



# INFLÁCIÓS JELENTÉS



2022  
SZEPTEMBER

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

*Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről*



# INFLÁCIÓS JELENTÉS

2022  
SZEPTEMBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1013 Budapest, Krisztina körút 55.

[www.mnb.hu](http://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 és versenyképességi 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 elemzésekért és versenyképességért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési és versenyképességi elemzések, a Pénzügyi rendszer elemzése, és a Nemzetközi monetáris politikai és gazdaságtudományi ismeretterjesztési igazgatóság munkatársai vettek részt. A publikációt Virág Barnabás, Monetáris politikáért és pénzügyi stabilitásért felelős alelnök hagyta jóvá.*

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

*A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2022. szeptember 22-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 .....	17
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk .....	21
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	25
3. Makrogazdasági helyzetértékelés .....	29
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok .....	29
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése .....	36
3.3. Munkaerőpiac .....	42
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója .....	44
3.5. Költségek és infláció .....	45
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók .....	54
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok .....	54
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói .....	56
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója .....	61
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás .....	61
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciónkra .....	63
5.3. Költségvetési folyamatok .....	65
6. Kiemelt témák .....	69
6.1. Változó világban változó kapcsolatok: a Phillips-görbe múltja és jelene .....	69
7. A 2022. és 2023. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása .....	75
Ábrák és táblázatok jegyzéke .....	76

## Keretes íráások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink .....	15
3-1. keretes írás: Külső konjunkturális kilátások alakulása .....	34
3-2. keretes írás: A 2022 első félévére koncentrálódó lakossági jövedelembővítő támogatások felhasználása .....	40
3-3. keretes írás: A rendkívüli aszálykár inflációs és reálgazdasági hatása .....	48
3-4. keretes írás: Kezdődő fordulat a nyersanyagpiacokon .....	50
3-5. keretes írás: A globális infláció alakulása .....	52
3-6. keretes írás: A 2022-ben jelentkező rendkívüli inflációs tényezők bázishatásának alakulása .....	53
4-1. keretes írás: A támogatott és a piaci hitelek alakulása a hazai hitelpiacon a koronavírus-járvány kitörése óta .....	58





# 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.*

**2022 második negyedében a gazdasági növekedés vegyesen alakult a nemzetközi szinten, miközben jelentősen felerősödtek a lefelé mutató kockázatok. Az elhúzódó orosz-ukrán háború és az európai energiaválság alapvetően meghatározza a kockázatok alakulását, tovább rontva a növekedési kilátásokat.**

2022 második negyedében a gazdasági növekedés üteme a világ meghatározó gazdaságaiban lassult. Az EU 4,2, az euroövezet 4,1, az USA 1,7, míg Kína mindössze 0,4 százalékos gazdasági növekedést regisztrált az előző év azonos időszakához képest. Az Európai Unió országainak többségében a GDP már meghaladta a koronavírus-válság előtti szintet, ugyanakkor hazánk legfontosabb kereskedelmi partnerénél, Németországban továbbra is elhúzódik a kilábalás. Az orosz-ukrán háború hatására, valamint az energiaellátási kockázatok felerősödése miatt jelentősen romlottak a globális és európai növekedési kilátások. Mindezekhez adódott, hogy a nyár folyamán az elmúlt évtizedek legsúlyosabb aszálya sújtott Európában és a világ több részén.

**Az infláció a legtöbb országban több évtizedes csúcsra került. Az árindexek átmenetileg tovább emelkedhetnek, ugyanakkor a globális folyamatok az árnyomás mérséklődését vetítik előre.**

Az idei év első felében több nyersanyag világpiaci ára historikus csúcsára emelkedett, majd az elmúlt időszakban mérséklődni kezdett, ugyanakkor továbbra is magas szinten tartózkodik. Az elmúlt hónapokban a legtöbb ország esetében több évtizedes csúcsra nőtt az infláció. Az Egyesült Államokban azonban júliusban és augusztusban éves alapon már lassult az áremelkedés mértéke. Az eurozónában 9,1 százalék volt az infláció augusztusban. A régiós országokban kétszámjegyű áremelkedést regisztráltak: Csehországban 17,2 százalékkal, Lengyelországban 16,1 százalékkal, míg hazánkban 15,6 százalékkal emelkedtek az árak augusztusban.

A szállítási költségek mérséklődése általánosan csökkentheti az árnyomást, mivel a nemzetközi kereskedelem részét képező termékek árindexének növekedését is fékezi. Emellett a nemzetközi termelési láncokat érintő nehézségek oldódása és a recessziós kockázatok erősödése miatt csökkenő nyersanyagárak mérséklik a vállalatokra nehezedő költségoldali nyomást. A globális gazdaság lassulása és a kereslet gyengülése a fenti tényezőkkel együtt a globális infláció csökkenésének irányába mutat a jövő évtől.

**Az elmúlt negyedévben a globálisan meghatározó jegybankok tovább szigorították a monetáris kondíciókat, miközben a régiós jegybankok már elkezdték a jóval korábban elindított kamatemelési ciklusuk lassítását, illetve leállítását.**

A Federal Reserve (Fed) döntéshozói szeptemberi kamatdöntő ülésükön újabb 75 bázisponttal 3,00–3,25 százalékra emelték az irányadó ráta célsávját. Emellett a Fed folytatta mérlegének szűkítését. A jegybank előrettekintő iránymutatása alapján az alapkamat további emelése szükséges a jegybanki célok eléréséhez. Az Európai Központi Bank júliusban 50 bázisponttal, majd szeptemberi kamatdöntő ülésén 75 bázisponttal emelte az irányadó rátákat. A jegybank 2022. júliusban lezárta az APP eszközvásárlási program keretében történő nettó vásárlásokat, illetve egy új, „anti-fragmentációs” eszközt (Transmission Protection Instrument, TPI) hozott létre a monetáris transzmisszió hatékonyságának védelme érdekében. A jegybank emellett arról is döntött, hogy a vészhelyzeti eszközvásárlási program (PEPP) újrabefektetéseinek rugalmas megközelítést fog alkalmazni.

A lengyel jegybank 2022. június óta lassuló ütemben, összesen 75 bázisponttal 6,75 százalékra emelte az alapkamatot. A lengyel döntéshozók jelezték, hogy az esetleges további lépéseket a beérkező adatok függvényében hajtják végre. A cseh jegybank a júniusi 125 bázispontos kamatemelést követően augusztusban leállította a kamatkondíciók szigorítását, 7,00 százalékon tartva az irányadó eszköz kamatát. Azonban a döntéshozók jelezték, hogy továbbra is készek interveniálni

a devizapiacra. A román jegybank júliusban 100 bázisponttal, majd augusztusban az előzetes várakozásoknál kisebb mértékben, 75 bázisponttal 5,50 százalékra emelte az alapkamatot. A Magyar Nemzeti Bank 2022. június vége óta összesen 400 bázisponttal 11,75 százalékra emelte az irányadó rátát.

**Az elmúlt negyedévben némileg javult a fejlett piaci befektetői hangulat. A recessziós félelmek erősödése az energiaárak csökkenését és a menedékeszközök árfolyamának emelkedését okozhatja.**

Az elmúlt negyedévben alapvetően a háborúval kapcsolatos hírek, a globálisan meghatározó jegybankok kamatemelési pályájára vonatkozó várakozások, a tartósan magas infláció okozta aggodalmak, az erősödő recessziós félelmek, valamint a koronavírus-járvány fejleményei mozgatták az eszközárakat. A Fed és az EKB kamatemeléseivel párhuzamosan tovább emelkedtek a fejlett piaci kamatpályákkal kapcsolatos piaci várakozások.

A nyersanyag- és energiaárak továbbra is magas szinten alakulnak, ugyanakkor a recessziós félelmek erősödése az energiaárak csökkenését és a menedékeszközök árfolyamának emelkedését okozhatja. A tőzsdei gázárakban szeptember közepétől korrekció volt megfigyelhető. A dollár tovább erősödött a feltörekvő devizákkal, köztük a szűken vett kelet-közép-európai régió devizáival szemben, miközben a fontosabb fejlett devizákkal szemben is 4-5 százalék körüli mértékben értékelődött fel. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok emelkedtek, ezzel az amerikai tízéves állampapír hozama is nőtt.

**A hazai bankközi és állampapírpiazi hozamok emelkedtek, miközben a forint árfolyama volatilisen alakult az euróval szemben.**

Az elmúlt negyedévben az állampapírpiazi hozamgörbe összességében felfelé tolódott, a legnagyobb mértékű emelkedés a görbe rövid és középső szakaszán volt megfigyelhető. A bankközi kamatok, valamint a devizaswap-hozamok az alapkamat emelkedésével párhuzamosan nőttek. A forint árfolyama az időszak során főleg nemzetközi tényezők hatására nagy volatilitást mutatott.

**Az infláció várhatóan az idei évben még emelkedik, majd a következő év első felében egyre markánsabban jelentkezik a globális nyersanyagárak és a hazai fogyasztás csökkenésének árleszorító hatása. A hazai infláció csökkenése 2023 második felében felgyorsul és a fogyasztóiár-index várhatóan 2024 első felében tér vissza a jegybanki toleranciasávba.**

Az idei év első felében a magas energia-, nyersanyag- és élelmiszerárak emelték a hazai inflációt, ugyanakkor a termelői árak emelkedése közel teljes mértékben begyűrűzött a kiskereskedelmi árakba. A külső költségtényezők hatását az üzemanyagár-stop, valamint a háztartási energiaárak hatósági szabályozása mérsékelte. A lakossági energiaárak emelése 2022 szeptemberétől egy éven keresztül 2,5-3,0 százalékponttal emeli az inflációt. Szintén a rövid távú inflációt növeli a történelmi léptékben is jelentős kiterjedésű aszály, aminek a becsült inflációs hatása az aszálykár mértékétől függően közel 1 százalékpont lehet. A költségoldali árnyomás továbbra is magas, azonban az egyes alapvető élelmiszereket és az üzemanyagokat érintő árstopok december 31-ig történő meghosszabbítása, a tavaly év végi magas bázisok, valamint a csökkenő fogyasztási kereslet az alacsonyabb infláció irányába mutatnak. A hazai infláció az őszi hónapokban tovább emelkedik, így összességében az idei évben átlagosan 13,5-14,5 százalék között alakulhat.

A következő év első felében egyre markánsabban jelentkezik a globális nyersanyagárak csökkenésének és a hazai fogyasztás mérséklődésének dezinflációs hatása. A szigorú monetáris kondíciók elősegítik a másodkörös inflációs hatások elkerülését és az inflációs várakozások horgonyzását. A hazai infláció 2023 első felében lassan, majd az év közepétől jelentősebben csökken. A fogyasztóiár-index 2024 első felében tér vissza a jegybanki toleranciasávba. A fogyasztóiár-index 2023-ban a 11,5–14,0 százalékos tartományban, 2024-től pedig 2,5–4,0 százalék között alakulhat.

**Rövid távon nőttek a lefelé mutató növekedési kockázatok, amelyek a jövő évben is fennmaradhatnak. Előretekintve a belső kereslet visszaesésének hatására lassul a gazdaság, amihez a külső kereset mérséklődése és a vállalati költségek emelkedése egyaránt hozzájárul.**

A magyar gazdaság 2022 második negyedévében élénk ütemben bővült, a bruttó hazai termék 6,5 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ugyanakkor a magas frekvenciájú adatok az év második felében a GDP lassulását vetítik előre. A jövő évi növekedést külső és belső tényezők is lassítják. Az orosz-ukrán háború továbbra is bizonytalanságot eredményez, az emelkedő nyersanyagárak növelték a vállalatok működési költségeit, ami a termelés csökkenéséhez vezethet. Az elmúlt hónapokban mérséklődtek a nemzetközi termelési láncokat érintő nehézségek, ugyanakkor a magas

energiaárak és a geopolitikai feszültségek következtében ismét súrlódások keletkezhetnek. A romló globális konjunktúra miatt a külső kereslet a korábbi várakozásoknál alacsonyabban alakulhat, ami a hazai kivitelre is negatív hatást gyakorol. A külpiaci folyamatok mellett várhatóan belső tényezők is visszafoghatják a 2023-as gazdasági növekedést. A reáljövedelmek mérséklődése, az állami beruházások visszafogása és az emelkedő vállalati költségek negatívan befolyásolják a gazdasági aktivitást.

A hazai GDP időbeli lefutását és szerkezetét 2022-ben erős kettősség jellemzi. Az idei évben a belső keresleti tételek – elsősorban a lakossági fogyasztás – járulnak hozzá a növekedéshez, míg a nettó export visszafogja a bővülést. 2023-ban a háztartások fogyasztása csökkenhet és a beruházások is mérséklődhetnek. A nettó export ugyanakkor a külső piacok és az ellátási láncok lassú helyreállításával párhuzamosan a jövő év végétől ismét pozitívan járulhat hozzá a GDP-növekedéshez. Az emelkedő költségek előretekintve mérséklik a vállalati szektor beruházási aktivitását, továbbá az állami fejlesztések átütemezése is negatívan hat a beruházási aktivitásra. A beruházási ráta ugyanakkor – a magas árdinamika következtében – 28 százalék közelében stabilizálódik az előrejelzési horizonton. A hazai GDP 2022-ben 3,0–4,0 százalékkal, 2023-ban 0,5–1,5 százalékkal, míg 2024-ben 3,5–4,5 százalékkal bővülhet.

**A nominális kamatok jelentős emelkedésének hatására előretekintve várhatóan mind a vállalati, mind a lakossági szegmensben lassul a hiteldinamika.**

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállománya 524 milliárd forinttal nőtt 2022 második negyedévében, így a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 15,9 százalékot ért el júniusban. A kkv-szegmens hitelállományában ugyanezen időszak alatt 13,5 százalékos éves növekedés volt megfigyelhető. A negyedév során a piaci alapon kibocsátott új vállalati hitelek aránya 60 százalékra csökkent, majd a Széchenyi Kártya Program (SZKP) Go! lezárultával párhuzamosan júliusban 80 százalékra emelkedett vissza. A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2023 év közepéig 6 százalékra lassulhat, és csak 2024 második felétől térhet vissza a 8 százalék fölötti szintre.

2022 második negyedévében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 299 milliárd forinttal bővült, így az éves növekedés 9,9 százalék volt június végén. A 2022 második negyedévben szerződött lakáshitelek volumene 17 százalékkal bővült éves alapon. A robusztus kibocsátáshoz az NHP Zöld Otthon Program és az előrehozott kereslet is nagymértékben hozzájárult. A kamattámogatott hiteltermékek szerepe az emelkedő kamatkörnyezetben még fontosabbá válhat. 2022 júliusában a lakáshitelszerződések volumene 31 százalékkal maradt el az előző év azonos időszaki értéktől. A második negyedévben 120 milliárd forint értékben kötöttek babaváró hitelszerződéseket, ami 21 százalékos csökkenést jelent. A háztartási hiteldinamika 2023 év közepére 5 százalékra lassulhat, 2024 második felétől azonban visszatérhet a 10 százalék környéki szintre.

**Későbbre tolódik a folyó fizetési mérleg hiányának csökkenése.**

A folyó fizetési mérleg 2022-es romlásának hátterében az egyre nagyobb hiányba forduló külkereskedelmi egyenleg áll, ami a megugró energiaárak miatt romló energiaegyenlegre vezethető vissza. Előretekintve a beruházási és fogyasztási dinamika lassulása fékezi az import bővülését, amit jövőre még nagyrészt ellensúlyoz az energiaárak importnövelő hatása. 2024-re a világgazdasági környezet normalizálódásával és az elmúlt években kiépült jelentős új exportkapacitások termőre fordulásával a külső egyensúlyi pozíció érdemben javulhat.

A kormány által bejelentett intézkedések és azok végrehajtása várhatóan biztosítja a Pénzügyminisztérium által jelzett idei költségvetési cél elérését. A Kormány a korábbi 4,9 százalékról 6,1 százalékra emelte a 2022. évi költségvetési hiánycélt, míg 2023-ban 3,5 százalékos, 2024-ben pedig 2,5 százalékos hiánycéllal számol a költségvetés. A 2022. évi hiánycél emelését a különleges földgázkészletek felhalmozása indokolja, amely az eredményszemléletű hiányt növeli, de állampapírpiazi finanszírozási igényt nem keletkeztet. A költségvetési céloknak megfelelő egyenleg elérését támogatják az eddigi magas adóbevételek, a 2023. évi költségvetési törvény készítésével párhuzamosan bejelentett kiadáscsökkentő és bevételnövelő intézkedések, valamint a szabályozott energiaárakkal kapcsolatos módosítások. A magas energiaárak az új szabályok alkalmazása mellett is jelentős költségvetési többletkiadással járnak, ami a következő években is kockázatot jelent a hiánycélok teljesülésére. Az államadósság-ráta az előző év végi 76,8 százalékról a nominális GDP növekedésének köszönhetően 2022 végére GDP-arányosan 76 százalék közelébe csökken, majd az előrejelzési horizont végére 72 százalék közelébe süllyed.

**A növekedési kilátásokat lefelé mutató kockázatok övezik, míg az inflációs kockázatok kiegyensúlyozottá váltak.**

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül négy alternatív forgatókönyvet emelt ki. A lassuló globális konjunktúrával számoló kockázati forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb növekedési és inflációs pályát feltételez. A tartósan magasabb energia- és nyersanyagárakkal számoló forgatókönyv szerint az alappályánál magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pálya valósul meg. Az alacsonyabb energia- és nyersanyagárakat feltételező alternatív pálya alacsonyabb inflációs és magasabb növekedési pályával áll összhangban. A másodkörös inflációs hatások erősödését bemutató forgatókönyv az alappályához képest magasabb inflációs pályával számol. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scénárióként a feltörekvő piacokról történő tőke kivonást, illetve a versenyképességi reformok gyorsabb megvalósulását feltételező pályákat tárgyalta.

## AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2021	2022	2023	2024
	Tény		Előrejelzés	
<b>Infláció (éves átlag)<sup>1</sup></b>				
Maginfláció	3,9	15,0 -15,5	10,6 -12,9	2,6 -3,5
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	3,9	15,0 -15,5	10,6 -12,9	2,6 -3,5
Infláció	5,1	13,5 - 14,5	11,5 - 14,0	2,5 - 4,0
<b>Gazdasági növekedés</b>				
Háztartások fogyasztási kiadása	4,6	6,0 - 6,1	(-1,3) – (-0,5)	2,2 - 3,2
Közösségi végső fogyasztás <sup>6</sup>	3,6	2,3 - 2,7	0,2 - 1,3	0,5 - 1,6
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	5,9	3,0 - 3,6	(-2,8) – (-0,2)	2,6 - 5,6
Belföldi felhasználás	5,5	4,0 - 4,2	(-1,1) – (-0,2)	2,0 - 3,2
Export	10,3	4,7 - 5,3	2,7 - 4,5	5,6 - 7,4
Import	9,2	5,4 - 6,0	0,7 - 2,5	3,8 - 5,8
GDP	7,1	3,0 - 4,0	0,5 - 1,5	3,5 - 4,5
Munkatermelékenység <sup>5</sup>	5,0	1,7 - 1,9	0,5 - 1,5	2,5 - 3,9
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-4,2	(-8,7) - (-7,7)	(-7,0) - (-5,8)	(-3,7) - (-2,3)
Külső finanszírozási képesség	-1,7	(-7,0) - (-6,0)	(-4,7) - (-3,5)	(-2,0) - (-0,6)
<b>Államháztartás</b>				
ESA-egyenleg	-6,8	-6,1	-3,5	-2,5
<b>Munkaerőpiac</b>				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	8,7	16,6 - 16,9	7,5 - 8,6	7,1 - 8,3
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	0,7	1,2 - 1,3	-0,3 - 0,3	0,5 - 1,2
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	7,8	14,1 - 14,5	9,3 - 10,3	7,4 - 8,5
Versenyszféra foglalkoztatottság	0,5	1,8 - 1,9	-0,3 - 0,1	0,7 - 1,3
Munkanélküliségi ráta	4,1	3,5	3,5 - 3,7	3,0 - 3,6
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	1,2	8,7 - 9,3	1,1 - 2,6	4,8 - 6,5
Lakossági reáljövedelem <sup>4</sup>	3,6	3,6 - 3,8	(-3,7) – (-2,7)	2,5 - 3,7

<sup>1</sup> Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.

<sup>2</sup> Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.

<sup>3</sup> Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

<sup>4</sup> MNB-becslés.

<sup>5</sup> Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

<sup>6</sup> Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

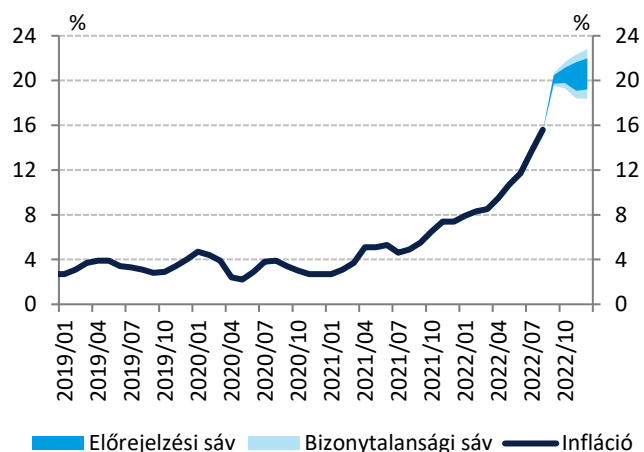
## 1.1. Inflációs előrejelzésünk

A fogyasztói árak növekedési üteme éves összevetésben 15,6 százalékra emelkedett augusztusban. A magas áremelkedést nagymértékben az élelmiszerek jelentős drágulása magyarázza, de a vállalatok a korábbi évek átlagánál számottevően nagyobb mértékű átárzása általánosan is megfigyelhető. Az energia-, nyersanyag- és élelmiszerárak emelkedése költségoldalról emelte a hazai inflációt, azonban a termelői árakban tapasztalt áremelkedés begyűrűzése a fogyasztói árakba már közel teljes. A lakossági energiaárak emelése 2022 szeptemberétől egy éven keresztül 2,5-3,0 százalékponttal emeli az inflációt. Szintén növeli a rövid távú inflációs prognózisunkat a történelmi léptékben is jelentős kiterjedésű aszály, aminek a becsült inflációs hatása az aszálykár mértékétől függően közel 1 százalékpont lehet. Ugyanakkor alacsonyabb infláció irányába mutat az egyes alapvető élelmiszereket és az üzemanyagokat érintő árstopok december 31-ig történő meghosszabbítása, a tavalyi év végi magas bázisok, valamint a csökkenő fogyasztási kereslet. Az infláció várhatóan az idei évben még emelkedik, növekvő trendje előrejelzésünk szerint rövid távon a korábban megfigyeltnél lassabb ütemben folytatódik, majd 2023 első felében egyre markánsabban jelentkezik a globális nyersanyagárak és a hazai fogyasztás csökkenésének árleszorító hatása. A fogyasztóiár-index 2022-ben 13,5–14,5 százalék között alakulhat. A külső konjunktúrához hasonlóan Magyarországon is a gazdasági növekedés lassulására számítunk, emellett az elmúlt negyedévekben végrehajtott jegybanki lépések és a magas bázisok szintén mérséklék az árak növekedését. A magyar fogyasztóiár-index csökkenése 2023 második felében felgyorsul, és 2024 első felében tér vissza a jegybanki toleranciasávba. Előrejelzésünk szerint a fogyasztóiár-index 2023-ban 11,5–14,0 százalék, 2024-ben pedig 2,5–4,0 százalék között alakul.

**A fogyasztói árak növekedési üteme éves összehasonlításban 15,6 százalékra emelkedett augusztusban.** Az elmúlt időszakban megfigyelt magas áremelkedést nagymértékben az élelmiszerek jelentős drágulása magyarázta, az idei év első felében a vállalatok az energia- és nyersanyagárak növekedése miatt a korábbi évek átlagánál számottevően nagyobb mértékben árazták át termékeiket és szolgáltatásaikat, ami a hazai infláció emelkedéséhez vezetett.

**Rövid távon a magas energia-, nyersanyag és terményárak költségoldalról továbbra is emelik a hazai inflációt, amit a rendkívüli aszály hatása tovább erősít, középtávon azonban a világgpiaci nyersanyagárak fordulata dezinflációs hatással jár** (részletesebben lásd 3-4. keretes írás). Az energiaárak (gáz és áram), illetve a világgpiaci olajárak emelkedése a vállalati költségek növekedésén keresztül elsősorban az élelmiszerek és az iparcikkek fogyasztói áraiban jelent meg. Globálisan azonban egyre több ország számol be az inflációs ráták mérséklődéséről (részletesebben lásd 3-5. keretes írás). A termelői árakban tapasztalt áremelkedés begyűrűzése a fogyasztói árakba már közel teljes. Ezen tényezők együttes hatása arra mutat, hogy az infláció várhatóan az idei évben még emelkedik, növekvő trendje előrejelzésünk szerint rövid távon a korábban megfigyeltnél lassabb ütemben folytatódik, majd 2023 első felében egyre markánsabban jelentkezik a globális nyersanyagárak és a hazai fogyasztás csökkenésének árleszorító hatása.

