenének éves változása termékcsoportok szerinti bontásban	37
3-10. ábra: A német áruexport földrajzi megoszlása néhány kiemelt régió között.....	37
3-11. ábra: A GDP éves változása 2023. negyedik negyedévben az Európai Unió országaiban	39
3-12. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója	39
3-13. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója	40
3-14. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása.....	40
3-15. ábra: A teljes vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása	41
3-16. ábra: Lakáspiacei tranzakciók száma településtípusonként.....	41
3-17. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása	42
3-18. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása	42
3-19. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók	43
3-20. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása	43
3-21. ábra: A munkaerőpiaci aktivitás éves változásának felbontása	44
3-22. ábra: Üres álláshelyek alakulása a versenyszférában	45
3-23. ábra: A feszességi mutató alakulása.....	45
3-24. ábra: A foglalkoztatottak és a teljes munkaidő egyenértékes létszám éves változása	46

3-25. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban	47
3-26. ábra: A világgiazi élelmiszerárak alakulása	48
3-27. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása	48
3-28. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül	49
3-29. ábra: Az infláció dekompozíciója	49
3-30. ábra: Az inflációs alapmutatók	49
3-31. ábra: Az iparcikkek árváltozása	50
3-32. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása	50
3-33. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása	50
3-34. ábra: Inflációs várakozások a régióban	51
3-35. ábra: Az inflációs súlyok változásának inflációs hatása a múltban	51
3-36. ábra: Az inflációs súlyok változása 2024-ben és ennek hatása az idei inflációra	52
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	53
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	53
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya	54
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása	54
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	54
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába	55
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegegensben	55
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje	56
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegegensben	56
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei	57
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	57
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint	58
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása	58
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	59
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	60
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása	61
5-8. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege	62
5-9. ábra: A költségvetés 2023. évi eredményszemléletű egyenlegének alakulása a törvényi előirányzathoz képest	62
5-10. ábra: A bruttó áfabevételek változása az előző év azonos időszakához viszonyítva	63
5-11. ábra: Az államadósság várható alakulása	63
6-1. ábra: A 2023-as inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések	65
6-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések	66
6-3. ábra: A 2023-as GDP növekedésre vonatkozó MNB-s és piaci előrejelzések	66
6-4. ábra: A 2023-as GDP felhasználás oldali dekompozíciójára vonatkozó MNB-előrejelzések	67
6-5. ábra: A versenyszféra 2023-as létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések	68
6-6. ábra: A versenyszféra 2023-as bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések	68

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	13
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	14
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása	21
1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	25
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal	26
5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása	59
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók	61

Hunyadi Mátyás

(1443. február 23. – 1490. április 6.)

1458 és 1490 között uralkodott, mint magyar király, 1469-től cseh király, 1486-tól Ausztria hercege. A magyar hagyomány az egyik legnagyobb magyar királyként tartja számon, akinek emlékét sok népmese és monda őrzi. Nevezik Corvin Mátyásnak, igazságos Mátyás királynak, hivatalosan I. Mátyásnak, de a köznyelv egyszerűen csak Mátyás királyként emlegeti.

Apja Hunyadi János kormányzó, a középkori Magyar Királyság egyik legkiemelkedőbb hadvezére, aki győztesen vívta meg az 1456-os nándorfehérvári csatát. Mátyás anyja Szilágyi Erzsébet, testvére pedig Hunyadi László. Hunyadi János kisebbik fiát, a későbbi királyt hatéves koráig anyja és dajkája nevelte, majd tanítók felügyelete alá került. Hunyadi János nem lovagi műveltséget szánt a fiának: előbb Szánoki Gergely lengyel humanista, majd Vitéz János vezette be a gyermeket a tudás birodalmába. Mátyást humanista szellemben, sokoldalú, érdeklődő emberré nevelték, tanították egyház- és államjogra, művészetekre, latinra. A magyar mellett németül és csehül is beszélt.

V. László halála után nagybátyja, Szilágyi Mihály és a Hunyadi-párt fegyveres erejének nyomására 1458. január 24-én Mátyást királlyá választották. Már uralkodásának elején gondja támadt mind a főurakkal, mind pedig III. Frigyes német-római császárral. Mivel a király még kiskorú volt, az országgyűlés Szilágyi Mihályt nevezte ki mellé kormányzónak. Mátyás azonban nem tűrte a gyámkodást és háttérbe szorította nagybátyját, aki erre összeesküvést szőtt a király ellen. A törökkel vívott csatából hazatérő király a pártütőket elfogatta, nagybátyját pedig várfogságra ítélte, amit Szilágyinak Világos várában kellett letöltenie.

Mátyás trónra kerülésekor a kincstár éves bevétele nem sokkal haladhatta meg a 110-120 ezer forintot. Harminckét éves uralkodása alatt a király elérte, hogy az adóbevétel a korábbinak sokszorosára emelkedjen. Az ismert adókvetések átlagát alapul véve, illetve a cseh és osztrák tartományokból származó bevételek nélkül ez az összeg évi 628 ezer forint körül lehetett, a leggazdagabb években pedig elérhette a 900 ezer aranyforintot is. Ez még így is jóval szerényebb összeg volt, mint a kor nyugati nagyhatalmainak éves bevétele. Ahhoz, hogy a kincstár alacsony bevételeit emelhessék, reform jellegű, átfogó pénzügyi intézkedésekre volt szükség. Mátyás felismerte, hogy megoldást csak egy központosított, az egész országra kiterjedő pénzügyi rendszer jelenthet, a királyi jövedelmeknek egy kézbe, a kincstartóhoz kell befutnia. Mátyás reformjait az országgyűlés elfogadta, és rendeleteit 1467. március 25-én ki is hirdették.

A királyi udvarban zajló, az akkori Európa műveltségének legjavát képviselő kulturális életről képet kaphat az utókor a feltárt és részben helyreállított visegrádi palotában. Mátyás ránk maradt művelődéstörténeti hagyatékának legjelentősebb darabjai az egykori királyi könyvtár fennmaradt, gazdagon illusztrált kötetei, a corvinák.

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2024. március

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1013 BUDAPEST, KRISZTINA KÖRÚT 55.