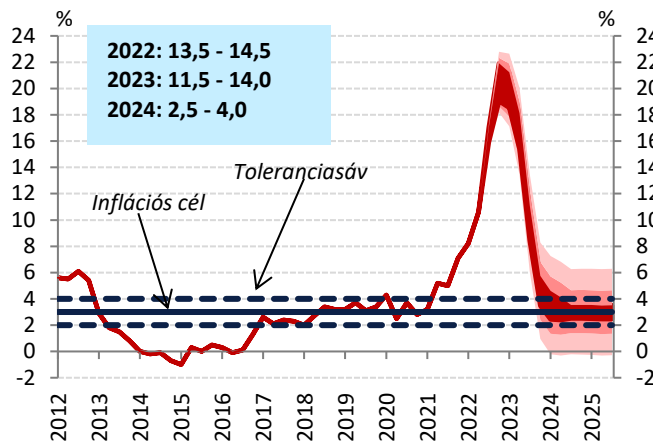
1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



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

Forrás: KSH, MNB

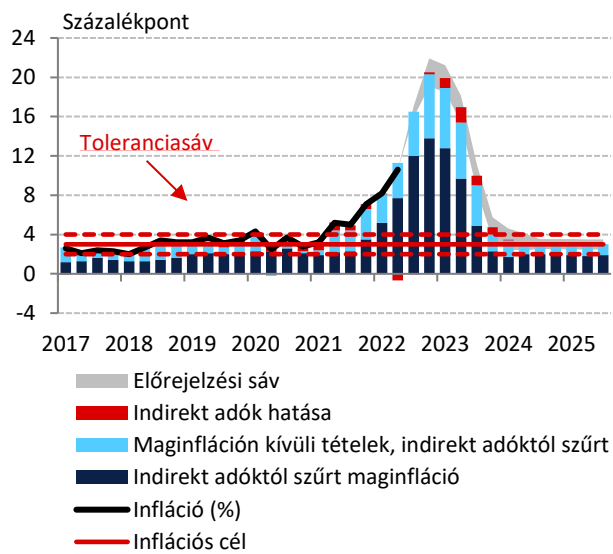
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója



Megjegyzés: A dekompozíció az előrejelzésünk sávközepe alapján készült.

Forrás: KSH, MNB

Késlelteti a dezinfláció megindulását az Európa egészét sújtó rendkívüli aszály, ami az élelmiszerárakban ősztől újabb áremelkedési hullámot hozhat. Becslésünk szerint ennek inflációs hatása – az aszálykár mértékétől függően – közel 1 százalékpont lehet.

Az infláció alakulását alapvetően befolyásolja az árkorlátozó intézkedések meghosszabbítása és a hatósági rezsiárak módosítása. A kormány szeptember 17-én bejelentette az alapvető élelmiszereken alkalmazott élelmiszerárstop és üzemanyagárakra bevezetett árplafon meghosszabbítását december végéig. Január 1-jét követően nem rendelkezünk további információval ezen intézkedések alakulásával kapcsolatban, ezért azzal a technikai feltevéssel élünk, hogy az árplafont fokozatosan vezetik ki 2023 június végéig. Várakozásunk szerint az árplafon fokozatos kivezetését követően az üzemanyagárak visszatérnek a határidős jegyzésárak által indokolt szintekre. A kormány július 14-i bejelentése eltörölte a lakossági gáz és energia hatósági árát az átlagfogyasztás feletti részre. Becslésünk szerint a lakossági energiaárak módosítása 2022 szeptemberétől egy éven keresztül 2,5-3,0 százalékponttal emeli a havi inflációt. Ez a hatás azonban gyorsan, 2022 szeptemberében megjelenik.

Az infláció csökkenése előrejelzésünk szerint 2023 második felében felgyorsul. A külső konjunktúrához hasonlóan Magyarországon is a gazdasági növekedés lassulására számítunk. A hazai konjunktúra lassulása, a rövid távon csökkenő munkaerőpiaci feszesség, az elmúlt negyedévekben végrehajtott jegybanki lépések és a magas bázisok 2023-tól egyaránt hozzájárulnak a gyorsuló dezinflációhoz.

Az infláció várakozásunk szerint 2024 első felében tér vissza a jegybanki toleranciasávba. Az infláció 2022-ben 13,5–14,5 százalék között alakulhat, 2023-ban 11,5–14,0, míg 2024-ben 2,5-4,0 százalék lehet az előrejelzésünk szerint (1-2. ábra). A proaktív jegybanki lépések hatásainak érvényesülésével az adószűrt maginfláció jövő év elejétől mérséklődő pályára áll. Előrejelzésünk szerint az indirekt adóktól szűrt maginfláció 2022-ben 15,0–15,5 százalék között alakulhat, 2023-ban 10,6–12,9, míg 2024-ben 2,6–3,5 százalék lehet.

Az adóváltozások átmenetileg az infláció emelkedésének irányába hatnak, majd 2024 második negyedétől teljes mértékben kifutnak (1-3. ábra). A népegészségügyi termékadó júliusi emelésének árnövelő hatása a feldolgozott élelmiszerek és az alkoholmentes üdítőitalok esetében augusztusra begyűrűzött. Az alkohol, dohány termékkört érintő jövedékiadó emelésének hatása

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2022	2023	2024
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		15,2	11,7	3,0
Maginfláció		15,2	11,7	3,0
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	23,6	18,2	6,1
	Járműüzemanyag és piaci energia	10,3	23,9	4,1
	Szabályozott áru termékek	8,8	13,1	2,0
	Alkohol, dohány	10,5	11,5	3,1
Összesen		11,7	15,1	3,4
<b>Infláció</b>		<b>13,9</b>	<b>12,9</b>	<b>3,2</b>

Megjegyzés: Százalék. Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.

A táblázat az előrejelzésünk sávközepe alapján készült.

Forrás: MNB

esetében a begyűrés a következő hónapokban még folytatódhat. A rendelkezésre álló információk alapján a jövő évben folytatódik az adóintézkedések inflációs hatásának megjelenése (2023. januártól a dohány jövedéki adójának további emelése, illetve a különadók további emelése), melyek 2024 második negyedévétől teljes mértékben kifutnak.

**A maginfláción kívüli tételek esetében az üzemanyagárak, a feldolgozatlan élelmiszerek, illetve a szabályozott áru termékek és szolgáltatások áraiban várható számottevő emelkedés.** A világpiacon nyersanyagárak trendje alapvetően meghatározza az üzemanyagárak alakulását. Az árkorlátozó intézkedések fokozatos kivezetésével 2023 első felében fokozatos áremelkedésre számítunk az üzemanyagok körében. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja az idei és a jövő évben kétszámjegyű lehet és a korábbi várakozásunknál magasabban, 20 százalék körül alakulhat. A globális élelmiszerárak tovább nőttek az elmúlt időszakban. Az orosz-ukrán konfliktus miatt számottevően emelkedtek a búza- és kukoricaárak, előretételezve pedig az energia- és nyersanyagárak emelkedéséből, illetve az Európát sújtó aszályból fakadó közvetett hatások alakíthatják a termékkör inflációját. Az alkohol, dohánytermékek inflációja idén és jövőre – döntően a termékkört érintő jövedékiadó-emelések következtében – 11 százalék körül alakul, majd ezen hatások kifutásával 2024-től a historikus átlagnak megfelelő szintre csökken. A szabályozott energiaárak inflációja – a rezsiárak módosításának hatására – 2022-ben előrejelzésünk szerint átlagosan 20 százalék körül alakul és az áthúzódó hatások következtében 2023-ban is kétszámjegyű lehet, míg a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében a júniusi feltevéseinkhöz hasonló árdinamikára számítunk az idei és a jövő évben. Összességében a költséghatások kifutásával a maginfláción kívüli tételek árdinamikája az előrejelzési horizont végén 3 százalék közelébe mérséklődik (1-1. táblázat).



**1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink**

Magyarország egy kis nyitott gazdaság, így a legfontosabb makrogazdasági változókra készített előrejelzéseink 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	2022		2023		2024		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2022	2023	2024
EUR/USD	1,08	1,05	1,07	1,00	1,07	1,00	-3,2%	-6,5%	-6,5%
Olajár (USD/hordó)	101,5 - 122,2	96,2 - 105,3	88,4 - 119,6	72,4 - 97,9	86,6 - 117,1	68,1 - 92,1	(-5,2) - (-13,8)%	(-18,1)%	(21,4)%
Olajár (EUR/hordó)	94,9 - 114,7	91,4 - 100,6	84,3 - 114,0	72,2 - 97,6	82,5 - 111,7	67,9 - 91,9	(-3,7) - (-12,3)%	(-14,4)%	(-17,7)%
Gázár (EUR/MWh)	83,2 - 98,3	142,9 - 164,0	69,4 - 93,8	162,8 - 220,2	54,0 - 73,1	135,4 - 183,2	66,8 - 71,8%	134,6 - 134,8%	150,7%
Eurozóna inflációja (%)	6,8	8,1	3,5	5,5	2,1	2,3	1,3 szp.	2,0 szp.	0,2 szp.
Eurozóna növekedése (%)	2,8	3,1	2,1	0,9	2,1	1,9	0,3 szp.	-1,2 szp.	-0,2 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	2,3 - 2,8	2,0 - 2,3	2,4 - 3,3	1,1 - 1,9	2,4 - 3,3	2,0 - 2,9	(-0,5) - (-0,3) szp.	(-1,4) - (-1,3) szp.	-0,4 szp.

Megjegyzés: Olajárak esetén éves átlag. \*21 legfontosabb exportpartnerünk növekedési üteme az exportból vett részaránnyal súlyozva.

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

**2022 második negyedében a gazdasági növekedés vegyesen alakult a nemzetközi szintén, azonban a lefelé mutató kockázatok felerősödtek.** A meghatározó gazdaságok közül az Egyesült Államokban 1,7 százalékkal, míg Kínában mindössze 0,4 százalékkal nőtt a GDP éves alapon. Az Európai Unió gazdasága 4,2 százalékkal, az eurozónáé pedig 4,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Az EU 27 országa közül 24-ben a koronavírus-válság előtti szintje felett alakult a gazdasági aktivitás. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország azonban továbbra is az európai rangsor vége felé szerepel, ami a termelési láncokba való beágyazottságuk miatt a régiós országokra is hatással van. Külpiacaink növekedési kilátásai júniushoz képest romlottak. A nemzetközi konjunktúra rövid és középtávú alakulását az elhúzódó háború, a magas és rendkívül volatilis nyersanyag- és energiaárak, valamint az energiaellátási-kockázatok határozzák meg.

**A júniusi előrejelzéshez képest visszafogottabb a növekedés és magasabb az infláció az eurozónában.** Az EKB új előrejelzése alapján az euroövezet inflációja 2022-ben 8,1, 2023-ban 5,5, 2024-ben pedig 2,3 százalék lehet. A magasabb árdinamikát 2022-ben a jelentős mértékben emelkedő energiaárak, az orosz-ukrán konfliktus, az emelkedő élelmiszerárak és az ellátási zavarok fennállása egyaránt magyarázzák. Az eurozóna GDP-növekedése az erős első féléves adatoknak köszönhetően idén enyhén kedvezőbb, előretekinve viszont a korábbi várakozásnál lényegesen visszafogottabban alakulhat, 2022-ben 3,1, 2023-ban 0,9, 2024-ben 1,9 százalék lehet.

**A Brent nyersolaj átlagos világgpiaci ára júliusban 108,9 dollár/hordó volt, majd fokozatosan mérséklődést követően augusztusban átlagosan 98,6 dollár/hordó szinten alakult. Júniusban az olaj ára évtizedes csúcstól ért el, majd több mint 20 százalékot mérséklődött a jegyzési ára.** Az olaj árban megfigyelhető korrekció jellemzően a romló nemzetközi konjunktúra következménye. Az OPEC+ szeptember 5-i ülésén a tagországok egy év óta első alkalommal döntöttek a termelésük csökkentéséről. Az OPEC+ szeptemberhez képest a kibocsátást napi 100 ezer hordóval csökkenti októbertől. A döntés hátterében a közelmúltban bekövetkezett, recesszióval összefüggő olajár-esés áll. Mindez azt jelzi, hogy a szervezet döntéshozói osztják a visszaeső világgpiaci kereslet miatti aggodalmakat. Az amerikai és európai benchmark olajfajták esése mögött a növekedési kilátások romlása mellett az újabb kínai járványügyi lezárások állnak, elhomályosítva a közelgő OPEC kitermeléscsökkentést. Emellett az Egyesült Államok hónapok óta értékesíti a stratégiai kőolajtartalmát a kínai piac növelése és az árak csökkentése érdekében, mely szintén hozzájárulhatott az olaj világgpiaci árának csökkenéséhez.

**A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó euróban kifejezett olajárak a júniusi feltevéseinkhöz képest jelentősen csökkentek az előrejelzési horizonton, összhangban a világgpiaci olajárak mérséklődésével és az euró dollárral szembeni további gyengülésével.** A kormány december 31-ig meghosszabbította az üzemanyagokra 2021 novemberében bevezetett árstopot, mely továbbra is mérsékli a magas olajárak hatásának megjelenését a hazai inflációban. A hazai energiaszektor szempontjából jelentős orosz Ural típusú kőolaj és a nyugati Brent típusú olaj jegyzésárai közötti különbség az elmúlt időszakban a 30-40 dollár/hordó mértékről 15 dollár/hordó közelébe mérséklődött.

**Korábban soha nem látott szintre emelkedtek a gázárak a nyári hónapokban.** A hazai és európai gázárak alakulása a holland TTF gáz jegyzésárát követi, mely 2021 közepétől kezdve nagy változékonyság mellett a korábbi szintjének többszörösére emelkedett, amit 2022 februárjától az orosz-ukrán háborús helyzet kialakulása tovább erősített. A holland TTF gáz átlagára augusztusban 234 EUR/MWh volt, ami júniushoz képest több, mint 120 százalékos emelkedés. Március óta az Oroszországból származó gázimport mennyisége folyamatosan csökken, mely a TTF árát január és augusztus között 178 százalékkal emelte. A gázárak emelkedése a földgáztüzelésű erőműveken keresztül az áram árának hasonló, korábban nem tapasztalt növekedését okozta. A földgáz és áram árában megfigyelhető augusztus végi historikus csúcsot követően jelentős korrekció következett be, szeptemberben a rendelkezésre álló adatok alapján a gáz ára közel 20 százalékkal, az áram ára pedig mintegy 30 százalékkal korrigált az átlagos augusztusi árszinthez képest. A holland TTF gáz jelenlegi határidős jegyzésárai alapján az árak a jövő év második felében mérséklődhetnek jelentősebben, azonban az árak alakulását bizonytalanság övezi.

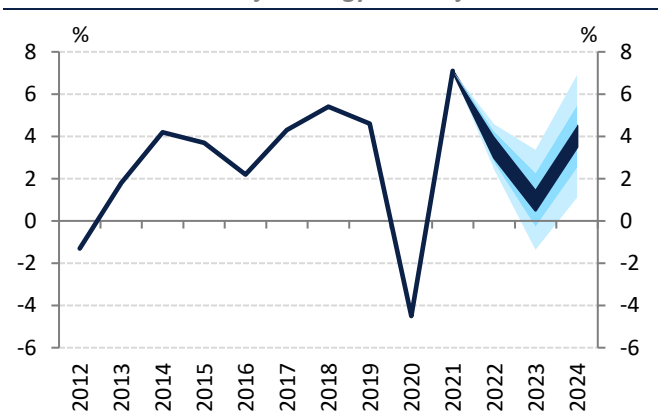
**A Kormány a korábbi 4,9 százalékról 6,1 százalékra emelte a 2022. évi költségvetési hiánycélt, míg 2023-ban 3,5 százalékos, 2024-ben pedig 2,5 százalékos hiánycéllal számol a költségvetési.** A 2022. évi hiánycél emelését a különleges földgázkészletek felhalmozása indokolja, mely az eredményszemléletű hiányt növeli, de állampapír-piaci finanszírozási igényt nem keletkeztet. A költségvetési céloknak megfelelő egyenleg elérését 2022-ben a magas adóbevételek, valamint a 2023. évi költségvetési törvény készítésével párhuzamosan bejelentett kiadáscsökkentő és bevételnövelő intézkedések és a szabályozott energiaárakkal kapcsolatos módosítások is támogatják. A magas energiaárak ugyanakkor az új szabályok alkalmazása mellett is jelentős költségvetési többletkiadással járnak, ami kockázatot jelenthet a hiánycélok teljesülésére főként a következő években. A GDP-arányos államadósság a költségvetési hiánycél teljesülése esetén a 2021. év végi 76,8 százalékról a nominális GDP dinamikus növekedésének köszönhetően 2022-ben 76 százalékra csökkenhet, amit a következő években további mérséklődés követhet.

**Várakozásunk szerint a Helyreállítási és Ellenállóképességi Terv, valamint a Partnerségi Megállapodás és az operatív programok elfogadását követően megkezdődhet a 2021-2027-es ciklus forrásainak lehívása.** A helyreállítási és kohéziós támogatások felhasználását ugyanakkor továbbra is jelentős bizonytalanság övezi.

## 1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

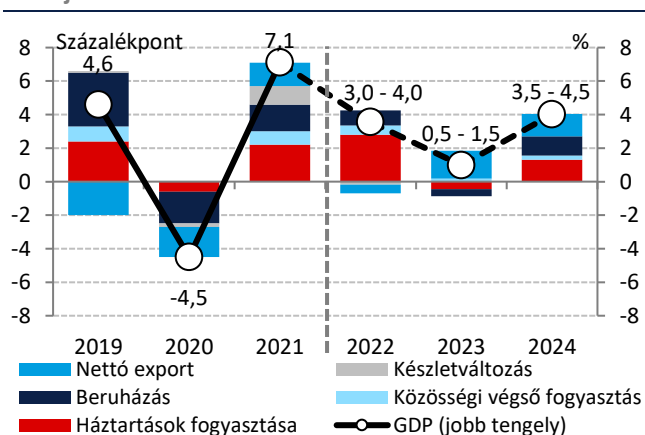
2022 második negyedében a hazai GDP a várakozásainknak megfelelő mértékben, 6,5 százalékkal emelkedett éves bázison. A GDP időbeli lefutását erős kettősség jellemzi a 2022-es évben, a második félévben a növekedés jelentős lassulására számítunk. A háztartások fogyasztása az idei év első felében dinamikusabban bővült, amihez a jelentős béremelések mellett az egyszerű jövedelembővítő kormányzati intézkedések is hozzájárultak. Az idei év utolsó negyedétől a reál rendelkezésre álló jövedelem csökkenhet, ami a fogyasztás mérséklődését eredményezi. Szintén visszafogja az idei növekedést a mezőgazdaság hozzáadott-értéke, mivel jelentős aszálykár érdemi terméskiesést eredményezett az ágazatban. A jelentősen megemelkedett energiaárak, a növekvő bizonytalanság és a lassuló hitelezés mérséklik a privát szektor beruházásait előretételezve, emellett az állami fejlesztések átütemezése az idei és a jövő évben szintén negatívan hat a beruházási aktivitásra. Összességében a beruházások volumenének bővülése a júniusi várakozásainknál alacsonyabb ütemben folytatódhat az idei évben, míg 2023-ban csökkenhet a bruttó állóeszköz-felhalmozás. A beruházási ráta 28 százalék közelében stabilizálódik az előrejelzési horizonton. A globális recessziós félelmek erősödésével összhangban a külső konjunktúrára vonatkozó kilátások romlottak. Ennek következtében 2022-ben és 2023-ban is a hazai export lassabb bővülésére számítunk. A belső kereslet idei év első felében megvalósuló dinamikus bővülésének hatására az import növekedési dinamikája meghaladja az exportét, így a nettó export visszafogja a GDP-növekedést, azonban 2023-tól újra pozitívan járulhat hozzá a növekedéshez. 2022-ben a júniusi várakozásainknál alacsonyabb, 3,0 – 4,0 százalék közötti mértékben bővülhet a hazai GDP. 2023-ban 0,5 – 1,5 százalék, míg 2024-ben 3,5 – 4,5 százalék közötti gazdasági növekedésre számítunk.

1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján Forrás: KSH, MNB

1-5. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése

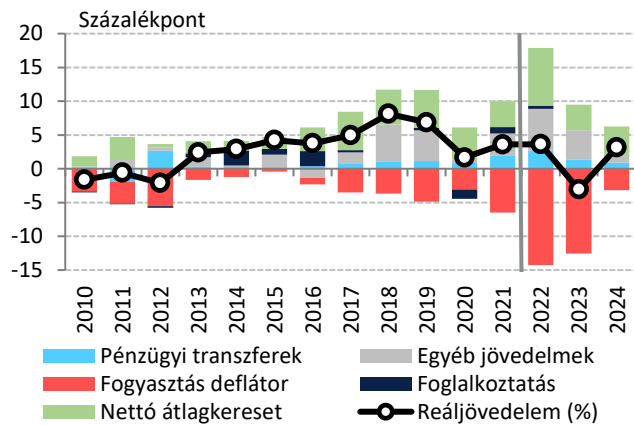


Megjegyzés: Az értékek az előrejelzési sáv közepét jelölik. A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket. Forrás: KSH, MNB

**2022 második negyedében a hazai GDP a várakozásainknak megfelelő mértékben, 6,5 százalékkal emelkedett éves bázison.** A gazdaság éves alapú növekedéséhez termelési oldalról legnagyobb mértékben a piaci szolgáltatások, valamint az ipar járultak hozzá, míg a mezőgazdaság a rendkívüli aszály következtében visszafogta a GDP bővülését. Az év első felében mért kedvező gazdasági teljesítményt követően a GDP-növekedés jelentős lassulására számítunk a második félévben (1-4. ábra).

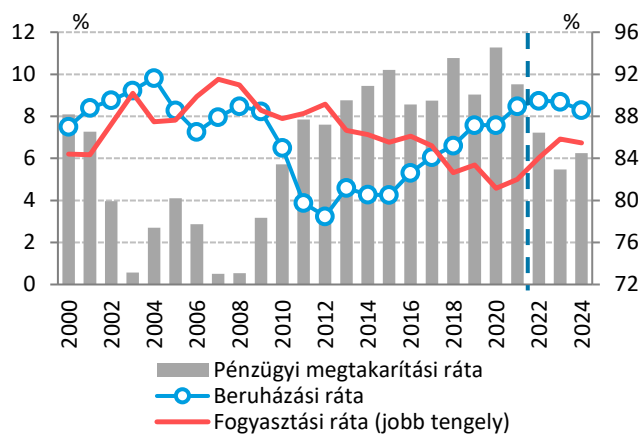
**Az év második felében és 2023-ban a növekedés lassulására számítunk, összhangban a belső kereslet visszaesésével, a romló külső keresettel és a vállalati költségek emelkedésével.** A gazdasági növekedést lefelé mutató kockázatok övezik. Az orosz-ukrán háború továbbra is bizonytalanságot eredményez, az emelkedő nyersanyagárak növelték a vállalatok működési költségeit, ami a termelés csökkenéséhez vezethet. A nemzetközi termelési láncokat érintő nehézségek az elmúlt hónapokban mérséklődtek, ugyanakkor a magas energiaárak, a geopolitikai feszültségek, valamint az ebből eredő energia-ellátási kockázatok következtében ismét súrlódások keletkezhetnek. A romló globális konjunktúra miatt a külső kereslet a korábbi várakozásainknál alacsonyabban alakulhat, ami negatív hatást gyakorolhat a hazai exportra. A külpiazi folyamatok mellett belső tényezők is visszafogják a 2023-as gazdasági növekedést. A háztartások fogyasztásának csökkenése és az emelkedő vállalati költségek negatívan érintik a gazdasági aktivitást. A gazdasági teljesítmény a jövő év közepétől dinamizálódhat újra. **A hazai GDP 2022-ben 3,0 – 4,0 százalékkal, 2023-ban 0,5 – 1,5 százalékkal, míg 2024-ben 3,5 – 4,5 százalékkal bővülhet** (1-5. ábra).

1-6. ábra: A lakossági reáljövedelem alakulása



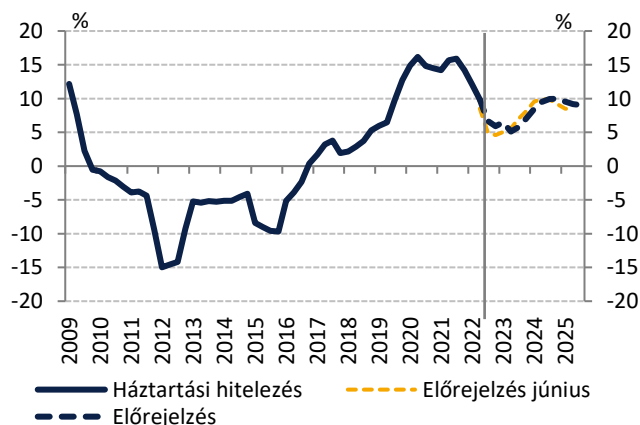
Megjegyzés: Az előrejelzési sáv átlaga alapján. Az év eleji kormányzati támogatások statisztikailag a nettó átlagkeresetben kerültek elszámolásra. Forrás: KSH, MNB

1-7. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB

1-8. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása



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

Forrás: MNB

**Az átmeneti megtorpanás ellenére a magyar gazdaság eurozónához viszonyított növekedési többlete fennmaradhat.** 2022 és 2024 között várhatóan átlagosan 0,9 százalékpont lesz hazánk növekedési többlete, míg az előrejelzési horizont végére visszatér a 2 százalékpont feletti értékre. **A háztartások fogyasztása idén még összességében bővül, azonban a csökkenő reáljövedelmek hatására 2023-ban mérséklődik.** 2022 első felében a lakossági fogyasztás dinamikus emelkedett. Azonban a háztartások rendelkezésre álló reáljövedelme az idei év utolsó negyedétől kezdődően csökken, amit az egyszerű kormányzati juttatások kifizetése és a korábbi várakozásunknál magasabb infláció magyaráz (1-6. ábra).

**Jövő évben a megtakarítások átmeneti leépülésére számítunk.** A legelső jövedelmi tized kivételével az elmúlt évek reálbéremelkedésének köszönhetően az alsóbb jövedelmi tizedekbe tartozó háztartások is nettó megtakarítóká váltak, ami megkönnyítheti a magasabb árakhoz történő alkalmazkodást. Az előrejelzési horizont végén a reáljövedelmek ismét emelkedésével összhangban a háztartások megtakarítási rátája ismét növekszik, míg a beruházása ráta a következő években relatíve stabil marad (1-7. ábra).

**A háztartási hitelállomány növekedési üteme az emelkedő kamatkörnyezet miatt jelentősen lassulhat.** A háztartási hitelezés a második negyedéves tényadatok tükrében a korábbi várakozásunk felett alakult, részben a Zöld Otthon Program, illetve a kamat- és inflációs várakozások kapcsán előrehozott kereslet miatt. A háztartási hitelállomány növekedési üteme előretételezve nagyságrendileg a korábbi várakozásaink megfelelően alakulhat, az orosz-ukrán konfliktus és a megfélemezésre bevezetett szankciók inflációs és reálgazdasági hatása, valamint a növekvő kamatkörnyezet és szigorodó hitelfeltételek mérsékelhetik a lakosság hitelfelvételi kedvét (1-8. ábra). A háztartási hiteldinamika 2023 év közepére 5 százalékra lassulhat, 2024 második felétől azonban visszatérhet a 10 százalék környéki szintre.

**A beruházások bővülése a júniusi várakozásainknál alacsonyabb ütemben folytatódhat az idei évben, míg 2023-ban a beruházási aktivitás csökkenésére számítunk.** Az alacsonyabb 2022-es növekedési ütemet elsősorban az állami beruházások visszaesése magyarázza, 2023-ban már az állami mellett a vállalati beruházások csökkenésével is számolunk. A beruházási ráta 28 százalék közelében stabilizálódik az előrejelzési horizonton, a beruházások magas deflátorja miatt (1-3. táblázat).

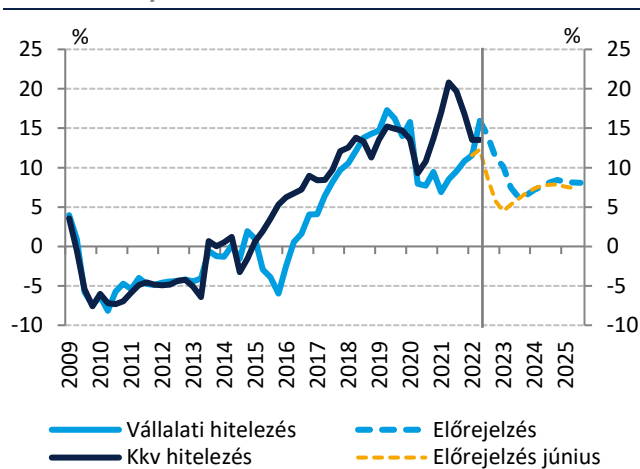
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása

	2022	2023	2024
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	3,3	-1,5	4,1
Állami beruházás	-8,5	-4,3	0,0
Privát beruházás	6,6	-0,9	5,0
Beruházási ráta	28,7	27,8	27,5

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

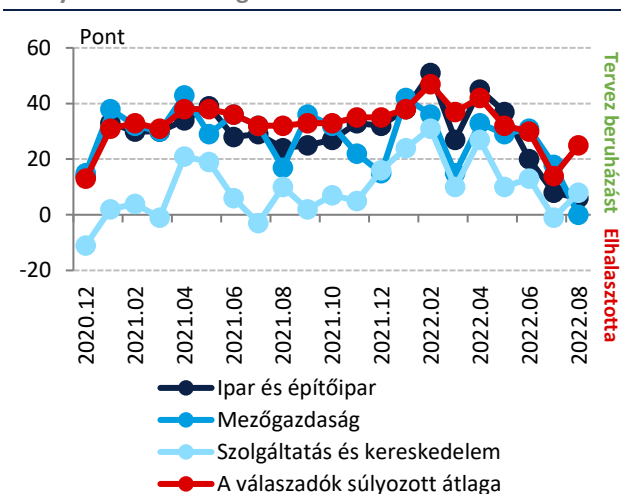
Forrás: MNB

1-9. 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

1-10. ábra: A következő három hónapban a beruházást tervezők és a tervezett beruházásokat elhalasztók arányainak különbsége



Megjegyzés: Az egyenlegmutató a pozitív és negatív válaszok arányainak különbsége. Forrás: MNB

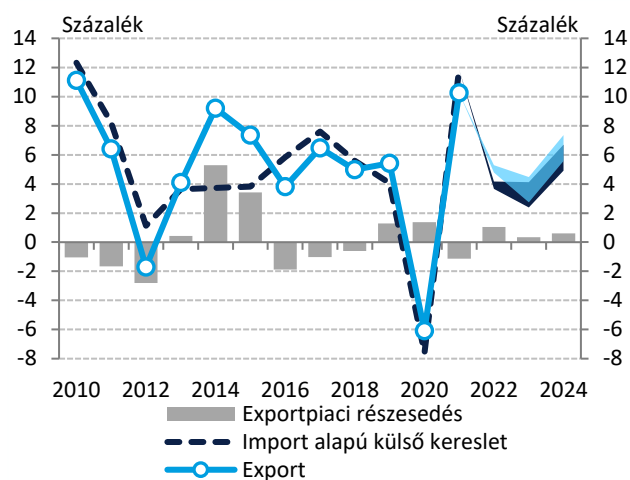
**A vállalati hitelállomány növekedési üteme az év második felében jelentősen lassulhat.** A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme a második negyedéves tényadatok tükrében a korábbi várakozásunk felett alakult, a támogatott hitelprogramok, a bankok bővített hitelezési kapacitásai, illetve a növekvő árak miatt fellépő forgóeszköz-hitel finanszírozási igények támogatták a magas nominális vállalati hiteldinamika fenntartását (1-9. ábra). Az új vállalati hitelszerződésekben a piaci hitelek aránya jelentősen csökkent a második negyedévben a Széchenyi Kártyaprogram Go! hitelfolyósításainak a program lezárását megelőző felfutásával párhuzamosan. A növekvő energia- és nyersanyagárak miatt a vállalatok forgóeszközhitel igénye a következő időszakban növekedhet, azonban becslésünk szerint a bizonytalan környezetben összességében a vállalati hiteldinamika 2023 év közepéig 6 százalékra lassulhat, és csak 2024 második felétől térhet vissza a növekedés a 8 százalékos föléi szintre.

**A vállalati beruházások 2023-ban átmenetileg mérséklődhetnek.** A 2022 első féléves beruházási szakstatistika alapján a vállalatok beruházásai kedvezően alakultak, ugyanakkor az év második felében alacsonyabb aktivitásra számítunk. A hazai feldolgozóipari beszerzésimenedzser-index továbbra is a növekedést jelző tartományban alakult augusztusban, azonban az MNB vállalati konjunktúra felmérése szerint a beruházási várakozások az elmúlt hónapokban romlottak (1-10. ábra). A mezőgazdasági, az ipari és az építőipari vállalkozások is kevesebb fejlesztést terveznek. A magas energiaárak hatására emelkedő vállalati működési költségek előretételezve a projektek kitolásához vagy kevesebb új beruházáshoz és egyes vállalkozások esetében csúszáshoz vezethetnek.

**A lakossági beruházások növekedésére számítunk az előrejelzési horizonton.** Az otthonteremtési programok továbbra is támogatják a háztartások beruházásainak növekedését. A lakáshitelek piacán a második negyedévben rekord volumenű lakáshitel-kibocsátás valósult meg, éves összehasonlításban 17 százalékkal nőttek a lakáscélú hitelek. A lakáshitelek növekedéséhez a Zöld Otthon Program is hozzájárult. Az energiahatékonysági felújítások szintén hozzájárulhatnak a lakossági beruházások bővüléséhez. A lakosság rendelkezésre álló reáljövedelme az év végétől mérséklődhet. A kedvezőtlené váló jövedelmi folyamatok következtében 2023-ban a lakossági beruházások korábbi várakozásainknál mérsékeltebb ütemben bővíthetnek.

**Az állami beruházások volumene várakozásaink szerint 2022-ben és 2023-ban is csökken éves összehasonlításban.** A rendelkezésre álló információkkal összhangban az állam

1-11. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Exportpiaci részesedés az előrejelzési sáv átlaga alapján. Forrás: KSH, MNB

által végrehajtott beruházások volumene 2022-ben 8,5 százalékkal, 2023-ban 4,3 százalékkal mérséklődhet, a volumen csökkenésében az állami beruházási célú kiadások bejelentett átütemezése játszik szerepet.

**A hazai külkereskedelem rövid és középtávú alakulását továbbra is elsősorban az orosz-ukrán háború és a historikus összevetésben magas energiaárak befolyásolják.** A külső konjunktúra romló kilátásaival és az erősödő globális recessziós félelmekkel összhangban kereskedelmi partnereink 2023-as növekedésére vonatkozó várakozások érdemben lefelé módosultak. Külpiaci partnereink visszafogottabb növekedése, valamint a magasabb infláció következtében csökkenő vásárlóerejük hatására importigényük is mérséklődik. A bizonytalanság és csökkenő vásárlóerő a nemzetközi turizmust is visszafoghatja.

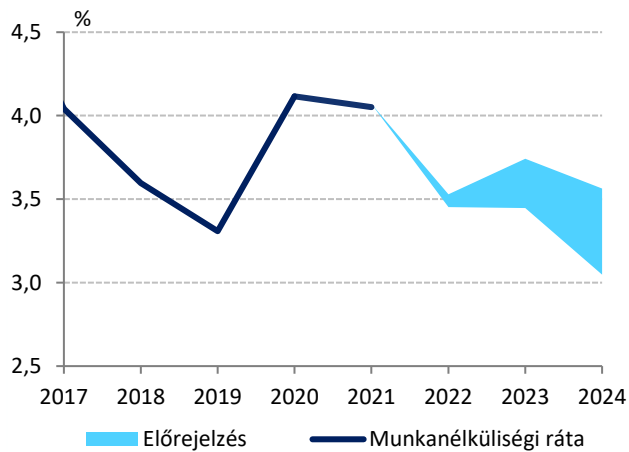
**2022-ben és 2023-ban érdemben lassul az export bővülése.**

Az idei év első felében a bővülő beruházások és a kormányzati ösztönzők nyomán felfutó fogyasztás ideiglenesen az import dinamikájának jelentős növekedésével járt. Az első félévben tapasztalt érdemi bővülés következtében idén az import növekedési dinamikája meghaladja az exportét, így a nettó export 2022-ben visszafogja a GDP-növekedést. A kivitel bővülése már idén is jelentősen lassul a tavalyi évhez képest, 2023-ban pedig még lassabb ütemben bővízhet a mérsékelt külső kereslet hatására. Jövőre elsősorban a belső keresleti tételek lassulása miatt az import növekedési dinamikája csökken, így a nettó export 2023-tól kezdve összességében újra pozitívan járul hozzá a növekedéshez. A kiépülő új termelőkapacítások és a javuló külső kereslet hatására 2024-től újra megindul az export felfutása. Exportpiaci részesedésünk az előrejelzési horizonton a globális konjunktúrában jelentkező jelentős turbulenciák közepette kismértékben bővíz (1-11. ábra).

### 1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

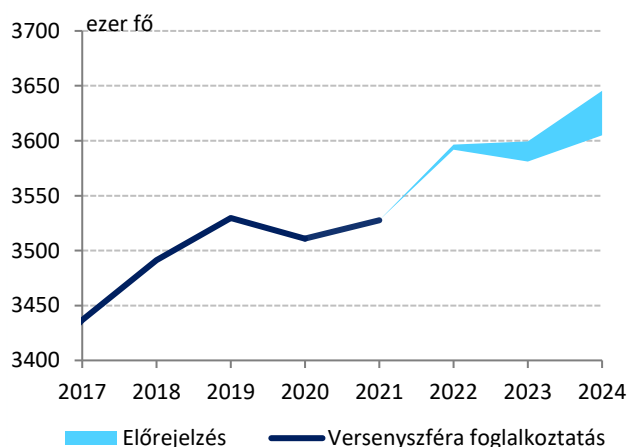
A foglalkoztatás továbbra is historikusan magas szinten alakul, ugyanakkor a foglalkoztatási várakozásokban már mutatkoznak a gazdasági lassulás jelei. Az emelkedő energiaárak, a romló külső és belső konjunktúra az év végére a munkanélküliségi ráta enyhe megemelkedéséhez vezethet. A versenyszférában foglalkoztatottak száma várhatóan 1,8 – 2,0 százalékkal nő 2022-ben, majd stagnál 2023-ban. A gazdasági aktivitás helyreállásával párhuzamosan várakozásaink szerint 2024-ben a foglalkoztatás bővülése újraindul. Az idei évben a versenyszféra bérei dinamikus ütemben növekednek, amit az év eleji minimálbér-emelés és a historikusan feszes munkaerőpiaci kondíciók egyaránt magyaráznak. A gazdasági lassulással összhangban a bérdinamika lassulására számítunk jövőre.

1-12. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



Forrás: KSH, MNB

1-13. ábra: A foglalkoztatás alakulása a versenyszférában



Forrás: KSH, MNB

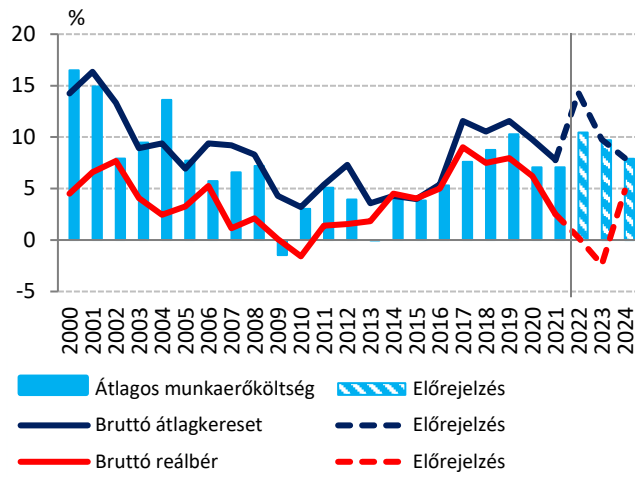
**A munkaerő-kereslet továbbra is erős, ugyanakkor a foglalkoztatási várakozásokban már mutatkoznak a gazdasági lassulás jelei.** Az ESI – foglalkoztatási kilátásokat monitorozó – felmérése alapján augusztusban az építőipari és a kereskedelmi vállalatok már létszámcsökkentést terveznek a következő hónapokban.

**A gazdasági lassulás hatására a munkanélküliségi ráta átmenetileg enyhén megemelkedik, majd 2024-ben újra csökken.** A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is historikusan magas szinten van, a munkaerőpiaci feszeség a koronavírus előtti értéke felett alakul. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 2022 második negyedévében a koronavírus-járvány előtti historikusan alacsony, 3,3 százalékos szinten alakult. A gazdasági lassulás következtében ugyanakkor a foglalkoztatás csökkenésével párhuzamosan az idei év végén és 2023 elején a munkanélküliségi ráta átmeneti emelkedése várható. Előrejelzésünk szerint 2022-ben a munkanélküliségi ráta 3,5 százalékon, míg 2023-ban 3,5 – 3,7 százalék között alakul (1-12. ábra).

**A versenyszféra létszáma jövőre átmenetileg nem emelkedik tovább. A munkaerőpiac jellemzően fél éves késleltetéssel reagál a gazdasági teljesítmény lassulására, így az elbocsátások száma év végére növekedhet.** 2022 második felében a foglalkoztatottak számának csökkenésére számítunk, azonban 2022 egészében összességében bővülni fog a létszám. Ezt követően 2023 átlagában stagnálás, enyhe visszaesés várható (1-13. ábra). A jövő év második felében várakozásunk szerint gyors reál gazdasági korrekció bontakozik ki, amely a munkaerőpiacon elsősorban 2024-ben érezteti hatását és a foglalkoztatás ismételt növekedését, a munkanélküliségi ráta csökkenését vonja maga után.

**A versenyszféra bérdinamikájának dinamikus bővülése a jövő évben lassul.** Az év eleji béremeléseket a jelentős minimálbér-emelés határozta meg, azonban a historikusan feszes munkaerőpiac következtében a bérdinamika a harmadik és negyedik negyedévben 15 százalék közelébe gyorsulhat. Előrejelzésünk szerint 2022-ben 14,1 – 14,5 százalékon alakul az éves bérnövekedés a versenyszférában.

**1-14. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása**



Forrás: KSH, MNB

Előretekintve a lassuló GDP-növekedéssel összhangban a bérdinamika mérséklődésével számolunk, 2023-ban a versenyszféra bérnövekedése 9,3 – 10,3 százalék között alakulhat (1-14. ábra).



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

	2021	2022		2023		2024	
	Tény	Előrejelzés					
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)<sup>1</sup></b>							
Maginfláció	3,9	13,0 - 14,0	15,0 - 15,5	6,6 - 8,2	10,6 - 12,9	2,7 - 3,3	2,6 - 3,5
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	3,9	13,0 - 14,0	15,0 - 15,5	6,6 - 8,2	10,6 - 12,9	2,7 - 3,3	2,6 - 3,5
Infláció	5,1	11,0 - 12,6	13,5 - 14,5	6,8 - 9,2	11,5 - 14,0	2,5 - 3,5	2,5 - 4,0
<b>Gazdasági növekedés</b>							
Háztartások fogyasztási kiadása	4,6	8,4 - 8,7	6,0 - 6,1	0,6 - 1,4	(-1,3) - (-0,5)	2,4 - 3,4	2,2 - 3,2
Közösségi végső fogyasztás <sup>6</sup>	3,6	2,4 - 3,1	2,3 - 2,7	0,4 - 1,6	0,2 - 1,3	0,4 - 1,6	0,5 - 1,6
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	5,9	3,7 - 4,8	3,0 - 3,6	(-0,9) - 1,8	(-2,8) - (-0,2)	2,0 - 5,0	2,6 - 5,6
Belföldi felhasználás	5,5	5,7 - 6,2	4,0 - 4,2	0,2 - 1,2	(-1,1) - (-0,2)	1,9 - 3,2	2,0 - 3,2
Export	10,3	4,8 - 5,7	4,7 - 5,3	5,0 - 6,9	2,7 - 4,5	4,4 - 6,2	5,6 - 7,4
Import	9,2	6,0 - 6,9	5,4 - 6,0	2,7 - 4,6	0,7 - 2,5	3,1 - 5,2	3,8 - 5,8
GDP	7,1	4,5 - 5,5	3,0 - 4,0	2,0 - 3,0	0,5 - 1,5	3,0 - 4,0	3,5 - 4,5
Munkatermelékenység <sup>5</sup>	5,0	3,2 - 3,6	1,7 - 1,9	1,7 - 2,9	0,5 - 1,5	2,6 - 4,0	2,5 - 3,9
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-4,2	(-6,6) - (-5,6)	(-8,7) - (-7,7)	(-3,3) - (-2,1)	(-7,0) - (-5,8)	(-2,7) - (-1,3)	(-3,7) - (-2,3)
Külső finanszírozási képesség	-1,7	(-4,6) - (-3,6)	(-7,0) - (-6,0)	(-1,3) - (-0,1)	(-4,7) - (-3,5)	(-0,9) - 0,5	(-2,0) - (-0,6)
<b>Államháztartás<sup>2</sup></b>							
ESA-egyenleg	-6,8	-4,9	-6,1	-3,5	-3,5	-2,5	-2,5
<b>Munkaerőpiac</b>							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	8,7	15,8 - 16,4	16,6 - 16,9	7,1 - 8,3	7,5 - 8,6	7,0 - 8,2	7,1 - 8,3
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	0,7	1,0 - 1,2	1,2 - 1,3	(-0,2) - 0,5	(-0,3) - 0,3	(-0,2) - 0,6	0,5 - 1,2
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	7,8	13,2 - 13,8	14,1 - 14,5	8,8 - 9,9	9,3 - 10,3	7,3 - 8,4	7,4 - 8,5
Versenyszféra foglalkoztatottság	0,5	1,9 - 2,1	1,8 - 1,9	0,2 - 0,7	-0,3 - 0,1	0,1 - 0,6	0,7 - 1,3
Munkanélküliségi ráta	4,1	3,5 - 3,6	3,5	3,2 - 3,6	3,5 - 3,7	2,9 - 3,7	3,0 - 3,6
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	1,2	5,7 - 6,7	8,7 - 9,3	4,2 - 5,8	1,1 - 2,6	3,8 - 5,6	4,8 - 6,5
Lakossági reáljövedelem <sup>4</sup>	3,6	5,1 - 5,7	3,6 - 3,8	0,8 - 2,0	(-3,7) - (-2,7)	2,7 - 3,9	2,5 - 3,7

<sup>1</sup> Szezonálisan igazított adatok alapján.

<sup>2</sup> Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.

<sup>3</sup> Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

<sup>4</sup> MNB-beclés.

<sup>5</sup> Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

<sup>6</sup> Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

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

	2022	2023	2024
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>			
MNB (2022. szeptember)	13,5 - 14,5	11,5 - 14,0	2,5 - 4,0
Consensus Economics (2022. szeptember) <sup>1</sup>	10,9 - 13,2 - 16,0	5,5 - 12,4 - 17,0	
Európai Bizottság (2022. július) <sup>2</sup>	11,8	7,6	
IMF (2022. április)	10,3	6,4	4,0
OECD (2022. június)	10,3	7,0	
Reuters-felmérés (2022. augusztus) <sup>1</sup>	13,0 - 13,8 - 15,0	9,0 - 12,6 - 16,0	3,3 - 4,3 - 6,0
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2022. szeptember)	3,0 - 4,0	0,5 - 1,5	3,5 - 4,5
Consensus Economics (2022. szeptember) <sup>1</sup>	2,5 - 5,0 - 6,0	(-3,5) - 0,9 - 3,2	
Európai Bizottság (2022. július) <sup>2</sup>	5,2	2,1	
IMF (2022. április)	3,7	3,6	2,7
OECD (2022. június)	4,0	2,5	
Reuters-felmérés (2022. augusztus) <sup>1</sup>	4,5 - 5,4 - 6,1	1,5 - 1,7 - 2,5	2,8 - 3,8 - 4,6
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege<sup>3</sup></b>			
MNB (2022. szeptember)	(-8,7) - (-7,7)	(-7,0) - (-5,8)	(-3,7) - (-2,3)
Európai Bizottság (2022. május)	-5,5	-3,5	
IMF (2022. április)	-1,3	0,1	0,5
OECD (2022. június)	-5,0	-3,8	
<b>Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)<sup>3</sup></b>			
MNB (2022. szeptember)	-6,1	-3,5	-2,5
Consensus Economics (2022. szeptember) <sup>1</sup>	(-6,0) - (-5,2) - (-4,4)	(-4,5) - (-3,8) - (-3,0)	
Európai Bizottság (2022. május)	-6,0	-4,9	
IMF (2022. április)	-6,8	-5,4	-3,9
OECD (2022. június)	-5,5	-5,4	
Reuters-felmérés (2022. augusztus) <sup>1</sup>	(-5,9) - (-4,8) - (-4,2)	(-4,4) - (-3,7) - (-3,5)	(-3,3) - (-3,0) - (-2,8)
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2022. szeptember)	2,0 - 2,3	1,1 - 1,9	2,0 - 2,9
EKB (2022. szeptember)	3,1	0,9	2,3
Consensus Economics (2022. szeptember) <sup>2</sup>	1,2	0,8	
Európai Bizottság (2022. július) <sup>2</sup>	2,1	1,4	
IMF (2022. június) <sup>2</sup>	1,3	1,8	2,1
OECD (2022. június) <sup>2</sup>	2,6	1,7	

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

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> A GDP arányában.

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

## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a szeptemberi inflációs jelentés alapelőrejelzése körül négy alternatív forgatókönyvet emelt ki. A lassuló globális konjunktúrával számoló kockázati forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb növekedési és inflációs pályát feltételez. A tartósan magasabb energia- és nyersanyagárakkal számoló forgatókönyv szerint az alappályánál magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pálya valósul meg. Az alacsonyabb energia- és nyersanyagárakat feltételező alternatív pálya alacsonyabb inflációs és magasabb növekedési pályával áll összhangban. A másodkörös inflációs hatások erősödését bemutató forgatókönyv az alappályához képest magasabb inflációs pályával számol. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scénárióként a feltörekvő piacokról történő tőkekivonást, illetve a versenyképességi reformok gyorsabb megvalósulását feltételező pályákat tárgyalta.

Lassuló globális konjunktúra

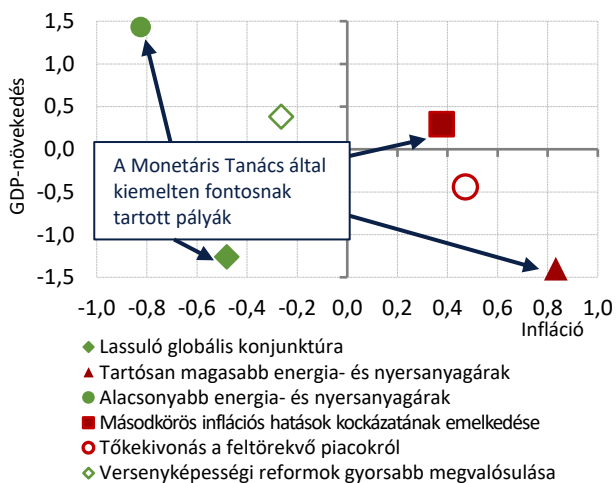
**2022 második negyedében jellemzően lassult a gazdaságok növekedési üteme. Az Egyesült Államok gazdasága 1,7 százalékkal növekedett éves bázison, ám a megelőző negyedévhez viszonyítva 2022 első két negyedéve visszaeséssel járt, ami technikai recesszióknak felel meg.**

**A kínai gazdaság teljesítménye az előző év azonos időszakához képest 0,4 százalékkal bővült, negyedéves alapon azonban mérséklődött.** Kína gazdasági növekedése erőforrás- és nyersanyagintenzív, emiatt a növekedés lassulása negatívan érinti azokat az exportőr országokat, amelyek energiahordozókkal és egyéb nyersanyagokkal látják el. A mérséklődő bővülés emellett azokra az országokra is negatívan hat, akik számára Kína a félvezetők és a gépjárművek felvevőpiacát jelenti. Utóbbi kategóriába tartozik legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország is. **Németország gazdasága 1,7 százalékkal bővült a második negyedévben éves bázison, ám negyedéves alapon stagnálás közelébe lassult.**

**Az orosz-ukrán háború, az energiaválság és a továbbra is akadozó szállítási láncok növelik a recesszió kockázatát a világgazdaságban. A havi termelési indikátorok jellemzően még pozitív képet mutatnak, ugyanakkor az előretekintő bizalmi indikátorok tovább csökkentek.** Az Egyesült Államok Beszerzési Menedzser Indexe (BMI) jelentősen romlott, 2020 júniusa óta először esett a küszöbérték (50 pont) alá. Az eurozónában az ESI (Economic Sentiment Indicator) és a BMI alapján is tovább mérséklődött a konjunktúrahangulat, a fogyasztói bizalmi index historikusan alacsony szintre csökkent. A kínai BMI már a feldolgozóipar zsugorodását jelzi.

**Legfőbb külkereskedelmi partnerünket tekintve a német feldolgozóipari BMI tovább csökkent, miközben az üzleti várakozások kétéves mélypontra süllyedtek.** Ezzel

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

párhuzamosan a német kereskedelmi forgalom is historikus mélypontjára zuhant júniusban.

**A lassuló globális konjunktúrával számoló kockázati forgatókönyv** megvalósulása esetén az alappályához képest gyorsabb ütemben lassul a globális növekedés. A fejlett gazdaságok, köztük legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország vártnál nagyobb lassulása a hazai exportteljesítmény romlása és a GDP növekedési ütemének csökkenése felé mutat. Mindezek mellett az alappályához képest alacsonyabb inflációs pálya valósul meg, ami lazább monetáris kondíciókat indokol.

Tartósan magasabb energia- és nyersanyagárak

**Az infláció globális emelkedése tovább folytatódott**, 2022 augusztusában átlagosan 18,0 százalék volt. 112 ország adatai közül 53 esetén az inflációs ráta kétszámjegyű tartományban alakult, ebből 20 ország Európában található. Az európai adatok alapján megállapítható, hogy az orosz-ukrán háborúhoz földrajzilag közel eső gazdaságokban az áremelkedés üteme magasabb, mint a nyugati országok esetében.

**Az idei év első felében több nyersanyag világgiazi ára historikus csúcsára emelkedett, majd az elmúlt időszakban mérséklődni kezdett, ugyanakkor továbbra is magas szinten tartózkodik.** Az európai piacokon a kibontakozó energiaválság következtében a gáz és az áram ára nagymértékben tovább emelkedett. Augusztus végén a gáz és az áram ára egyaránt meghaladta 2022 első félévének csúcserőit.

**A globális értékláncok a kereslethez képest lassabban állnak helyre, ami a globális szállítványozásban és az ipari termelésben továbbra is fokozódó költségnyomáshoz vezet.** A globális chiphiány a kereslet gyors helyreállása mellett fennakadásokat okoz az ipari termelésben, különösen az autógyártásban, ami az árakra is kihat. A szállítási költségek korábbi évekhez képesti emelkedéséből fakadó pluszköltségek egy részét a kereskedők vélhetően a fogyasztókra hárítják át.

**A tartósan magas energia- és nyersanyagárak hatásai, az akadozó ellátási láncok, valamint az európai aszályhelyzet tovább növeli a külső inflációs hatásokat a következő hónapokban.**

**A tartósan magasabb energia- és nyersanyagárakat feltételező alternatív pályánkban a globális kínálati problémák és az elhúzódó háborús környezet az ellátási láncok erősebb zavarait eredményezik.** A nyersanyagpiaci zavarok és a magasabb árak tartós fennmaradásának irányába mutató kockázatok realizálódása felfelé mutató

nyomást helyez a globális inflációra. Az alternatív pálya megvalósulása esetén így a külső inflációs környezet a vártnál magasabban alakul, ami begyűri a hazai árakba. A forgatókönyv megvalósulása esetén az alappályához képest szigorúbb monetáris kondíciók válhatnak indokolttá.

Alacsonyabb energia- és nyersanyagárak

**A globális recessziós félelmek erősödése növeli a bizonytalanságot az energia- és nyersanyagárak jövőbeli alakulásával kapcsolatban.** A konjunktúra mérséklődése általánosan az áremelkedési ütem csökkenését válthatja ki a világban 2023-tól kezdődően. 112 ország augusztusi inflációs adatát tekintve 25 esetben már csökkent, vagy stagnált az árdinamika júliushoz képest.

**A recessziós kockázatok erősödésén túl számos jel utal arra is, hogy a globális ellátási zavarok az utóbbi időben enyhülni kezdtek.** A globális értékláncok súrlódását mérő GSCPI index április óta meredeken csökken. A Kínából induló áruszállítás globális költségei számottevően mérséklődtek az elmúlt hónapokban.

**Az energia- és nyersanyagárak alakulásában Kína szerepe keresleti oldalról meghatározó.** A kínai gazdaság lassulása éppen ezért érdemben mérsékelheti a nyersanyagok világpiaci árait. A gáz és az áram világpiaci árán kívül a főbb ipari nyersanyagok árai jelenleg az első féléves csúcstételek alatt tartózkodnak, míg több nyersanyag ára, köztük az olajé mérséklődött az elmúlt negyedév során. A nyersanyagárakat övező kétirányú kockázatokat jól jelzi, hogy a Brent olaj árára vonatkozó előrejelzések széles sávban szóródnak.

**Az energiaválság és így az áremelkedés enyhülésének irányába hat kínálati oldalról, amennyiben az orosz-ukrán háborús feszültség enyhül, keresleti oldalról pedig a recessziós kockázatokon túl az is, ha a főbb gazdaságok energiasztratégiájukban mérséklék a gázipari függőségüket.** Az elmúlt időszak hírei alapján Németország mérlegeli a nukleáris energia hosszabb távú felhasználását.

**Alternatív pályánkban** a globálisan erősödő recessziós félelmek, a kínálati zavarok enyhülése, a háborús feszültség csillapodása, illetve egyes strukturális intézkedések következtében a kereslet kínálathoz mért relatív mérséklődése az energia- és nyersanyagárak csökkenésének irányába hat. Az alternatív pálya megvalósulása esetén így a külső inflációs környezet a vártnál alacsonyabban alakul, ami lazább monetáris kondíciókkal van összhangban.

Másodkörös inflációs hatások kockázatának emelkedése

**Júniusban fennmaradt a kétszámjegyű bérdinamika Magyarországon.** A magas bérdinamikához a minimálbér és

a garantált bérminimum emelése is hozzájárult. A régióban továbbra is Magyarországon volt a legmagasabb a béremelkedési ütem.

**A nemzetközi összevetésben is kiemelkedő mértékű hazai minimálbér-emelés mellett a munkaerőpiac feszesedése is hozzájárul a bérdinamika erősödéséhez.** Minden szektorban élénk verseny folyik a képzett munkaerőért, ami a magas bérdinamika tartós fennmaradását eredményezheti. A koronavírus-válság hatására a foglalkoztatottságban történt szektorális átrendeződések egyes ágazatokban tovább fokozhatják a munkaerőhiányt, ami annak tartóssá válása esetén bérezési feszültségekhez vezethet. Ezenkívül a feszes munkaerőpiaci környezetben magas infláció mellett a vállalati szektor további dinamikus béremelést hajthat végre az emelkedő hazai inflációs várakozások, illetve a munkavállalók erősödő alkupozíciójának eredményeként. A tartósan magas bérdinamika növeli az inflációs alapfolyamatok emelkedésének kockázatát.

**Az alternatív forgatókönyv** szerint a másodkörös inflációs hatások kialakulásának kockázata realizálódik: a magas inflációs várakozások a feszes munkaerőpiaci környezetben azt eredményezik, hogy a bérdinamika az alappályában feltételezettnél gyorsabb ütemben nő, a fogyasztás bővülése mellett a megtakarítási ráta mérséklődik, ami az infláció további emelkedésének irányába mutat és szigorúbb monetáris kondíciókat tesz szükségessé.

További kockázatok

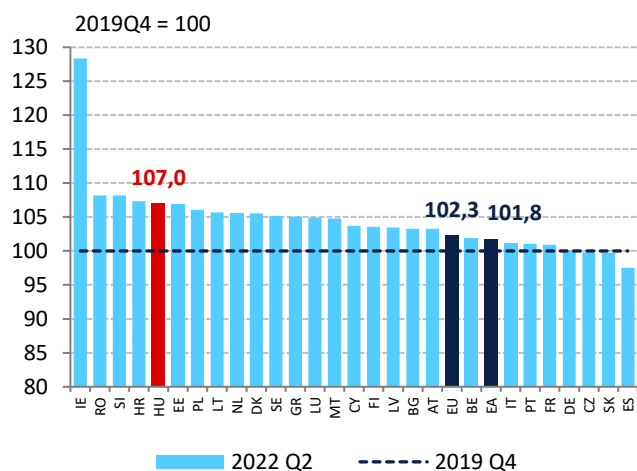
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács két további alternatív pályát mérlegelt. A feltörekvő piacokról történő tőkekivonást feltételező alternatív pályánkban arra számítunk, hogy a feltörekvő piacokkal, így hazánkkal szemben az alappályához képest tartósabban és erőteljesebben emelkedik a kockázatkerülés. Ennek eredményeként jelentős tőkekiáramlás és az infláció további emelkedése következhet be. A versenyképességi reformok gyorsabb megvalósulását feltételező alternatív forgatókönyvben a versenyképesség javulása elsősorban kínálati oldalról élénkíti tovább a hazai gazdaságot. Az alappályában feltételezettnél nagyobb mértékben javulhat a versenyképesség, amennyiben a Magyar Nemzeti Bank által bemutatott, a versenyképesség javítását célzó 330 lépés közül további javaslatok realizálódnak, illetve a Fenntartható egyensúly és felzárkózás című vitairat 144 pontjának megvalósítása elkezdődik. 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

A Covid-válságot követő kilábalás folytatódott a második negyedév során ugyanakkor a meghatározó gazdaságok többségében lassult a gazdasági növekedés. Az Európai Unió országai közül 23-ban a GDP már meghaladta a Covid-válság előtti szintet, azonban hazánk legnagyobb kereskedelmi partnerénél, Németországban minimálisan továbbra is elmarad attól. A historikusan magas energiaárak és a folyamatosan feszült geopolitikai légkör tovább rontotta a rövid távú növekedési kilátásokat. Az emelkedő költségek viszonylag gyorsan begyűrűznek a termelői és a fogyasztói árakba egyaránt, ami az európai inflációt tovább növelte. Az elmúlt negyedévben a globálisan meghatározó jegybankok az erőteljes inflációs nyomásra reagálva tovább szigorították a monetáris kondíciókat, miközben a régiós jegybankok lassítottak a szigorítás ütemén. A Federal Reserve több lépésben emelte az irányadó ráta célsávját, valamint megkezdte mérlegének szűkítését. Az Európai Központi Bank 2022 július elején lezárta az APP program nettó eszközvásárlásait, illetve megkezdte a kamatemelési ciklusát. A jegybank emellett egy új, „anti-fragmentációs” eszközt vezetett be a monetáris transzmisszió hatékonyságának védelme érdekében. A régió országai közül Lengyelországban és Romániában a növekvő inflációra reagálva, lassuló ütemben tovább emelkedtek a kamatszintek, míg a cseh jegybank augusztusban változatlanul hagyta az irányadó rátát. Az Egyesült Államokban júliusban és augusztusban már lassult az áremelkedés mértéke a megelőző hónaphoz képest.

3-1. ábra: A GDP szintjének alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján.

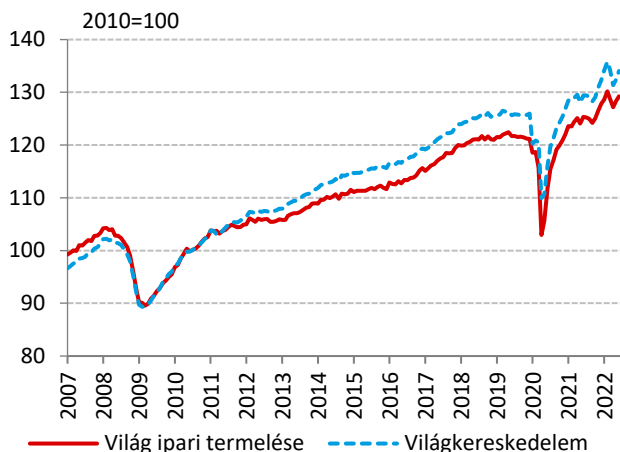
Forrás: Eurostat, Trading Economics

#### 3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

**2022 második negyedévében jellemzően lassult a gazdasági növekedés üteme a főbb gazdaságokban.** Az Egyesült Államokban az első negyedévinél lassabban, 1,7 százalékkal nőtt a gazdaság, negyedéves alapon visszaesést regisztráltak. Szintén csökkent a GDP Kínában az előző negyedévhez viszonyítva, így a gazdaság az elemzői várakozásoknál alacsonyabb mértékben, 0,4 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. 2022 második negyedévében az EU gazdasága 4,2 százalékkal, az eurozónáé 4,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Az EU 27 országa közül 23-ban a Covid-válság előtti szintje felett alakult a gazdasági aktivitás. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága megközelítette a 2019 utolsó negyedévi GDP szintjét, de minimálisan továbbra is elmaradt attól (3-1. ábra).

**A nemzetközi konjunktúra – és különösképpen az európai gazdasági kilátások – alakulását továbbra is elsősorban az orosz-ukrán háború, és a historikus összevetésben magas energiaárak befolyásolják.** A világ ipari termelése és a világkereskedelem 2021 végén újra növekedésnek indult és a háborút megelőzően erős dinamikát mutatott. Az orosz-ukrán háború és az azt követő szankciós politikák ideiglenesen csökkentették az ipari termelést és a külkereskedelmet, ugyanakkor a második negyedévben újra növekedés látható (3-2. ábra). A júniusi Inflációs jelentés óta az energiaellátás-biztonsági kockázatok, a részben emiatt emelkedő energiaárak és a romló konjunktúrahangulat miatt a globális és európai növekedési kilátások jelentősen romlottak.

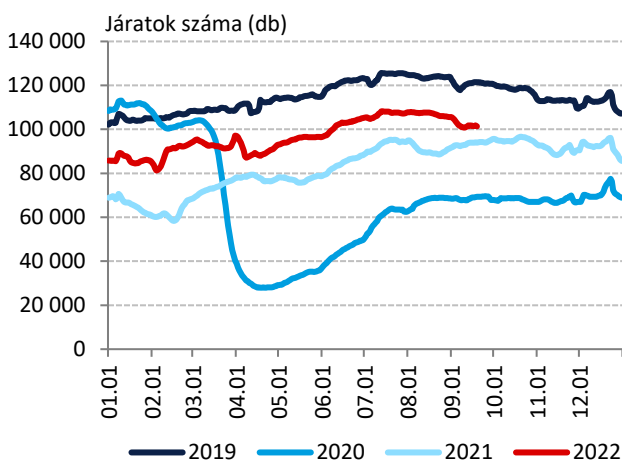
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: CPB

3-3. ábra: Globális kereskedelmi célú repülőjáratok számának alakulása



Megjegyzés: Index 7 napos mozgóátlag alapján

Forrás: Flightradar24

A szolgáltatások terén továbbra is a turizmus a globális turbulenciák által leginkább érintett szektor. Az egyes régiókban továbbra is érvényben lévő korlátozások mellett a nemzetközi turizmus csak fokozatosan erősödött, azonban a kilátásokat – főként a régióban – a háború ismét beárnyékolja. A napi kereskedelmi célú repülőjáratok száma lassú emelkedéssel június elejére meghaladta a 100 ezret, ami azonban továbbra is jelentősen elmarad a 2019-es adatoktól (3-3. ábra).

### 3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

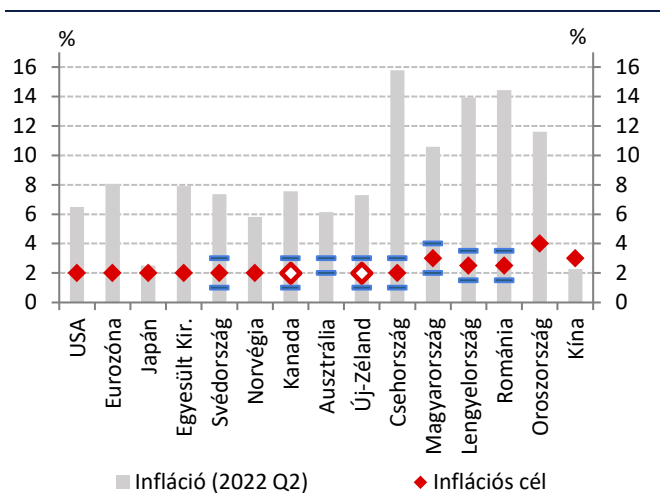
A globális infláció az elmúlt hónapokban tovább emelkedett. A fejlett gazdaságok többségében az utóbbi időszakban az inflációs ráta jóval meghaladta a jegybanki célértékeket (3-4. ábra). Erre reagálva a legtöbb jegybank folytatta a monetáris kondíciók szigorítását, az irányadó kamatok emelésével, továbbá egyes jegybankok esetében előtérbe került a nettó eszközvásárlások leállítását, illetve a jegybankmérlegek szűkítése is.

Az Egyesült Államokban a növekvő inflációs kockázatok következtében a Fed 2022 márciusában kamatemelési ciklust indított, valamint 2022. júniustól megkezdte mérlegének szűkítését. A jegybank legutóbbi, 2022. szeptemberi kamatdöntő ülésén 75 bázisponttal, 3,00-3,25 százalékra emelte az irányadó ráta célsávját. A Nyíltpiaci Bizottság arra számít, hogy az irányadó ráta célsávjának folyamatban lévő emelése megfelelőek lesznek a jegybank árstabilitásra és maximális foglalkoztatásra vonatkozó céljainak eléréséhez. Az FOMC szeptember 1-jével duplájára növelte a mérlegszűkítés havi ütemét, az állampapírok esetében havi 60 milliárd dollárra, a jelzálogfedezett értékpapírok esetében pedig havi 35 milliárd dollárra, összhangban a májusban meghatározott ütemtervvel. A döntéshozók jelentősen módosították előrejelzésüket, az irányadó ráta az év végére 1,0 százalékponttal lehet magasabban a júniusi prognózisukhoz képest. A döntéshozók új előrejelzése alapján a gazdasági növekedés idén jelentősen, emellett 2023-ban és 2024-ben is érdemben alacsonyabb lehet a júniusban vártnál. A munkanélküliségi ráta, valamint a PCE inflációs és maginflációs ráta is magasabban alakulhat a korábbi prognózishoz képest. Az infláció a júniusi 9,1 százalékot követően júliusban 8,5 százalékra, majd augusztusban 8,3 százalékra csökkent, míg a jegybank által kiemelten figyelt PCE inflációs ráta a júniusi 6,8 százalékról júliusban 6,3 százalékra mérséklődött. A Fed mérlegfősszege 2022 szeptember elején 8822 milliárd dolláron, a GDP 35,5 százalékán alakult (3-5. ábra).

Az euroövezetben 2022. augusztusban 9,1 százalékra emelkedett az infláció főként a növekvő élelmiszer- és



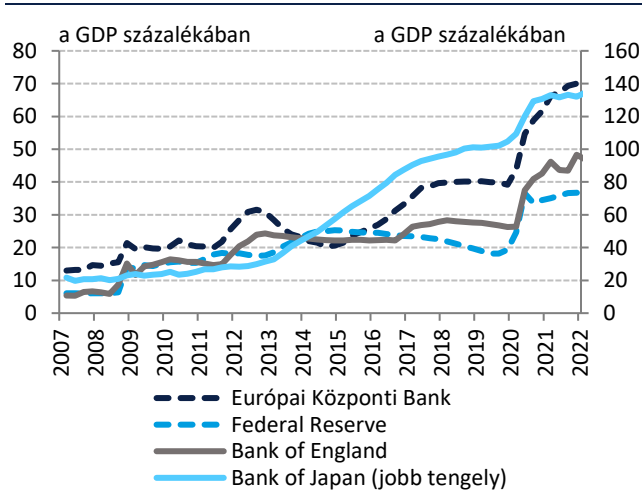
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



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 rombuszal jelöltünk.

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania

3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



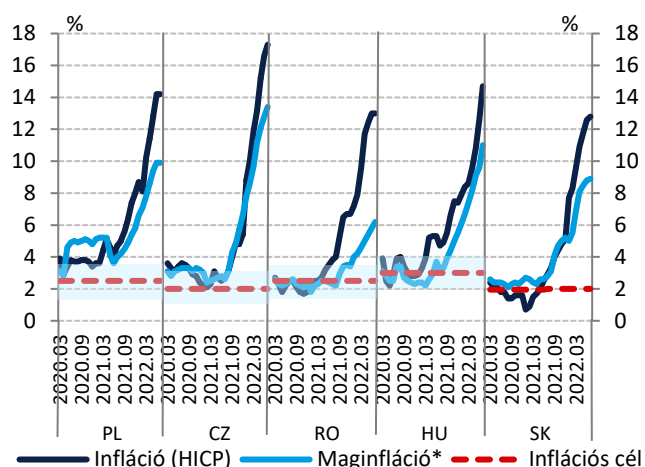
Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

**energiaárak miatt.** Mindeközben a gazdasági aktivitás lassul, elsősorban az orosz-ukrán háború következtében.

**Az EKB júliusban 50 bázisponttal, majd szeptemberi kamatdöntő ülésén 75 bázisponttal emelte az irányadó rátákat.** Az EKB úgy ítélte meg, hogy a szeptemberi kamatemelés előrehozza az erősen laza monetáris kondícióktól való átmenetet egy olyan kamatszint felé, ami biztosítja az infláció megfelelő időben való visszatérését a 2 százalékos inflációs célra. A jegybank júliusban elfogadta új „anti-fragmentációs” eszközt, ami a Transmission Protection Instrument (TPI) nevet kapta. Az új eszköz célja a monetáris transzmisszió hatékonyságának biztosítása. A TPI államkötvény vásárlásainak mértéke a transzmissziót övező kockázatok nagyságától függ majd, nem lesz előre meghatározva azok volumene. Az EKB 2022. március végén lezárta PEPP eszközvásárlási programját, melynek keretében vásárolt lejáratott értékpapírokat 2024 végéig újrabefekteti. Az APP keretében történő eszközvásárlások 2022. július 1-én zárultak le. A központi bank jóval az első kamatemelés időpontján túl is újrabefekteti a lejáratott értékpapírokat, mindaddig, amíg szükséges a bőséges likviditás fenntartása. A jegybank szeptemberi közleménye alapján a következő üléseken további kamatemelések várhatóak. Az EKB előretekintve, ülésről-ülésre dönt majd a további szigorítás menetéről, adatfüggő módon. A harmonizált fogyasztói árindex augusztusban 9,1, a maginfláció 4,3 százalékra emelkedett, amely jóval meghaladja az EKB 2 százalékos célját, emellett az inflációs nyomás egyre szélesebb körben van jelen a gazdaságban, ami miatt a központi bank jelentős mértékben felfelé módosította inflációs előrejelzését. Az új előrejelzés alapján idén 8,1, jövőre 5,5 százalékon alakulhat az infláció. A növekedésben erőteljes lassulás jöhet, az év végén és 2023 első negyedévében stagnálhat a gazdaság. Az EKB mérlegfőösszege 2022. augusztus végén 8756 milliárd eurón, a GDP 69,9 százalékán alakult (3-5. ábra).

**A japán jegybank 2022. szeptemberi kamatdöntő ülésén változatlanul hagyta a 10 éves állampapírpiazi hozamra megállapított 0 százalékos célját és a többlettartalékokra kivetett -0,1 százalékos kamatot. A jegybank emellett döntött a koronavírus járvány idején indított, a KKV-k finanszírozását segítő forrásnyújtó eszköz kivezetéséről.** A Bank of Japan tovább folytatja eszközvásárlási programját, valamint jelezte, hogy a hozamcél megtartása érdekében továbbra is korlátlan mennyiségű államkötvény vásárlására tesz ajánlatot 0,25 százalékos fix kamattal, ami egyben a jegybank hozamcéljának felső határa. A japán kormányzat devizapiaci intervenciót hajtott végre a jen árfolyamának stabilizálása érdekében. A jegybank előrejelzésében 2022-re a korábbinál magasabb inflációval és alacsonyabb növekedéssel számol. A korábban várt 1,9 helyett 2,3

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

százalék lehet az infláció 2022-ben, míg jövőre 1,1 helyett 1,4 százalékkal emelkedhetnek a fogyasztói árak. A növekedés idén a korábban prognosztizált 2,9 helyett 2,4 százalék lehet, jövőre 1,9 helyett 2,0 százalékkal növekedhet a gazdaság. A jegybank GDP arányos mérlegfőösszege 2022. szeptember elején 130,5 százalékon alakult (3-5. ábra).

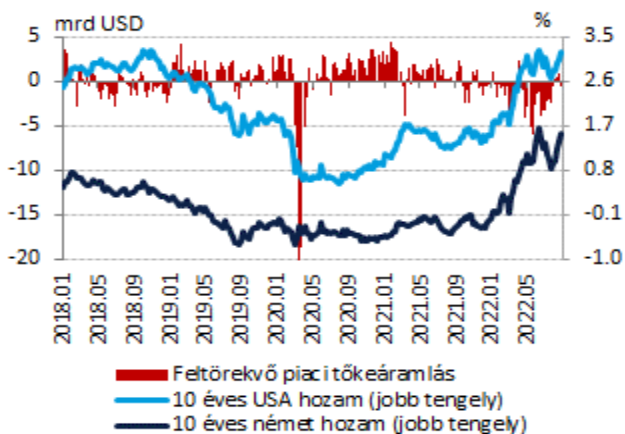
A kínai jegybank 2022. szeptemberi kamatdöntő ülésén nem változtatott a banki hitelek árazásában irányadó benchmark hitelkamatláb (loan prime rate, LPR) szintjén. Az egyéves LPR így 3,65 százalék, az ötéves LPR pedig 4,3 százalék maradt. A jegybank a kereskedelmi bankok devizabetéteire vonatkozó tartalékrátát szeptember 15-i hatállyal 8 százalékról 6 százalékra csökkentette. A jegybank még 2022. augusztusi kamatdöntő ülésén döntött arról, hogy 3,7 százalékról 3,65 százalékra, illetve 4,45 százalékról 4,3 százalékra csökkenti az egyéves és ötéves referencia hitelkamatláb szintjét. A jegybank ezt megelőzően 10 bázisponttal 2,75 százalékra csökkentette közép-távú hiteleszközének (MLF) kamatlábát. A jegybank a likviditásnyújtó egyhetes fordított repo eszközének kamatlábát is 10 bázisponttal, 2,10 százalékról 2,00 százalékra csökkentette.

Az augusztusi kamatcsökkentéssel a gazdasági növekedés lassulására reagált a jegybank. A kínai gazdaság az idei év második negyedében 2,6 százalékkal zsugorodott és a legtöbb gazdasági mutató júliusban is elmaradt a várakozásoktól. A kínai jegybank előrejelzése szerint az infláció 3 százalék fölé emelkedhet az idei év második felében.

A lengyel jegybank irányadó rátáját szeptemberben 25 bázisponttal 6,75 százalékra emelte. Lengyelországban az infláció augusztusban 16,1 százalékra, a harmonizált fogyasztói árindex júliusban 14,2 százalékra emelkedett (3-6. ábra), amelynek háttérben főként az élelmiszer- és energiaárak erőteljes növekedése áll. A jegybank megítélése szerint továbbra is fennáll annak a veszélye, hogy az infláció a jegybanki cél felett alakuljon a monetáris transzmisszió horizontján, ezért szükséges volt az irányadó ráta további emelése. Előretekintve a jegybank a további szigorítás szükségességéről a beérkező inflációs, növekedési és munkaerőpiaci adatok fényében fog dönteni, emellett figyelembe veszi az orosz-ukrán háború lengyel gazdaságra gyakorolt hatását.

A cseh jegybank augusztusi kamatdöntő ülésén 7,0 százalékon tartotta az irányadó rátáját, a jegybank közleménye szerint a döntést az új makrogazdasági előrejelzés is alátámasztja. A jegybank emellette jelezte, hogy a korona leértékelődését és túlzott volatilitását devizapiaci intervenciókkal akadályozza meg. Az infláció

3-7. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása



Forrás: EPFR, Bloomberg

augusztusban 17,2 százalékon alakult, amely jelentősen meghaladja az inflációs cél körüli toleranciasáv felső szélét. A harmonizált fogyasztói árindex júliusban 17,3 százalékra emelkedett. (3-6. ábra). A jegybanki előrejelzés szerint az infláció ősszel eléri a 20 százalékot, az idei évben átlagosan 16,5 százalék körül alakul, másfél éven belül pedig 2 százalék körüli szintre csökken.

**A román jegybank augusztusban 75 bázisponttal, 4,75 százalékról 5,5 százalékra emelte az alapkamatot.** A román jegybank emellett egyéb eszközeivel szoros likviditáskontrollt gyakorol a bankközi piacon, amelynek eredményeként augusztus végén a 3 hónapos bankközi kamat az alapkamatot jóval meghaladó szinten, 7,8 százalékon alakult. Az infláció Romániában augusztusban 15,3 százalékra, a harmonizált fogyasztói árindex júliusban 13,0 százalékra emelkedett (3-6. ábra). A jegybank várakozásai szerint az infláció várhatóan 2022. harmadik negyedévében éri el a tetőpontját, majd fokozatosan csökkenő pályára állhat, a korábban vártnál némileg magasabb pályán. Az infláció várhatóan 2023. második felében csökken 10 százalék alá és 2024 első negyedévig a toleranciasáv fölött alakul.

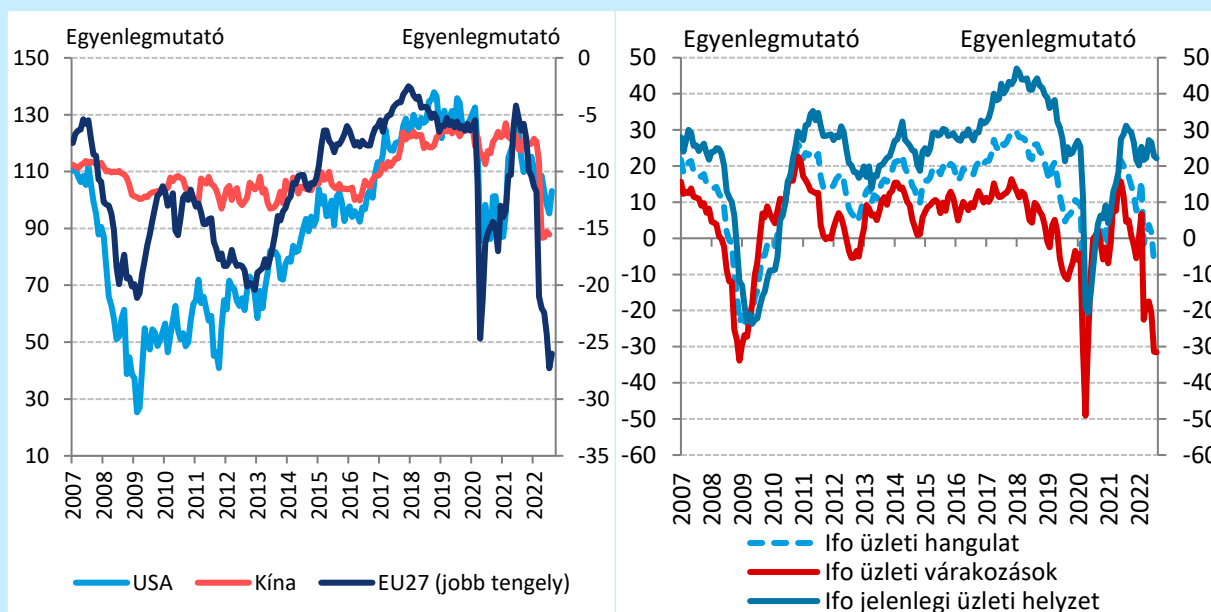
**Az elmúlt negyedévben enyhén javult a hangulat a globális pénzüpiacokon, bár a nyersanyag piacokon továbbra is feszültség volt tapasztalható. A javuló hangulat hatására a fejlett tőzszeindexek is emelkedtek.** Az időszak elején az orosz-ukrán háborúval kapcsolatos kezdeti befektetői félelmek alábbhagytak, ugyanakkor az időszak második felében a nyersanyagpiaci feszültségek emelkedésének hatására ismét negatívabbá vált a befektetői hangulat. Az időszak nagyrésztében a fejlett részvényindexek emelkedtek, míg a feltörekvő piacokon csökkenés ment végbe. A fejlett részvényindexek emelkedése az amerikai és japán tőzszeindexek esetében 3-5 százalékot tett ki, míg az európai indexek esetében mérsékeltebb volt az emelkedés. A feltörekvő országok tőzsdéi átlagosan 3 százalékkal csökkentek. A dollár a fejlett és a feltörekvő devizákkal, köztük a szűk régió devizáival szemben is tovább erősödött, így a japán jenhez és az euróhoz képest rendre 4 és 5 százalékkal értékelődött fel, míg az angol fonttal szemben szintén 5 százalékkal erősödött. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok emelkedtek, így az amerikai tízéves állampapír hozama 3,25 százalékra emelkedett. (3-7. ábra).

**Miután az EKB is megkezdte a kamatemeléseket, tovább növekedtek a fejlett piaci kamatpályákkal kapcsolatos piaci várakozások is.** A piaci árazások alapján a Fed és az EKB kamatemeléseivel kapcsolatos várakozások tovább emelkedtek. A Fed esetében, az év végére árazott kamatszint az időszak során 35 bázisponttal 3,7 százalékra emelkedett, míg az EKB esetében 85 bázisponttal 1,65 százalékra nőtt.

### 3-1. keretes írás: Külső konjunkturális kilátások alakulása

**2022 második felére az energiaárak megugrásával egyre borúsabbá váltak a globális növekedési kilátások, amelyek a gazdaság lassulása mellett dezinflációs hatással is járnak várhatóan.** A jelenség nem kizárólag európai gazdaságokra jellemző, amit jól mutat, hogy az amerikai gazdaságban már az év első két negyedében csökkent a gazdasági teljesítmény negyedéves alapon és a fogyasztói árak lassuló mértékben emelkedtek júliusban és augusztusban egyaránt. A második negyedévben Kínában az előző negyedévhez képest 2,6 százalékkal zsugorodott a gazdaság, a kilátásokat pedig rontja a kormányzat zéró-covid politikája, valamint a romló hitelezési dinamikák és az ingatlanpiaci turbulenciák. A globális növekedés lassulása az eurozónán – elsősorban Németországon – keresztül, a reálgazdasági csatornán a közép-kelet-európai régióra is hatással van. Hazánk kis nyitott gazdaságként erőteljesen kitett a külső konjunktúra alakulásának, ami közvetlen és közvetett csatornákon keresztül egyaránt visszavetheti a hazai ipari termelés és export növekedési ütemét.

3-8. ábra: A fogyasztói bizalom alakulása a világ meghatározó gazdaságaiban (bal panel), valamint az Ifo indexek alakulása Németországban (jobb panel)

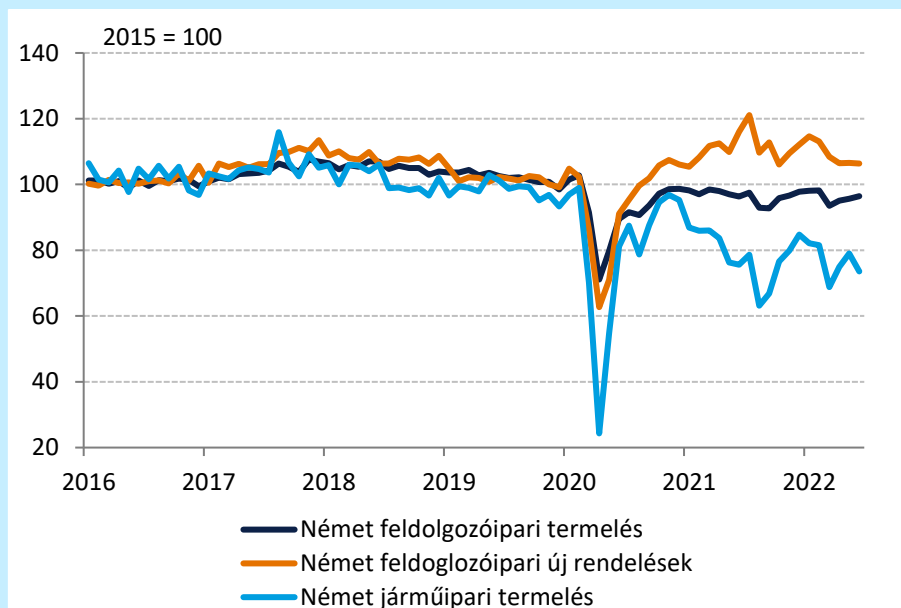


Forrás: Európai Bizottság, Ifo intézet, Macrobond

**A világ meghatározó gazdaságaiban egyaránt jelentős mértékben csökkent a fogyasztói bizalom az elmúlt hónapokban** (3-8.ábra). Az EU-ban és Kínában még a 2008-2009-es, valamint a 2020-as koronavírus okozta válságban tapasztaltnál is alacsonyabb szintre csökkent a bizalom alig pár hónap leforgása alatt. Az amerikai fogyasztók hangulata szintén fokozatos csökkenést mutatott, ugyanakkor egyelőre a mutató szintje nem süllyedt sem a koronavírus alatti, sem a 2008-2009-es legmélyebb pontjára. A nagymértékű bizalomvesztés mindenhol a gazdasági kilátások számottevő és gyors romlása miatt következett be elsősorban a fogyasztók részéről. Az EU válaszadói körében a recessziós félelmek kiszorították az infláció és a megélhetési költségek emelkedése okozta nehézségeket. A borús gazdasági kilátások eredményezhették, hogy az árakkal kapcsolatos várakozásaik az ukrajnai háború kezdete óta a legalacsonyabb szintre süllyedtek.

**Az Európai Unió legnagyobb gazdasága, Németország egyre közelebb kerül az év végi recesszióhoz.** A magas energia- és nyersanyagárak, az ellátási láncokban továbbra is jelenlévő súrlódások és az ukrajnai háború miatt eleve visszafogott kilátásokat a Rajna alacsony vízállásából eredő szállítási nehézségek, az újabb és folyamatos geopolitikai bizonytalanságok és a gázhiány veszélye tovább rontották. A német gazdaság termékeiért csökkent a kereslet, emiatt az ipari termelés és az exportteljesítmény is visszafogottabbnak ígérkezik az elkövetkező időszakban. A többszörösére emelkedő energiaszámlák mellett a várhatóan év végére kétszámjegyre gyorsuló infláció tovább erodálja a hazai lakosság fogyasztásra szánt jövedelmét is. Az Ifo intézet felmérése szerint a cégek jelentősen visszaeső üzleti aktivitásra számítanak a következő hónapokban, ezt támasztja alá az utóbbi hónapokban a német járműipari termelés csökkenése, amely a továbbra is kifejezetten alacsony szinten alakult (3-9.ábra).

3-9. ábra: A német ipari termelés fontosabb mutatóinak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Destatis

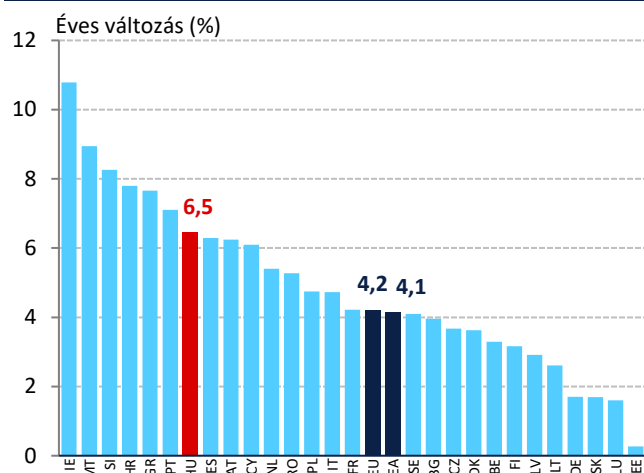
**A gazdaság növekedési kilátásait az elkövetkező években az is befolyásolja, hogy jelenleg a teljes német gazdaság üzleti modellje megújításra vár.** Az átalakuló világgazdaság jelentős veszélyt hordoz a német gazdasági modell számára. Egyre nehezebben lesz fenntartható az olcsó (orosz) energia és input áruk importjából készülő kiváló minőségű termékek exportjára épülő gazdaság, amely sikeresen használta ki a világkereskedelem egyre szabadabbá válásának előnyeit. Ezzel szemben az országnak most a zöld átállással, az ellátási láncokban tartósan megjelenő súrlódásokkal és a globalizációs folyamatok megfordulásával kell szembenéznie. Emellett olyan régóta fennálló problémákat is kezelni kell, mint a digitalizáció hiánya, az elöregedő infrastruktúra és az idősödő társadalom. A német ipari termelés a fennálló problémák hatására továbbra is a koronavírus okozta válság előtti szintje alatt teljesít. Különösen igazak a fentebb említett problémák a német gazdaság motorjának számító járműgyártásra, amely szektort szinte minden 2020 óta megjelenő új kihívás negatívan érint.

**A német gazdaság lassulása az euróvíza többi részére is hatással lesz.** A tovagyrúzó hatások leginkább a vegyiparban és az autóiparban lesznek érezhetőek, a gyengülő külső kereslet a közép-kelet-európai régió egészében lassíthatja a növekedést az idei és a következő évben is.

### 3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

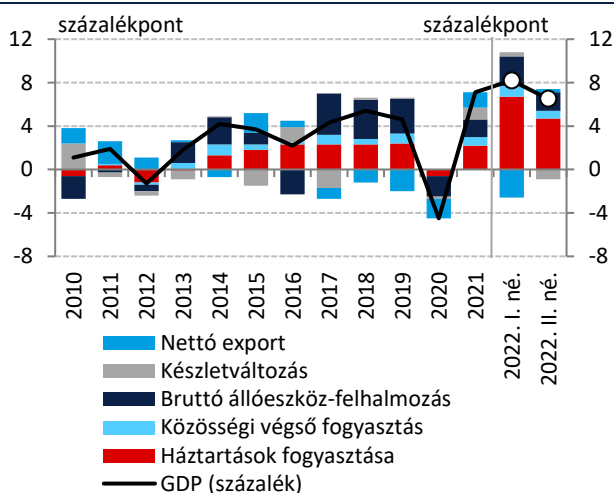
A magyar gazdaság növekedése folytatódott 2022 második negyedében, a bruttó hazai termék 6,5 százalékkal emelkedett éves bázison, ezzel a hazai gazdaság teljesítménye 7,0 százalékkal haladta meg a járvány előtti szintjét. A növekedéshez legnagyobb részben a lakossági fogyasztás járult hozzá. A vállalati szektor és a költségvetési szervek beruházásai is növekedtek a második negyedévben. A külkereskedelmi termékforgalom egyenlege változatlanul hiányt mutatott a második negyedévben. A cserearány az ásványi fűtőanyagok áremelkedése következtében jelentősen romlott éves bázison.

3-10. ábra: A GDP éves változása 2022 második negyedében az Európai Unió országaiban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok  
Forrás: Eurostat

3-11. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a kormányzattól és nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokat. A készletváltozás tartalmazza az értéktárgyak beszerzésének és eladásának egyenlegét.

Forrás: KSH

**A sikeres újraindulást követően folytatódott a magyar gazdaság növekedése.** 2022 második negyedében a bruttó hazai termék 6,5 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Az eurozóna 4,1 százalékkal, az EU-27 országának gazdasága pedig 4,2 százalékkal bővült éves bázison (3-10. ábra). Az Európai Unióhoz viszonyított növekedési többletünk 2,3 százalékpont volt 2022 második negyedében.

**Felhasználási oldalról a tételek többsége pozitívan járult hozzá a GDP éves alapú növekedéséhez, a növekedés fő húzóereje az első negyedévhez hasonlóan a háztartások fogyasztása volt.**

**A háztartások fogyasztási kiadása jelentős mértékben, 10,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva.** A legnagyobb mértékben a szolgáltatások (+15,6 százalék) és a félig tartós termékek fogyasztása (+13,7 százalék) emelkedett. A közösségi végső fogyasztás 3,2 százalékkal emelkedett éves alapon.

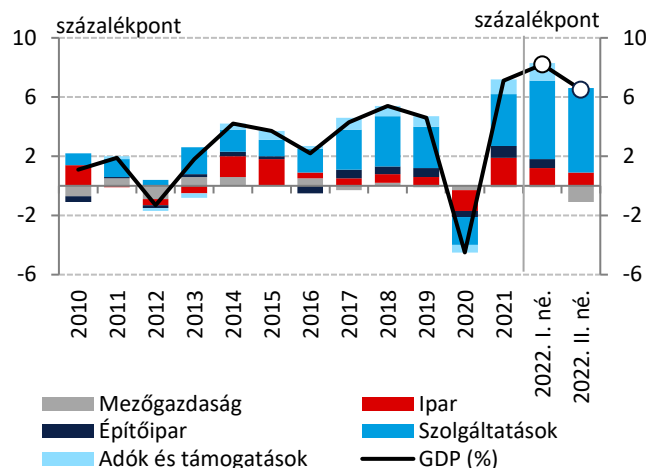
**A bruttó állóeszköz-felhalmozás hozzáadott értéke 6,1 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.**

A gép- és berendezés-beruházások volumene nagyobb mértékben emelkedett, mint az építési beruházásoké. A beruházási ráta 28,3 százalékon alakult. A készletváltozás az első negyedévben regisztrált pozitív növekedési hozzájárulása után negatívan alakult (3-11. ábra).

**A nettó export pozitívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez a második negyedév során.** Az export volumene (+7,6 százalék) nagyobb mértékben nőtt, mint az importé (+7,3 százalék), így a nettó export 0,3 százalékponttal segítette a második negyedéves növekedést. Az áruexport 4,4 százalékkal, míg a szolgáltatások exportja 23,4 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. Az áruimport 4,4 százalékkal, a szolgáltatások importja 26,9 százalékkal növekedett éves bázison.

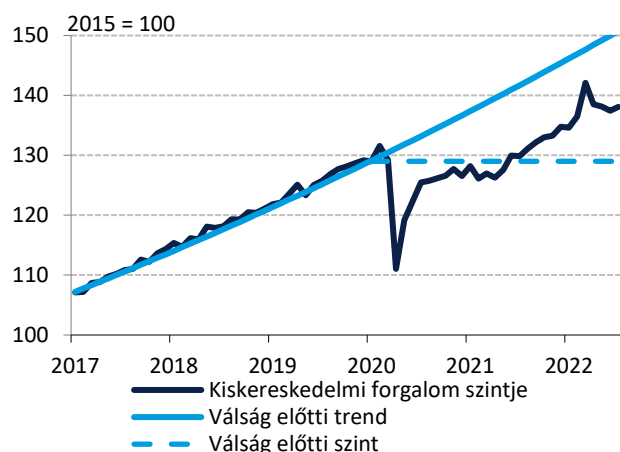
**A mezőgazdaság kivételével az összes nemzetgazdasági ág teljesítménye bővült az előző év azonos időszakához képest** (3-12. ábra). Az ipar teljesítménye 3,9 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához mérten. A feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb mértékben a villamos berendezés gyártása, illetve az élelmiszeripar

3-12. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása



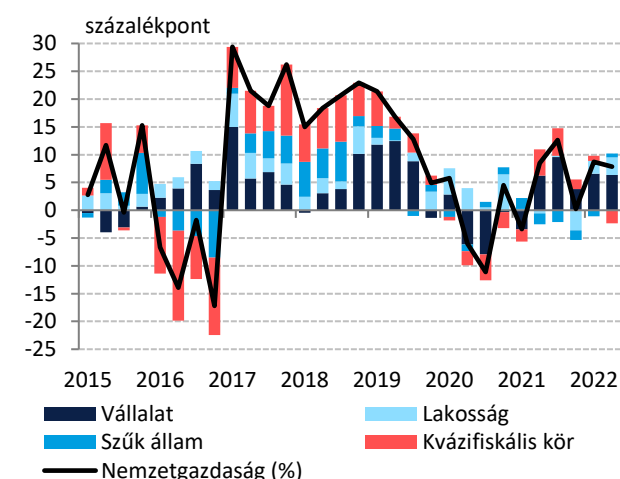
Forrás: KSH

3-13. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és a válság előtti trend alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján. A válság előtti trend a 2017. január és 2020. január közötti lineáris trend meghosszabbítása. Forrás: KSH, MNB

3-14. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



Forrás: KSH

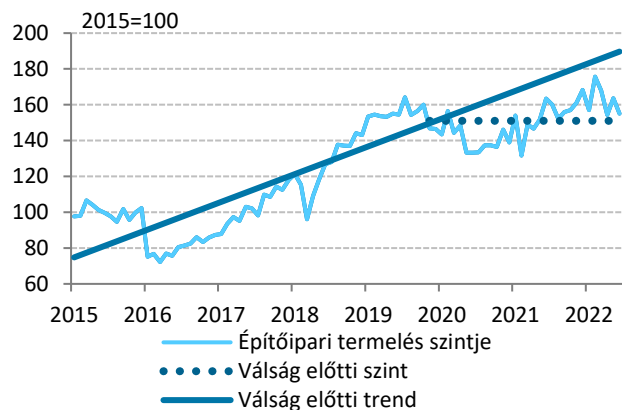
növekedése járult hozzá az ipar éves bővüléséhez. Az építőipar hozzáadott értéke 0,4 százalékkal nőtt a havi termelési indikátorokkal összhangban. A mezőgazdaság teljesítménye a súlyos aszálykár következtében 35,5 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A szolgáltatások hozzáadott értéke összességében 10,5 százalékkal nőtt. A legerőteljesebb növekedés azokon a gazdasági területeken történt, ahol a tavalyi korlátozó intézkedések miatt alacsony volt a bázis. Ugyanakkor olyan szolgáltató ágak is számottevően bővültek, amelyek teljesítményét érdemben nem befolyásolták az egy évvel korábbi lezárások (információ, kommunikáció +13,4 százalék, pénzügyi, biztosítási tevékenység +6,4 százalék).

**2022 második negyedévében a kiskereskedelmi értékesítések növekedési üteme lassult az első negyedévhez képest (3-13. ábra).** 2022. júliusában a kiskereskedelmi üzletek forgalmának volumene a naptárhatástól megtisztított adatok alapján 4,3 százalékkal bővült éves összevetésben. A szolgáltatások kilábalása tovább folytatódott. A NAV júniusra vonatkozó online pénztárgép adatai – amely tartalmazza a vendéglátás, szálláshely-szolgáltatás és taxiszolgáltatás forgalmát is – a kiskereskedelmi forgalom bővülését mutatták. A jelentős emelkedésben az üzemanyag-kiskereskedelem megugrása és a tavalyi alacsony bázis hatása is érvényesült. A NAV pénztárgép adatai alapján a nagy kiskereskedelmi dinamika júliusban fennmaradt, augusztusban azonban mérséklődött.

**2022 második negyedévében a nemzetgazdasági beruházások volumene 7,8 százalékkal növekedett a beruházási szakstatisztika alapján az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-14. ábra)** míg szezonálisan igazítva az előző negyedévhez képest 2,5 százalékos volt az emelkedés. Anyagi-műszaki összetétel alapján a gépberuházások 13,1 százalékkal, míg az épületjellegű beruházások 4,8 százalékkal bővültek éves összevetésben. A költségvetési szervek beruházásai 3,0 százalékkal növekedtek. A KSH tájékoztatása alapján a központi szervek, valamint a helyi önkormányzatok egyaránt növelték a tárgyeszköz-beszerzéseiket a bázisidőszakihoz képest. A legalább 50 főt foglalkoztató, közepes és nagy vállalkozások körében a beruházások volumene 3,0 százalékkal emelkedett, amiben lényeges szerepet játszottak a külföldi érdekltségű vállalkozások fejlesztései. A legnagyobb súlyt képviselő feldolgozóipar beruházásai 24,9 százalékkal növekedtek. 2022 második negyedévében 4 605 új lakást adtak át, ami 26,4 százalékos csökkenés éves összehasonlításban.

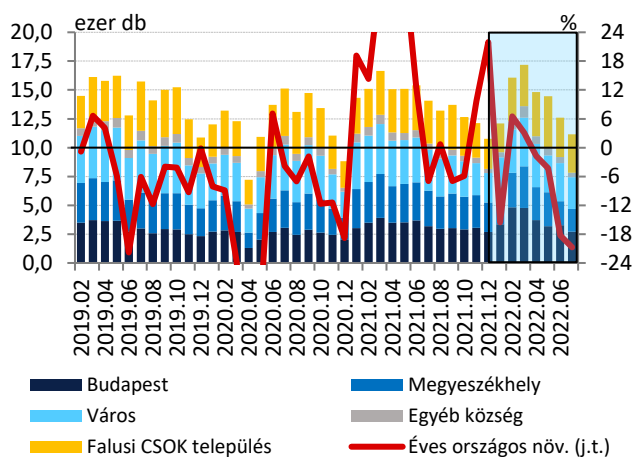
**Az újonnan kötött lakossági hitelszerződések volumene a második negyedévben is élénk volt, azonban a hitelállomány lassabb ütemben bővült a korábbi időszakokhoz**

3-15. ábra: Az építőipari termelés és a válság előtti trend alakulása



Forrás: KSH, MNB

3-16. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban



Megjegyzés: Kizárólag az 50 és 100 százalékos magánszemélyek általi tulajdonszerzéseket figyelembe véve. 2020 júliusától 2021 szeptemberéig a NAV illeték adatbázis adatai a településtípusonkénti feldolgozottsági szint becslése alapján korrigálva. A kiemelt hónapok ingatlanközvetítők tranzakciói és becsült piaci részesedése alapján.

Forrás: NAV, MNB, lakáspiaci közvetítói adatbázis.

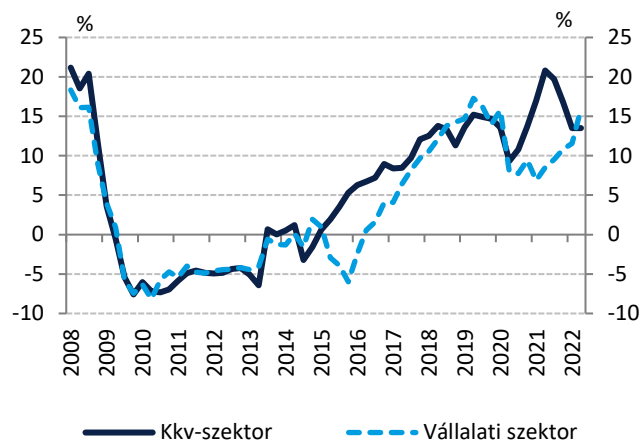
**képest.** 2022 második negyedévében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 299 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, így a háztartási hitelállomány éves növekedési üteme előző negyedévhez képest 2,1 százalékponttal lassulva 9,9 százalékot ért el június végén. 2021. novemberétől a fizetési moratórium törlesztéseket visszafogó hatása érdemben csökkent, a lakossági hitelállomány mintegy 5 százaléka volt moratóriumban június végén, a banki interjúk alapján részarányuk még tovább csökkenhet a moratórium negyedik szakaszának augusztusi kezdetével. A hitelintézetek által 2022 második negyedévében szerződött lakáshitelek volumene az előző év azonos időszakát 17 százalékkal haladta meg. A robusztus kibocsátáshoz az otthonteremtési támogatások és az az előrehozott kereslet mellett az NHP Zöld Otthon Program is nagymértékben hozzájárult, a termék a negyedévben az új lakások vásárlására és építésére nyújtott hitelek több mint 80 százalékaért felelt. A személyi hitelek kibocsátása 18 százalékkal haladta meg a 2021 második negyedévi volument. Előző év azonos időszakától 21 százalékkal elmaradva a második negyedévben 120 milliárd forint értékben kötöttek a fiatal házaspárok babaváró hitelszerződéseket.

**Az építőipari kibocsátás 2022 második negyedévében 0,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest.** Az épületek és az egyéb építmények építése is 2,4 százalékkal növekedett éves bázison. Április és június között a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján az építőipar kibocsátásának volumene továbbra is a válság előtti termelési szint felett alakult (3-15. ábra), azonban az építőipari termelés 2022 második negyedévében továbbra is a válság előtti trend szintje alatt maradt.

**2022 második negyedévében csökkent a lakáspiaci tranzakciók száma éves összevetésben (3-16. ábra).** 2022 második negyedévében becslésünk szerint csak a falusi CSOK-ra jogosult településeken tudott enyhén, 2,3 százalékkal emelkedni éves szinten az adásvételek száma, míg Budapesten 4,5 százalékkal, a megyeszékhelyeken 20,3 százalékkal, a többi városban 11,8 százalékkal, az egyéb községekben pedig 6,4 százalékkal csökkent a tranzakciók száma éves összevetésben. Országos szinten a második negyedévben összesen 41,9 ezret tehetett ki a lakáspiaci adásvételsszám, ami 8,2 százalékos elmaradást jelent az előző év azonos időszaki 45,6 ezres tranzakciószámától. 2022. júliusban már minden településtípuson csökkent a tranzakciószám, 21 százalékkal kevesebb adásvétel történt országosan az előző év júliusához képest. Az MNB lakásárindex alapján 2022 első negyedévében országosan 4,4 százalékkal, ezen belül a



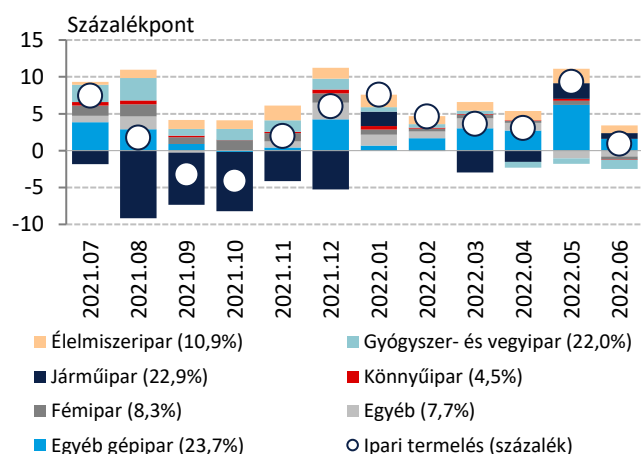
3-17. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: A vállalati szektor növekedési üteme tranzakció alapú, a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelek alapján. A kkv szektor az önálló vállalkozókat nem tartalmazza.

Forrás: MNB

3-18. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása



Megjegyzés: Zárójelben az ágazatok súlya szerepel az ipari termelésben. Víz- és hulladékgazdálkodás nemzetgazdasági ág nélkül.

Forrás: KSH

fővárosban 7,0 százalékkal, a vidéki városokban pedig 8,4 százalékkal drágultak a lakások nominális értelemben, a községekben azonban 5,4 százalékkal csökkentek a lakásárak. Előzetes adatok alapján 2022 második negyedévében is magas dinamikával folytatódott a lakásárak emelkedése, országosan 6,5 százalékkal, Budapesten 7,3 százalékkal nőttek az ingatlanárak.

**A vállalati hitelállomány dinamikusán növekedett a második negyedévben.** A vállalati hitelállomány a teljes pénzügyi közvetítőrendszer mérlegében 524 milliárd forinttal növekedett 2022 második negyedévében, mellyel az éves növekedési ütem 15,9 százalékot tett ki (3-17. ábra). A bankok által lejegyzett vállalati kötvényeket is figyelembe véve a hitelintézetek nem pénzügyi vállalati szektor felé fennálló hitel- és kötvényállománya 22,1 százalékkal növekedett június végén. A vállalati hitelezésen belül a kkv hitelállomány éves növekedési üteme 13,5 százalék volt a második negyedév végén. A negyedév során lezáruló Széchenyi Kártyaprogram Go! iránti erős kereslet miatt az újonnan szerződött vállalati hitelek mintegy 40 százaléka volt támogatott, mely arány jelentősen magasabb, mint a koronavírus megelőző időszak 10-15 százalékos értékei. A jelentős árbevétel-csökkenést elszenvedő vállalatok számára elérhető szűkített formájú fizetési moratóriumban a vállalati hitelállomány 2 százaléka vett részt június végén, banki interjúk alapján részarányuk még tovább csökkenhet a moratórium negyedik szakaszának augusztusi kezdetével. A Hitelezési felmérés alapján a második negyedév során a bankok egyik vállalatméret kategóriában sem változtattak érdemben a sztenderdeken, azonban az üzleti célú ingatlanhitelezés szegmensében a válaszó hitelintézetek nettó értelemben vett 20 százaléka szigorított, és előretekintve az összes szegmensben a hitelsztenderdek szigorítása várható. A bankok érdemben nem érzékelték a kereslet megváltozását 2022. második negyedévében, míg előretekintve a rövid lejáratú hitelek iránt az emelkedő működési költségek élénkülő, a hosszú lejáratú hitelek iránt a halasztott beruházások miatt csökkenő keresletet valószínűsítettek.

**A hazai ipari termelés az előző év azonos időszakához képest 4,6 százalékkal emelkedett a második negyedévben** (3-18. ábra). Az akkumulátorgyártás dinamikus felfutása folytatódott. Az alacsony bázisnak köszönhetően kis mértékben bővült a járműgyártás, ugyanakkor a gyógyszer- és vegyipar teljesítménye visszaesett. A külkereskedelmi termékforgalom egyenlege változatlanul hiányt mutatott az év második negyedévében. A cserearány az ásványi fűtőanyagok áremelkedése következtében jelentősen, 5,6 százalékkal romlott éves bázison júniusban.

**3-2. keretes írás: A 2022 első félévére koncentrálódó lakossági jövedelembővítő támogatások felhasználása**

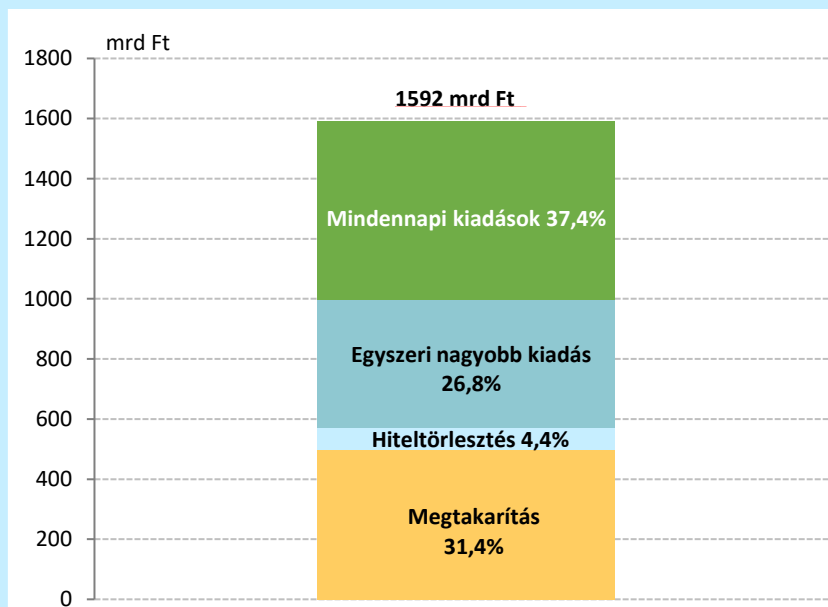
A kormányzati intézkedések összesen közel 1600 milliárd forinttal növelték a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét 2022 első félévében (3-1. táblázat). Reálgazdasági és egyensúlyi szempontból kiemelten fontos annak vizsgálata, hogy a lakosság hogyan használta fel az 1600 milliárd forintos addicionális jövedelmet. A számításokhoz figyelembe vettük egyrészt a NAV által közölt online pénztárgép adatokat, másrészt az MNB. 2022. júliusi SZJA visszatérítés felhasználására vonatkozó felmérését, melyet kivetítettünk a teljes kifizetett transzfertömegre az első félévre vonatkozóan. A megállapításaink robusztusságát igazolja, hogy a felmérés és az egyéb kontroll -és szakstatisztikák hasonló képet mutatnak.

**3-1. táblázat: Lakossági jövedelemnövelő intézkedések 2022 első félévében (milliárd forint)**

Jövedelemnövelő intézkedések	Összeg (mrd Ft)
13. havi nyugdíj teljes kifizetése	360
SZJA visszatérítés	664
25 év alattiak részleges adómentessége	67
Ágazati béremelések	230
Fegyverpénz	271
<b>Összesen</b>	<b>1592</b>

Forrás: MNB, PM

A rendelkezésre álló adatok szerint a folyósított 1600 milliárd forintból a háztartások 1100 milliárd forintot már felhasználtak. A teljes összeg mindössze 30 százaléka, 500 milliárd forint növelte a megtakarításaikat, míg legkisebb arányában, megközelítőleg 5 százalékot fordítottak hiteltörlesztésre (ami a nettó megtakarításokat növeli) (3-19. ábra).

**3-19. ábra: A 2022. január-június között folyósított kifizetések felhasználásának megoszlása**

Forrás: MNB

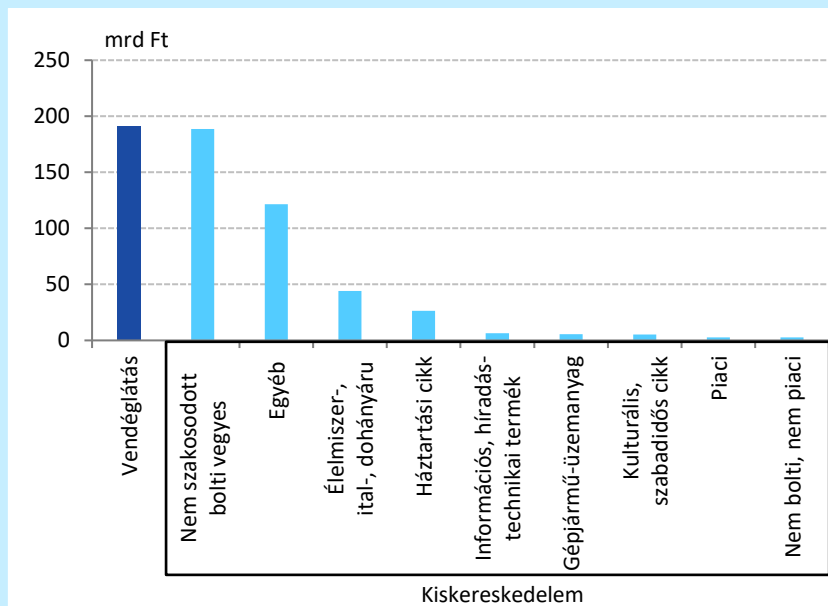
A lakosság mindennapi kiadásai 2022. első félévében közel 600 milliárd forinttal haladták meg az elmúlt évek növekedési trendjét a NAV által közzétett online pénztárgépadatok alapján. Az addicionális jövedelemből legtöbbet arányaiban a vendéglátásban és a nem szakosodott bolti vegyes kiskereskedelemben<sup>1</sup> költöttek el, ahol az összes mindennapi kiadásra vonatkozó többletfogyasztás kétharmada, körülbelül 400 milliárd forint jelent meg (3-20. ábra). A transzferek több mint

<sup>1</sup> Nem szakosodott bolti vegyes kiskereskedelem: széles termékkörrel rendelkező nem szakosodott üzletek (szupermarketek, barkácsáruházak) kiskereskedelme.

fele (az sja visszatérítés és a fegyverpénz) egyszeri jellegű volt, így 2023-ban az ebből finanszírozott fogyasztás nem ismétlődik meg, ami hozzájárul a dezinflációhoz.

**Az itt vizsgált transzferekből a családok egyszeri nagyobb kiadásokra összességében több, mint 400 milliárd forintot fordítottak az első félévben.** Ennek meghatározásához a szokásos összeg feletti résszel számoltunk. A rendelkezésre álló adatokból azonban nem lehet különválasztani, hogy ezekből mennyit fordítottak beruházásra (új lakás vásárlás) és mennyit nagy összegű fogyasztásra (autó, nyaralás).

3-20. ábra: A potenciálisan elköltött többletjövedelem megoszlása termékcsoportok szerint (2022. január-július)



Forrás: NAV online pénztárgép adatok

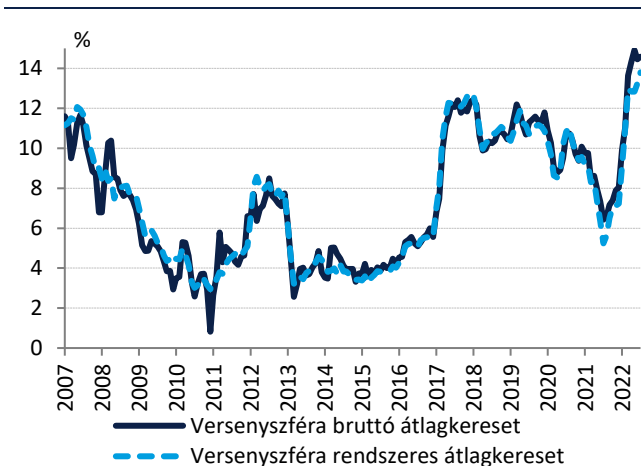
**Az addicionális jövedelmekből nagyságrendileg 100 milliárd forintot tett ki a lakossági hitelek előtörlesztése 2022. júniusig.** Az előtörlesztések összege a banki statisztikákból jól számolható, de a becslésben csak a szokásos összegben felüli részt vettük figyelembe.

**A háztartások közel 500 milliárd forintot takarítottak meg az első félév végéig kifizetett transzferekből,** ami elmarad a korábbi várakozásoktól. A készpénzállomány mellett a részesedés típusú befektetések (pl: tőzsdei részvény, hazai befektetési alapok) állománya emelkedett érdemben.

### 3.3. Munkaerőpiac

A nemzetgazdaságban a foglalkoztatottak száma továbbra is a piaczgazdasági időszakban mért legmagasabb értékek körül alakul. Az előző év azonos időszakához képest tovább bővülő foglalkoztatást a versenyszféra létszám-bővítése magyarázta a második negyedévben. A munkanélküliségi ráta nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony, emellett a kiírt üres álláshelyek száma meghaladja a válság előtti értékeket, így a munkapiac feszessége tovább emelkedett. Részben ennek a feszességnek, részben minimálbér-emelésnek és egyszeri juttatásoknak köszönhetően 2022 júliusában a versenyszféra bruttó átlagkeresete 14,9 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.

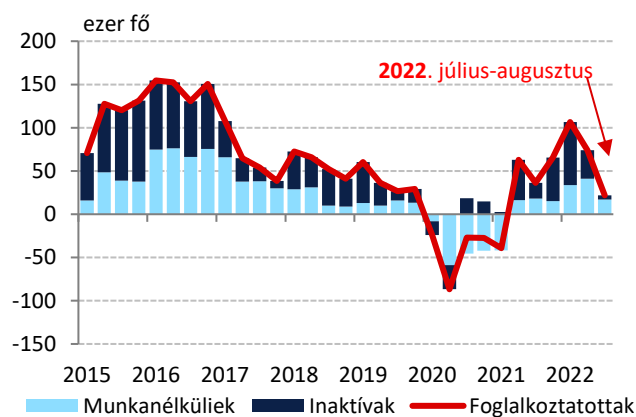
3-21. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3-22. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása



Megjegyzés: 2022. III. negyedéve helyett július havi adatok állnak rendelkezésre. A munkanélküliek és az inaktívák számának változása ellentétes előjellel szerepel. Forrás: KSH

#### 3.3.1. Bérek

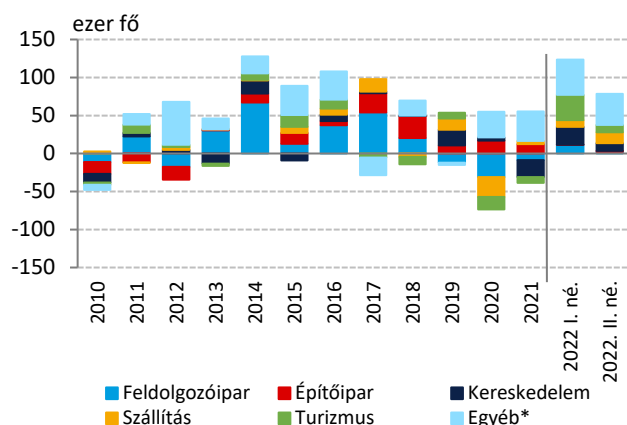
**A bérezési folyamatok továbbra is erősek. 2022 júliusában a versenyszféra bruttó átlagkeresete 14,9 százalékkal nőtt éves alapon** (3-21. ábra). A rendszeres átlagkereset 13,6 százalékkal emelkedett az előző év júliusához képest, míg a prémiumkifizetések jelentősen meghaladták a korábbi évek átlagát.

**A régiós országok körében a hazai és a lengyel bérdinamika volt a legmagasabb júliusban.** A részmunkaidőseket is figyelembe véve a bérnövekedés 15,7 százalék volt az év hetedik hónapjában Magyarországon. Ezzel szemben Lengyelországban 15,8 százalékkal, Romániában 10,8 százalékkal, míg Szlovákiában 6,9 százalékkal nőttek a keresetek éves alapon.

#### 3.3.2. Foglalkoztatás és munkanélküliség

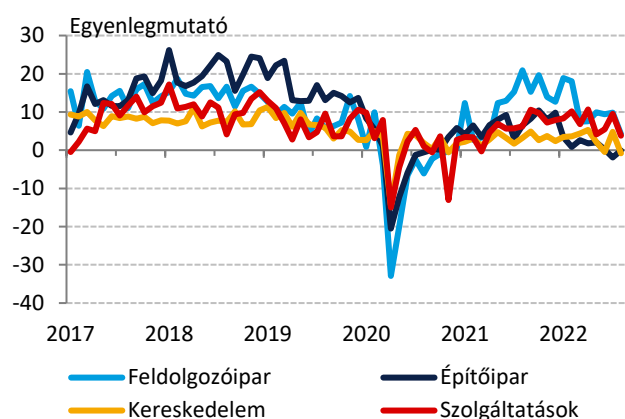
**A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is magas szinten alakul, 2022 augusztusában a 15-74 éves foglalkoztatottak átlagos létszáma 4 millió 713 ezer fő volt. A 2022. június-augusztusi időszakban a foglalkoztatás 52 ezerrel fővel bővült az előző év azonos időszakához képest** (3-22. ábra). A szezonálisan igazított adatok alapján a foglalkoztatás szintje az előző havi értékhez hasonlóan alakult. Ezzel párhuzamosan a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta a második negyedévben 3,3 százalékon, augusztusban 3,6 százalékon alakult. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsonynak tekinthető a hazai munkanélküliségi ráta.

**A foglalkoztatás bővüléséhez legnagyobb mértékben a versenyszféra járult hozzá.** A második negyedévben a létszám bővülését leginkább az elsődleges munkaerőpiac támogatta, a közfoglalkoztatottak száma 6 ezer fővel mérséklődött, míg a külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma 13 ezer fővel emelkedett éves alapon. A versenyszféra foglalkoztatása az előző év azonos időszakához képest 78 ezer fővel bővült. A ledolgozott munkaórák enyhén nőttek, a teljes munkaidő egyenértékes (TME) létszám így 2,9 százalékkal volt magasabb az előző év azonos időszakához képest. A negyedévesen rendelkezésre álló részletezett ágazati adatok alapján elsősorban a piaci szolgáltató szektorokban (pl. ingatlanügyletek, szakmai,

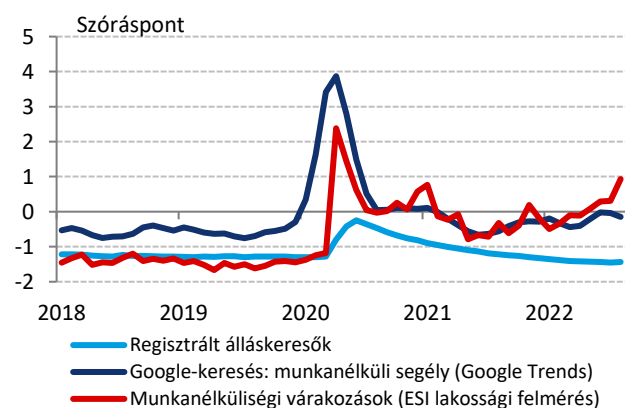
**3-23. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása**


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

Forrás: KSH

**3-24. 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

**3-25. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók**


Megjegyzés: Standardizált értékek Forrás: NFSZ, ESI, Google

tudományos, műszaki tevékenység, pénzügyi tevékenység, turizmus, szállítás) nőtt érdemben a létszám, az oktatás, a kiskereskedelem és az egészségügy területén csökkent a foglalkoztatottak száma éves alapon. Az építőiparban és a feldolgozóiparban nem változott számottevően a foglalkoztatás (3-23. ábra).

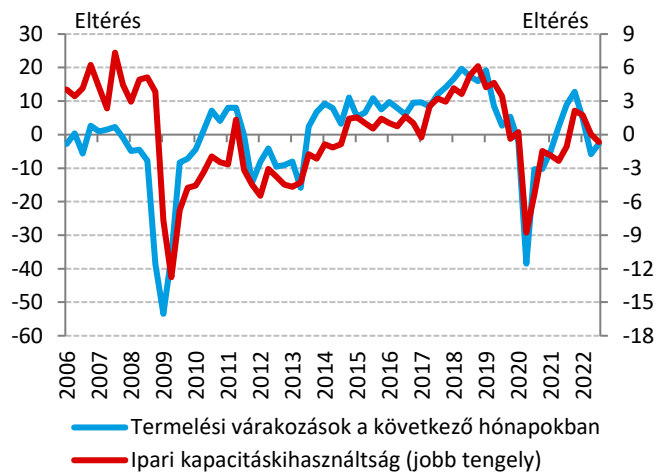
**Az ESI – konjunktúra hangulatot monitorozó – vállalati felmérése alapján augusztusban a vállalatok foglalkoztatásra vonatkozó várakozásai szektoronként eltérően alakultak.** A feldolgozóiparban és az egyéb szolgáltató ágazatokban létszámbővítést, a kereskedelemben és az építőiparban létszámcsökkentést tervez a vállalatok többsége a következő három hónapra (3-24. ábra).

**A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók vegyes képet mutatnak (3-25. ábra).** A regisztrált munkanélküliek száma augusztusban 231 ezer fő volt, ami nem mutat változást a június-júliusi értékekhez képest, és továbbra is alacsony európai összehasonlításban. A munkanélküli segélyre vonatkozó Google Trends indikátor a nyár első két hónapjához képest enyhén javult, de magasabb a Covid-válság előtti értékeknél. Az ESI lakossági felmérése alapján a lakosság munkanélküliségtől való félelme az utóbbi hónapokban nőtt, és 2020 májusa óta a legmagasabb értéket mutatja.

### 3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A hazai gazdaság helyreállása tovább folytatódott 2022 második negyedévében. A gazdaság ciklikus pozíciója javult az elmúlt negyedévekben, így a kibocsátás enyhén már meghaladhatta a potenciális szintjét. Az év első felében jelentkező élénk kereslet és az ellátási láncokban enyhülő súrlódások inflatorikus hatású ciklikus pozíciót eredményeztek. Előretekintve mind a kereslet lassulása, mind a kínálati korlátok várt oldódása a reálgazdaság felől deflációs hatásokat eredményez. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága csökkent az elmúlt hónapokban, és a termelési várakozások is tartósan negatív tartományban maradtak.

3-26. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI alapján MNB

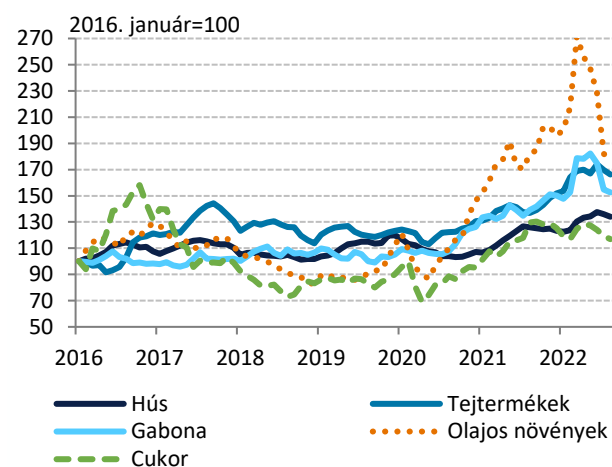
**Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója javult az elmúlt negyedévekben, amivel a kibocsátás enyhén már meghaladhatta a potenciális szintjét.** 2022 második negyedévében a gazdasági növekedéshez legnagyobb mértékben a fogyasztás járult hozzá, amelyhez az év eleji jelentős kormányzati transferek is hozzájárultak. Az év első felében jelentkező élénk kereslet és az ellátási láncokban enyhülő súrlódások inflatorikus hatású ciklikus pozíciót eredményeztek. Előretekintve mind a kereslet lassulása, mind a kínálati korlátok várt oldódása a reálgazdaság felől deflációs hatásokat eredményez.

**A kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága csökkent az elmúlt hónapokban, amivel a historikus átlag alá esett (3-26. ábra).** A következő hónapokra vonatkozó termelési várakozások már tartósan a historikus átlag alatti szinten alakultak.

### 3.5. Költségek és infláció

A fogyasztói árak éves növekedési üteme augusztusban 15,6 százalékon alakult. Az infláció elmúlt hónapokban megfigyelt számottevő növekedésének háttérében elsősorban az élelmiszerek, az iparcikkek és az alkohol-, dohánytermékek árindexének emelkedése állt. A globális nyersanyagárak, illetve szállítási költségek emelkedése a fogyasztói kosár széles körét érinti, historikusan magas, az elemzői várakozásokat is meghaladó inflációt eredményezve világszerte. Ugyanakkor júliustól az infláció alakulását adóhatások (jövedékiadó-emelés, különadók) is érintették. Az adósúrt maginfláció augusztusban 18,9 százalékra emelkedett. A maginfláció elmúlt időszaki növekedéséhez a maginflációs részletek közül leginkább a feldolgozott élelmiszerek áralakulása járult hozzá. A feldolgozott élelmiszerek inflációja május óta 40 százalék közelébe gyorsult, míg az iparcikkek inflációja 16 százalék fölé emelkedett. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink az elmúlt hónapokban növekedtek.

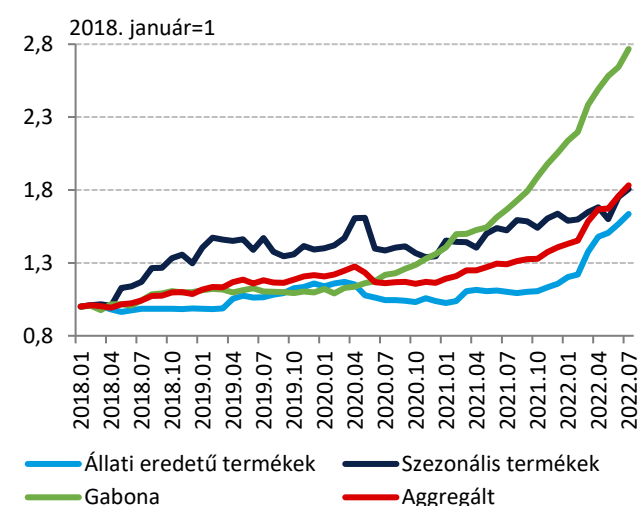
3-27. ábra: A világgazdasági élelmiszerárak alakulása



Megjegyzés: Reálértelemben vett árindexek.

Forrás: FAO

3-28. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján

Forrás: KSH

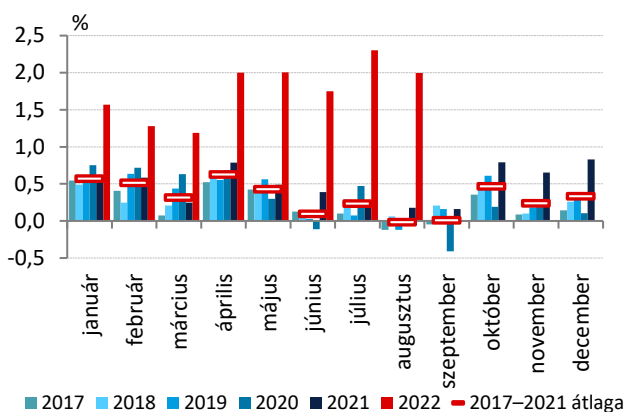
#### 3.5.1. Termelői árak

**A világgazdasági élelmiszerárak alakulásában a korábban tapasztalt jelentős emelkedés megállt, és május óta az árak csökkenését figyelhettük meg.** A legnagyobb mérséklődést a gabonafélék és az olajos növények árai mutatták. A gabonafélék közül a búza jegyzésárai csökkentek jelentősebb mértékben az elmúlt hónapokban. Ennek háttérében a megkezdődött betakarítások miatti kínálatnövekedés, az ukrán gabonaexportról történt orosz-ukrán megállapodás, valamint a várható terméseredménnyel kapcsolatos globális kilátások javulása állt. Az olajos növények árai szintén jelentősen korrigáltak, amit a magas világgazdasági árak miatti keresletvisszaesés, valamint a bővülő világgazdasági kínálat együttes hatása magyaráz. (3-27. ábra).

**A hazai mezőgazdasági termelői árak az előző negyedévhez képest tovább emelkedtek, így 2022 második negyedévében éves összehasonlításban 33 százalékot meghaladó növekedést mutattak.** A legnagyobb emelkedés továbbra is a gabonafélék áraiban figyelhető meg, melyek 2022 második negyedévében az előző év azonos időszakához képest 62 százalékkal emelkedtek. Ehhez a búza, illetve olajnövények egyaránt hozzájárultak. Az állati eredetű termékek árai tovább nőttek 2022 első negyedévéhez képest, amit főként a sertés- és baromfi-hús, valamint a tej áremelkedése magyarázott. A gyümölcsök termelői árának csökkenése csak részben ellensúlyozta a zöldségek árának további növekedését (3-28. ábra).

**A fogyasztási cikkek esetében a hazai termelői árak a historikus átlagot többszörösen meghaladó mértékben emelkedtek 2022 júliusáig az előző év azonos időszakához képest.** A teljes ipar belföldi értékesítési árai az elmúlt hónapokban éves összehasonlításban a historikus átlagot jelentősen meghaladva, 52 százalék fölé emelkedtek, melyhez főként az energiatermelő ágazatok, illetve az alapanyagárak emelkedése járult hozzá. Az energiatermelő ágazatok 90 százalék fölötti éves áremelkedése összhangban van az európai energiaárak emelkedésével,

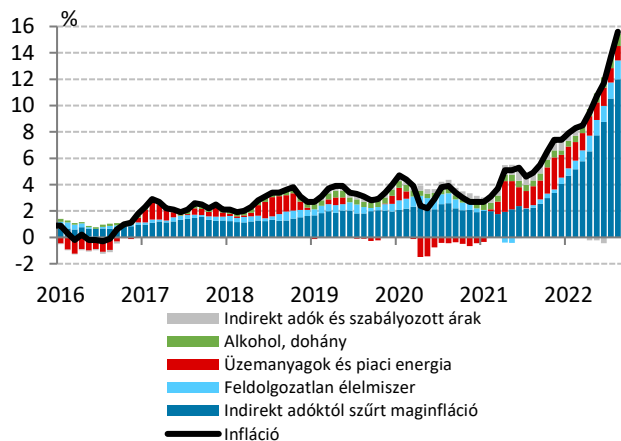
3-29. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül



Megjegyzés: Adószűrt, szezonálisan nem igazított havi változás

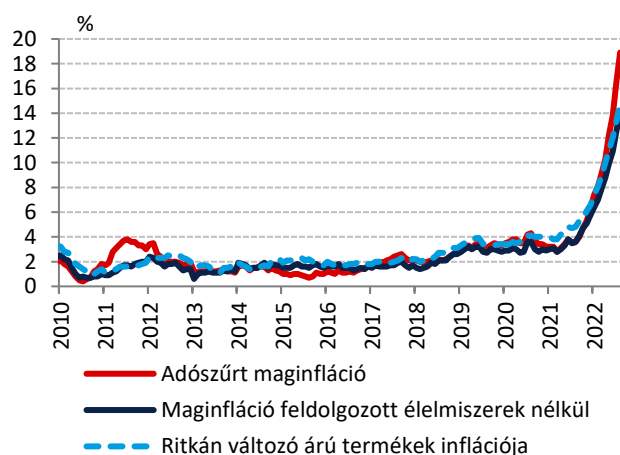
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-30. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

3-31. ábra: Az inflációs alapmutatók



Megjegyzés: A feldolgozott élelmiszerek nélküli maginfláció változatlan tartalom mellett a korábbi keresletérzékeny inflációnak felel meg. Az új elnevezést az indokolja, hogy általánosan ható jelentős költségsokkok időszakában a korábbi elnevezés félreértendő lehet. Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

amiben az orosz gázszállítás csökkenésének hatására megugró gázárak jelentős szerepet játszottak.

### 3.5.2. Fogyasztói árak

A fogyasztói árak éves növekedési üteme augusztusban 15,6 százalékon alakult (3-29. ábra). Augusztusban az üzemanyagok és szabályozott árak nélkül számított kosár havi árváltozása 2,0 százalék volt, ami összhangban alakult az elmúlt hónapokban megfigyelt átárazási mintázattal, ugyanakkor jelentősen meghaladta a korábbi évekre jellemző értékeket. Az infláció elmúlt hónapokban megfigyelt számottevő növekedésének háttérében elsősorban az élelmiszerek, az iparcikkek és az alkohol-, dohánytermékek árindexének emelkedése állt (3-30. ábra). A hazai áremelkedés jelentős részét külső tényezők magyarázzák. A globális nyersanyagárak, illetve szállítási költségek emelkedése a fogyasztói kosár széles körét érinti, historikusan magas inflációt eredményezve világszerte. Ugyanakkor júliustól az infláció alakulását adóhatások (jövedékiadó-emelés, különadók) is érintették.

Az adószűrt maginfláció augusztusban 18,9 százalékra emelkedett. A maginfláció elmúlt időszakai növekedéséhez a maginflációs résztételek közül leginkább a feldolgozott élelmiszerek áralakulása járult hozzá. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink az elmúlt időszakban emelkedtek (3-31. ábra).

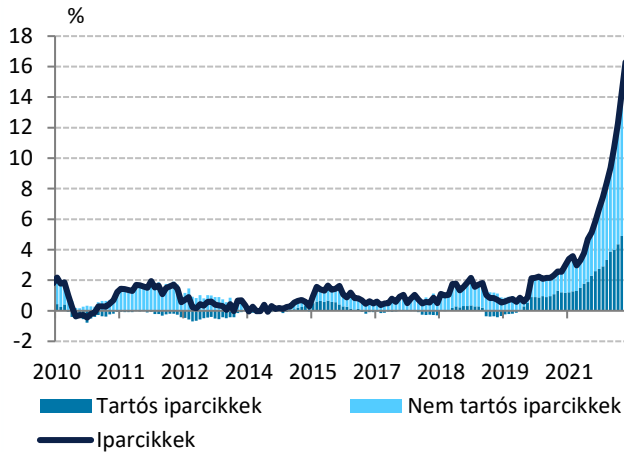
Az iparcikkek inflációja augusztusban közel 16 százalék volt. Az iparcikkek éves áremelkedése számottevően magasabb a korábbi évek átlagánál. A termékcsoporthoz tartozó globális félvezetőhiány és a nyersanyagárak magas szintje is a fogyasztói árak emelkedése irányába hatott. A termékkörön belül a tartós iparcikkek inflációja 14,8 százalékra emelkedett, a nem tartós iparcikkek inflációja pedig a 17,3 százalékon alakult (3-32. ábra és 3-33. ábra). A tartós iparcikkek áremelkedése döntően az új és a használt személygépkocsik árnövekedéséhez kapcsolódott. Az alkoholmentes italok árindexének növekedésében a népegészségügyi termékadó emelésének hatása is megjelent.

A piaci szolgáltatások inflációja május óta tovább gyorsult és 11,0 százalék fölé emelkedett. Az utóbbi hónapokban a korábbi évekre jellemző havi árnövekedés kétháromszorosa volt megfigyelhető, ami a szolgáltatások széles körében jellemző volt. A korábbi időszakhoz hasonlóan az élelmiszerekhez kapcsolódó szolgáltatások (éttermi és étkezési szolgáltatások) árai tovább gyorsultak (3-34. ábra).

Az alkohol- és a dohánytermékek ára júliustól éves összehasonlításban kétszámjegyű növekedést mutatott,

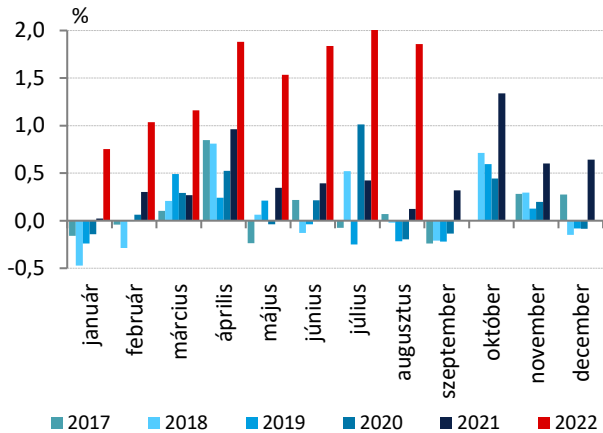


3-32. ábra: Az iparcikkek árváltozása



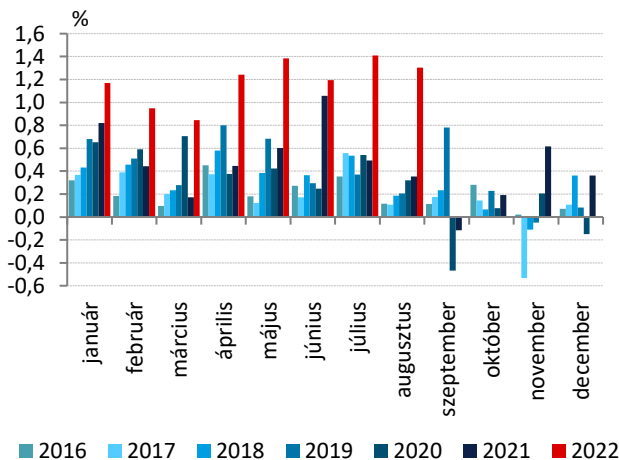
Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.  
 Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-33. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, havi változás  
 Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-34. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.  
 Forrás: KSH, MNB

augusztusban pedig a termékkör inflációja **13,1 százalékra emelkedett**. A termékkör éves árindexének megugrását a júliusi jövedékiadó-emelés magyarázza. Az alkohol esetében a jövedéki adó emelése ellensúlyozta annak hatását, hogy a termékcsoport kikerült a népegészségügyi termékadó köteles termékek köréből. A dohány termékkör jövedékiadó-emelésének hatása esetében a korábbi tapasztalatoknál alacsonyabb begyűrzést tapasztaltunk, ugyanakkor ez a következő hónapokban még folytatódhat.

Az élelmiszerek inflációja augusztusban **33,6 százalékra emelkedett, ami jelentősen meghaladja a termékkör historikus átlagát**. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja 24,4 százalékra, a feldolgozott élelmiszerek inflációja pedig 40 százalék közelébe gyorsult. Az árak emelkedéséhez hozzájárult, hogy júliustól az adatokban részben már megjelent a népegészségügyi termékadó árnövelő hatása is, ami a feldolgozott élelmiszerek áralakulását érintette. A feldolgozott és a feldolgozatlan élelmiszerek esetében az áremelkedés egyaránt széles körben jellemző volt. A hazai élelmiszerár-emelkedés annak ellenére magas nemzetközi összevetésben, hogy kormányzati intézkedések rögzítették bizonyos alapvető élelmiszerek (a kristálycukor, a búzafinomliszt, a napraforgó étolaj, a sertéscomb, a 2,8%-os UHT tej, a csirkemell és a csirke far-hát) árát a tavaly októberi szinten.

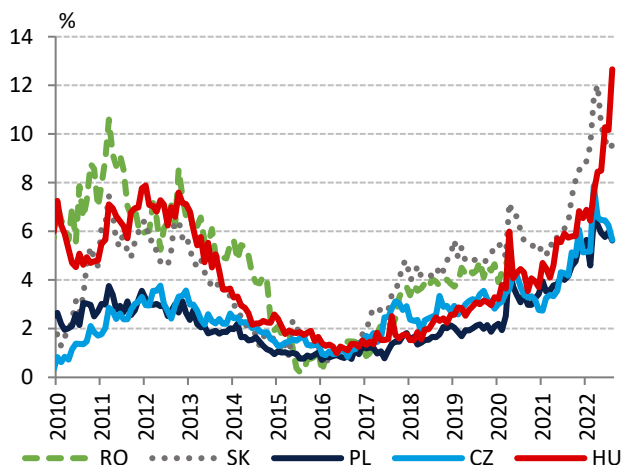
Az üzemanyagok fogyasztói árait az elmúlt időszakban a **kormányzati intézkedés alakította, megfékezve a világpiacon olajárak emelkedésének begyűrző hatásait**. Az üzemanyagok inflációja a májusi 10,8 százalékról augusztusra 6,2 százalékra mérséklődött. A 2021. november 15-től érvényben lévő árplafon a világpiacon kőolajár-emelkedés üzemanyagárakra gyakorolt inflációs hatásait számottevő mértékben tompítja, 480 forintban maximálva az árakat a hazai fogyasztók számára.

Az elmúlt hónapok adatait tekintve az infláció megfelelt a júniusi Inflációs jelentés előrejelzésének.

### 3.5.3. Inflációs várakozások

A lakosság inflációs várakozásai emelkedtek, és a mutató továbbra is a szokásosnál nagyobb változékonyság jellemzi. A régiós országokban az év elejéhez képest összességében az inflációs várakozások emelkedése volt tapasztalható, összhangban az elmúlt időszak emelkedő inflációjával. Ugyanakkor májushoz képest augusztusra a várakozások mérséklődését figyelhettük meg a régió országaiban (3-35. ábra).

3-35. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Megjegyzés: Romániára vonatkozóan 2020. május óta nem áll rendelkezésre adat.

Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

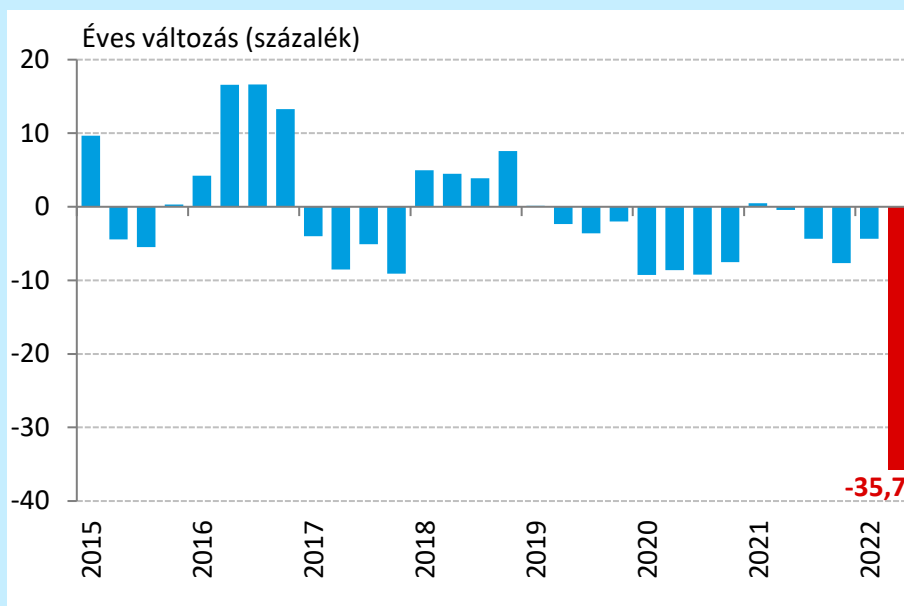
### 3-3. keretes írás: A rendkívüli aszálykár inflációs és reálgazdasági hatása

**Idén nyáron a historikus átlag felett alakultak a havi középhőmérsékletek, míg a csapadékmennyiség jelentősen elmaradt attól.** 2022 júliusában rendkívüli aszály sújtotta hazánkat, a havi középhőmérséklet 3,5 Celsius fokkal alakult az átlag felett, míg a csapadékmennyiség mindössze harmada volt annak. A hazai agrárium legrosszabb évei jellemzően aszályos időszakhoz volt köthető. Ilyen év volt 2000, 2002, 2007 és 2012 is, amikor jelentős mértékű volt az aszályal sújtott területek aránya (2010-ben az átlagos csapadékmennyiség másfélszerese hullott, ami szintén nem tesz jót a terménynek).

**A történelmileg is súlyos aszály becslésünk szerint a 2022-es évi GDP növekedést 0,6-0,8 százalékponttal csökkentheti.** A hazai mezőgazdaság szerkezete kitetté teszi az ágazatot az időjárási viszonyoknak a nagy súlyú növénytermesztés (közel 70 százalék) miatt. A rekordmértékű szárazság következtében idén várhatóan 1,3 millió hektárra jelentenek aszálykárt, mely a teljes művelésben lévő szántóföldek közel harmada. Az aszály elsősorban az alföldi régió esetében jelent problémát, az Alföld egyes régióiban egyáltalán nem esett az eső július folyamán. A búza és repce termésátlagai 30-50 százalékkal csökkenhetnek, míg a mezőgazdaság hozzáadott értéke a második negyedévben 35 százalékot meghaladó mértékben esett vissza (3-36.ábra).

**Az aszály elleni hazai védekezés egyik eleme az öntözés szélesebb körű elterjedése lehet, hiszen jelenleg az arra már kiépített területek csupán alig több mint felét öntözzük.** Emellett kiemelt szerepe van a teljes vízgazdálkodás megújításának, fejlesztésének is. Azonban a teljes aszálykárt az öntözéssel sem lehetne elkerülni: szakértők szerint az öntözött területek nagysága félmillió hektárra növelhető, ami a teljes szántóföld mintegy 12 százaléka.

3-36. ábra: A hazai mezőgazdaság hozzáadott értékének éves változása



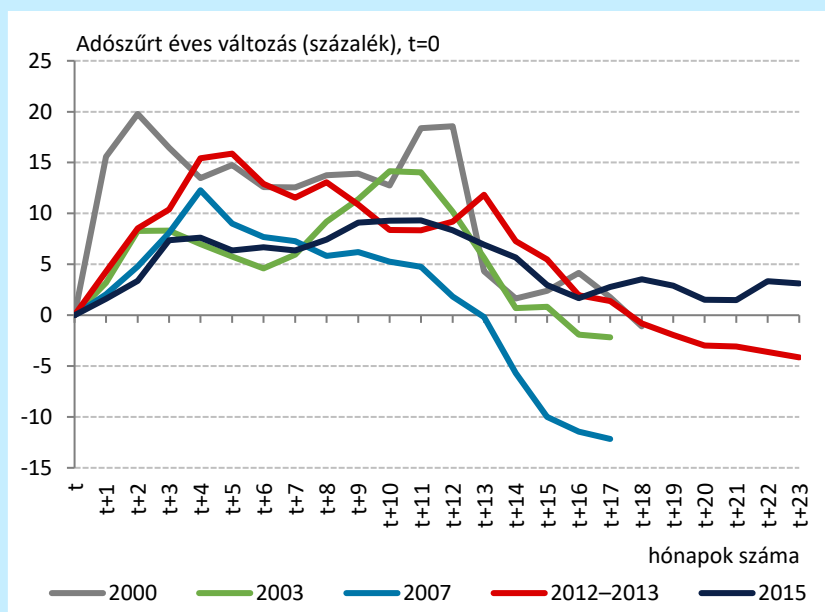
Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított és kiegyensúlyozott adatok alapján.

Forrás: KSH

**A reálgazdasági hatás mellett a rendkívüli aszálykár inflációs hatása legalább olyan jelentős lehet.** Az Európa egészét sújtó szárazság hatására az élelmiszerek világpiaci ára a korábbi várakozásunknál magasabb lehet. Az élelmiszerárak eddig az idei év árnövekedésének nagy részét – januártól augusztusig átlagosan közel 20 százalékát – magyarázták az EU-ban, ami az aszály következtében tovább erősödhet. A hazai élelmiszerárak emelkedése éves összehasonlításban augusztusban 33,6 százalékon alakult, melyen belül a feldolgozatlan élelmiszerek árindexe 24,4 százalék, míg a feldolgozott élelmiszereké közel 40 százalék volt. Múltbéli tapasztalatok alapján legutóbb a 2012-es gabonaválság idején tapasztaltunk ilyen mértékű élelmiszerár-emelkedést. Az aszályos években a hazai feldolgozatlan élelmiszerek áraiba szinte azonnal begyűrűzött az addicionális árfelhajtó hatás, a növekedési szakasz pedig jellemzően 3–5 hónapig tartott (3-37. ábra).

**Figyelembe véve ezeket a tapasztalatokat, az aszály következtében a megugró élelmiszerárak ősztől a korábbi várakozásnál 1,0 százalékponttal nagyobb mértékben emelhetik az árindexet.** Az aszály inflációs hatása az áthúzódó hatás következtében nagyobb részben a jövő évi inflációt érinti, azonban 2023-at követően nem emeli tovább a hazai fogyasztói árakat, sőt a termelés historikus átlaghoz való visszatérése hozzájárulhat a deflációhoz. Ugyanakkor az aszálykár mértékétől függően a becsült inflációs hatás változhat, és kérdéses, hogy a következményekből mennyi jelent már meg most az árakban.

3-37. ábra: A feldolgozatlan élelmiszerek addicionális árváltozásának alakulása az aszályos időszakban Magyarországon



Megjegyzés: A „t” az aszály kezdetét, az egyes időszakok pedig az eltelt hónapokat jelentik.

Forrás: KSH, MNB

### 3-4. keretes írás: Kezdődő fordulat a nyersanyagpiacokon

**Az elmúlt időszakban számos tényező együttes hatására felerősödtek a globális recessziós félelmek.** Az orosz–ukrán háború, a koronavírus-járvány esetleges újabb hulláma, az elmúlt időszak magas nyersanyagárai és a továbbra is akadozó szállítási láncok, valamint a globális monetáris kondíciók szigorítása együttesen növelik a recesszió kockázatát a világgazdaságban. Ezeket a félelmeket erősíti, hogy az amerikai gazdaság technikai recesszióba került, a kínai növekedéssel kapcsolatos kilátásokat pedig rontja a zero-covid politika, a gyenge hitelezés és a romló hangulat is.

**A világgazdaság lassulása a makrogazdasági változók mellett az áru piacokon is érezhető hatását, a mérséklődő nyersanyagárak pedig gyorsíthatják a dezinflációt 2023-tól.** Historikus összehasonlításban megfigyelhető jelenség, hogy a globális GDP lassulása vagy szűkülése a főbb nyersanyagok (kőolaj, ipari fémek) iránti kereslet csökkenésével, ezen keresztül pedig az árak mérséklődésében jelentkezik. A 2008-2009-es pénzügyi válság idején valamennyi nyersanyag ára kétszámjegyű csökkenést mutatott az év egészét tekintve, mindössze a nemesfémek mutattak pozitív árváltozást. Az olaj ára 2009-ben átlagosan 26 százalékkal, a szén ára 43 százalékkal, míg a gáz ára 52 százalékkal esett vissza éves összehasonlításban. A koronavírus-járvány megjelenését követően a gazdaságok lezárásával és a kereslet visszaesésével szintén a fontosabb nyersanyagárak visszaesését tapasztalhattuk: az olaj ára 2020-ban 33 százalékot, a gáz ára 20 százalékot esett (3-2. táblázat).

**A koronavírus-járványt követő gazdasági helyreállítás a globális kereslet, így a nyersanyagárak emelkedését eredményezte.** 2021 közepétől kezdve a gáz ára historikus csúcsra emelkedett, az olaj ára pedig ismét 100 dollár/hordó szint fölé emelkedett. Az árak további növekedéséhez hozzájárult az orosz-ukrán háború 2022 február végi kirobbanása. Az idei év első 8 hónapjának adatai alapján a legtöbb nyersanyag ára kétszámjegyű emelkedést mutat, a gáz esetében pedig éves összehasonlításban átlagosan 103 százalékos árnövekedést figyelhettünk meg.

3-2. táblázat: A nyersanyagok árának éves átlagos változása

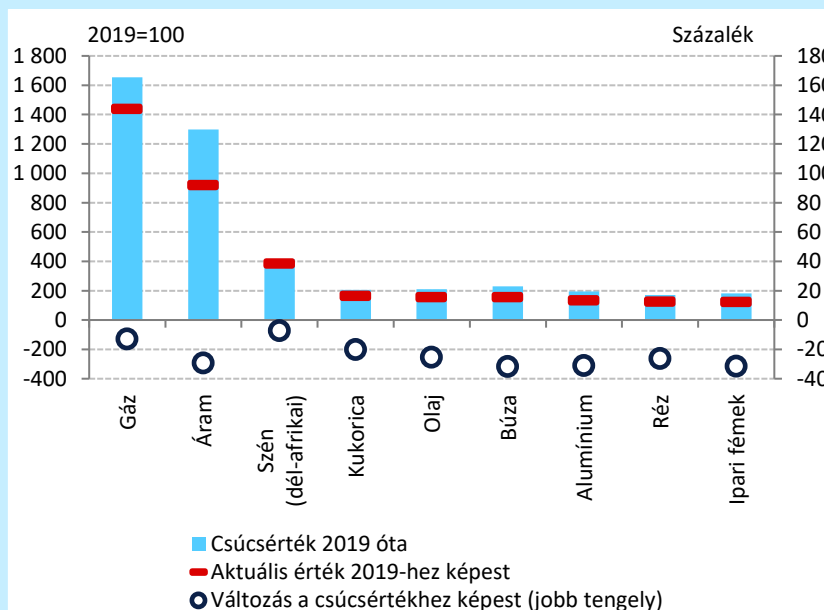
	Olaj	Szén	Gáz	Búza	Alumínium	Réz	Ólom	Nikkel	Cink	Arany	Platina	Ezüst	Palládium
2006	21%	10%	-17%	17%	36%	83%	32%	70%	137%	36%	27%	58%	61%
2007	12%	24%	5%	48%	3%	7%	103%	79%	6%	16%	15%	17%	11%
2008	41%	104%	27%	30%	-3%	-1%	-8%	-44%	-43%	26%	23%	13%	-1%
2009	-26%	-43%	-52%	-26%	-30%	-11%	0%	-14%	2%	13%	-11%	6%	-7%
2010	34%	42%	13%	25%	33%	54%	34%	57%	38%	26%	35%	37%	101%
2011	40%	28%	-8%	31%	11%	19%	14%	7%	3%	28%	7%	81%	45%
2012	1%	-20%	-29%	6%	-15%	-9%	-12%	-22%	-10%	7%	-9%	-10%	-11%
2013	-2%	-13%	40%	-4%	-9%	-8%	4%	-14%	-2%	-15%	-4%	-23%	13%
2014	-9%	-10%	18%	-11%	2%	-6%	-2%	14%	13%	-10%	-7%	-19%	11%
2015	-47%	-22%	-40%	-15%	-10%	-20%	-15%	-29%	-10%	-8%	-24%	-17%	-13%
2016	-13%	15%	-1%	-15%	-3%	-11%	5%	-15%	12%	8%	-5%	10%	-8%
2017	26%	37%	25%	2%	23%	27%	25%	9%	41%	1%	-3%	1%	42%
2018	32%	15%	7%	15%	8%	7%	-3%	28%	3%	1%	-7%	-8%	18%
2019	-9%	-26%	-17%	4%	-15%	-8%	-10%	8%	-12%	10%	-1%	4%	49%
2020	-33%	-9%	-20%	8%	-5%	3%	-8%	0%	-10%	27%	2%	26%	45%
2021	78%	88%	92%	25%	46%	53%	21%	35%	34%	2%	25%	29%	12%
2022	59%	72%	103%	23%	27%	2%	4%	49%	29%	2%	-15%	-14%	-17%

Megjegyzés: A 2022-es adatok augusztusig állnak rendelkezésre.

Forrás: Világbank, Macrotrends

Amennyiben a következő időszakban a globális recessziós félelmek realizálódnak, a fontosabb nyersanyagok áraiban a korábbi tapasztalatokhoz hasonló csökkenésre számíthatunk. A nyersanyag- és energiaárak csökkenése pedig a fogyasztói árak alakulásába begyűrűzve dezinflációs hatásokat okozhat. A főbb nyersanyag- és energiapiaci termékek áralakulását tekintve az elmúlt időszakban egyes nyersanyagoknál már csökkenést regisztrálhattunk a 2019 óta megfigyelt csúcstértékekhez képest (3-38. ábra). A kőolaj és a gáz határidős jegyzésárait tekintve pedig a következő időszakra az árak mérséklődését árazzák a piacok.

3-38. ábra: A főbb nyersanyag- és energiapiaci termékek árváltozása



Megjegyzés: A gáz, az áram és az olaj esetében napi frekvenciájú adatokat vizsgáltunk, míg a többi nyersanyag esetében a havi adatok állnak rendelkezésre.

Forrás: Bloomberg és Világbank adatok alapján MNB-számítás

### 3-5. keretes írás: A globális infláció alakulása

A fogyasztói árak emelkedése globális jelenség, melynek következtében 2022 augusztusában átlagosan 18,0 százalék volt a világban az infláció a rendelkezésre álló 112 ország adatai alapján. Az egyes kontinensek közül az átlagos infláció Afrikában volt a legmagasabb (26,8 százalék), míg Ausztrália és Óceánia mutatta a legalacsonyabb árdinamikát (6,0 százalék). Dél-Amerikában 26,0 százalék, Ázsiában 19,8 százalék, Európában 12,8 százalék, míg Észak-Amerikában 8,7 százalék volt az árnövekedés átlagos üteme. Európán belül az Európai Unió 27 tagállamának inflációja 10,1 százalék volt augusztusban, míg az eurozónában az árak 9,1 százalékkal emelkedtek az egy évvel ezelőtti szinthez képest.

A világ 112 országa közül 53 országban kétszámjegyű inflációt regisztráltak augusztusban. Ugyanakkor a kezdődő nyersanyagpiaci fordulattal párhuzamosan már megjelent az inflációs fordulat előjele, ugyanis 52 országban már lassult, vagy stagnált az áremelkedés üteme júliushoz képest. A kétszámjegyű augusztusi inflációval rendelkező országok több, mint harmada Európában található, ahol 20 országban figyeltek meg 10 százalék feletti inflációt (3-3. táblázat).

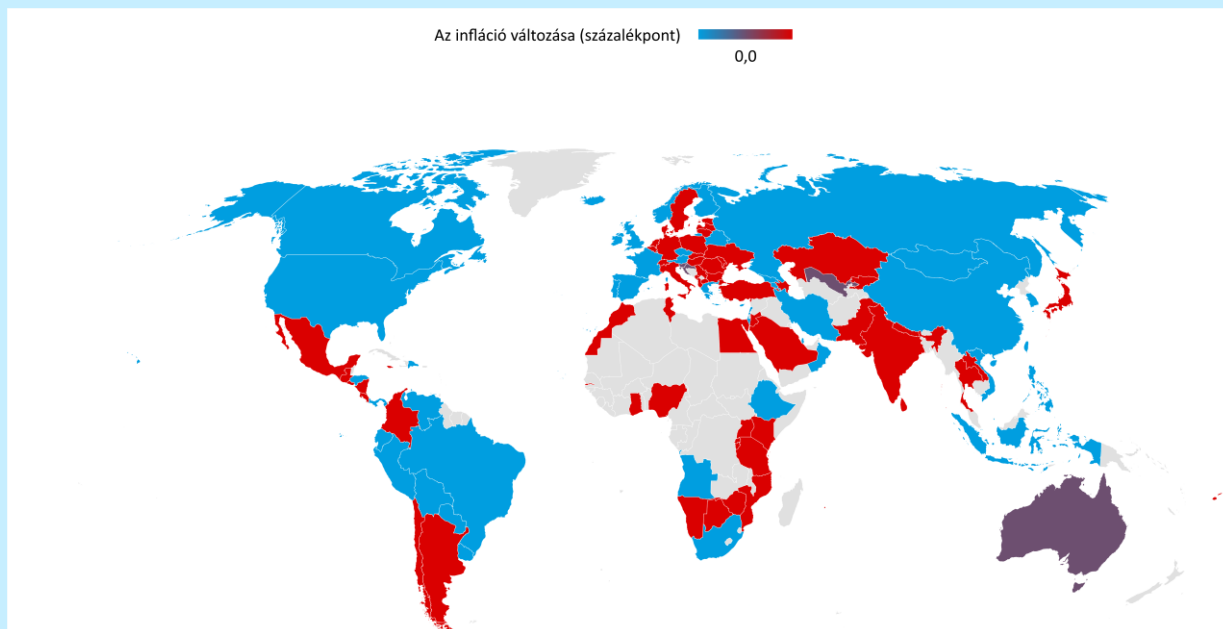
3-3. táblázat: Az inflációs ráták megoszlása a világban kontinensek szerint

	Országok száma	Kétszámjegyű infláció (2022. augusztus)	Csökkenés júliushoz képest	Stagnálás júliushoz képest	Emelkedés júliushoz képest
Európa	38	20	14	3	21
Afrika	21	12	5	0	16
Ázsia	30	12	16	1	13
Dél-Amerika	10	5	7	0	3
Észak-Amerika	11	4	5	0	6
Ausztrália és Óceánia	2	0	0	1	1
<b>Világ</b>	<b>112</b>	<b>53</b>	<b>47</b>	<b>5</b>	<b>60</b>

Forrás: Macrobond, MNB

Augusztusban elsősorban az ázsiai országokban, illetve Európában csökkentek az inflációs ráták júliushoz képest. Európában az országok közel felében (17 országban a 38 országból) az éves árdinamika csökkenését vagy stagnálását figyelhettük meg augusztusban az előző hónaphoz képest (3-39. ábra).

3-39. ábra: Az augusztusi inflációs ráták változása júliushoz képest a világban



Megjegyzés: 112 ország rendelkezésre álló adata alapján. Ausztrália esetében a negyedéves adatközlés miatt a 2022. második negyedéves adat.

Forrás: Macrobond, MNB

**3-6. keretes írás: A 2022-ben jelentkező rendkívüli inflációs tényezők bázishatásának alakulása**

Az infláció alakulását az idei évben számos rendkívüli tényező befolyásolja, melyek árnövelő hatása a jövő év első felében érvényesül, de 2023 harmadik negyedétől a bázishatások is jelentősen hozzájárulnak a dezinfláció felgyorsulásához. A közvetett- és különadók júliusi hatályba lépése, az Európát sújtó aszály, illetve a rezsizabályozások módosítása mind 2022-ben jelentkező egyszeri, rendkívüli tételek, melyek a 2022. évi inflációt növelik, de bázishatásuk mérsékli a 2023. évi áremelkedést. A jövő év második felétől ezen tényezők a bázisból való fokozatos kiesésük következtében hozzájárulnak az infláció csökkenéséhez.

A júliusi és az augusztusi inflációs adatokban megjelent az adóemelések hatása, ugyanis ezek egy része olyan közvetett adó, aminek a hatása szinte azonnal begyűrűzik a fogyasztói árakba (népegészségügyi termékadó, alkohol- és dohánytermékek jövedéki adója). A közvetett adók bázishatása 2023 első felében pozitív, mivel az üzemanyagok jövedéki adójának és kőolaj-készletezési díjának (KKSZ-díj) idén tavaszi csökkentése ekkor esik ki a bázisból. A jövő év második felében azonban a júliustól életbe lépett indirektadó-emelések jelentős negatív bázishatást eredményeznek. Az extraprofit különadók negatív bázishatása is 2023 második felében érvényesül.

Európa egészéhez hasonlóan hazánkban is jelentős méretű termőterületet sújt aszálykár. A szárazság következtében megugró élelmiszerárak az idei év őszétől növelik az árindexet, így 2023 második felében csökken le az inflációnövelő hatásuk.

A rezsicsökkentés módosítása 2022 szeptemberétől egy éven át 2,5-3,0 százalékponttal emeli az árindexet, 2023 őszétől azonban hozzájárul az inflációs fordulathoz. A lakossági gáz és energia hatósági árát a kormány az átlagfogyasztás feletti részre eltörölte, és a tényleges piaci árnál kedvezőbb lakossági árat vezetett be. A változás inflációs hatása a szeptemberi adatokban jelentkezhet először, ugyanis az augusztusi rezsizsámlákat ekkor kapják meg a fogyasztók.

Össességében 2023 során a bázishatás átlagosan közel 5 százalékponttal mérsékelheti az inflációt. A teljes negatív bázishatást nagyobb részben az alapfolyamatok magyarázzák, az egyszeri tételek a teljes hatás mintegy ötödét okozzák 2023 során. A bázishatásból fakadó nagyobb mértékű inflációcsökkentő hatás 2023 második felében érvényesülhet, támogatva az infláció visszatérését a toleranciasávba 2024 első negyedében.

3-4. táblázat: Az egyszeri tételekből fakadó bázishatás alakulása 2023-ban

	Közvetett adóhatások	Különadók	Aszály	Rezsicsökkentés módosítása	Egyéb	Bázishatás összesen
2023 Q1	0,1	0,0	0,0	0,0	-3,0	-2,9
2023 Q2	0,5	0,0	0,0	0,0	-4,8	-4,3
2023 Q3	-0,5	-0,1	-0,3	-0,8	-4,8	-6,6
2023 Q4	-0,2	-0,4	-0,6	-1,7	-2,5	-5,4
2023 átlag	-0,1	-0,1	-0,2	-0,6	-3,8	-4,8

Megjegyzés: A rezsicsökkentés módosítása esetében 2,5 százalékponttal számoltunk.

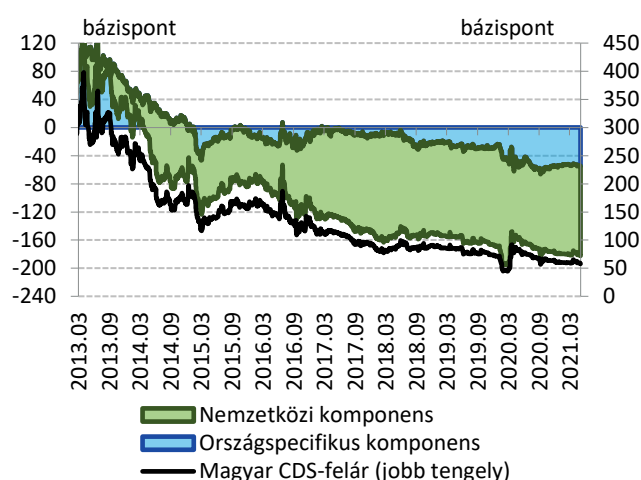
Forrás: MNB

## 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

### 4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A pénz- és tőkepiaci hangulat az időszak egészében enyhén javult, ugyanakkor a nyersanyag piacokon továbbra is feszültség volt tapasztalható. A június óta eltelt időszakban az orosz-ukrán háború és a nyersanyag-piaci fejlemények mellett leginkább az erősödő inflációs és recessziós félelmek, a fejlett, valamint a régiós jegybankok monetáris politikai lépései határozták meg a pénzpiaci folyamatokat. Hazánk hitelkockázati felára tovább emelkedett az elmúlt negyedévben. Az emelkedő globális hozamok, növekvő infláció és jegybanki kamatemelések hatására a hazai állampapír hozamok is emelkedtek. A bankközi hozamgörbe is felfelé tolódott. A forint a régiós devizáknál nagyobb mértékben, több mint egy százalékkal értékelődött fel az euróval szemben. A régióban a lengyel zloty egy százalékkal gyengült, míg a cseh korona 0,8 százalékkal erősödött az euróval szemben az elmúlt három hónap során.

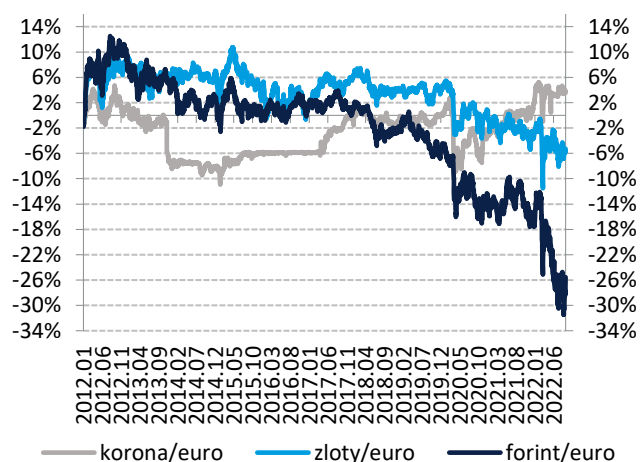
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

Forrás: Bloomberg

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

#### 4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Hazánk hitelkockázati felára az időszak első felében jelentősen nőtt, majd az időszak közepét jellemző kismértékű korrekciót követően ismét emelkedett. (4-1. ábra). Az időszak során a nemzetközi tényező nagyobb, míg a hazai kisebb mértékben növelte a CDS felárat, amely jelenleg 228 bázisponton áll.

#### 4.1.2. Devizapiaci folyamatok

**A forint nagy volatilitás mellett 1,2 százalékkal erősödött az euróhoz képest, míg a cseh korona ennél kisebb mértékben értékelődött fel, a lengyel zloty pedig gyengült.** A régióban a lengyel zloty 1 százalékkal értékelődött le, míg a cseh korona árfolyama 0,8 százalékkal erősödött az időszak végére. (4-2. ábra). A régiós devizák árfolyamának alakulását a nyersanyagpiaci fejlemények mellett a fejlett és régiós jegybankok monetáris politikai lépései befolyásolták. A forint a dollárral szemben 2,7 százalékkal értékelődött le, míg a régiós devizák közül a zloty 5,5 százalékos, a cseh korona 3,3 százalékos mértékben gyengült az amerikai fizetőeszközzel szemben.

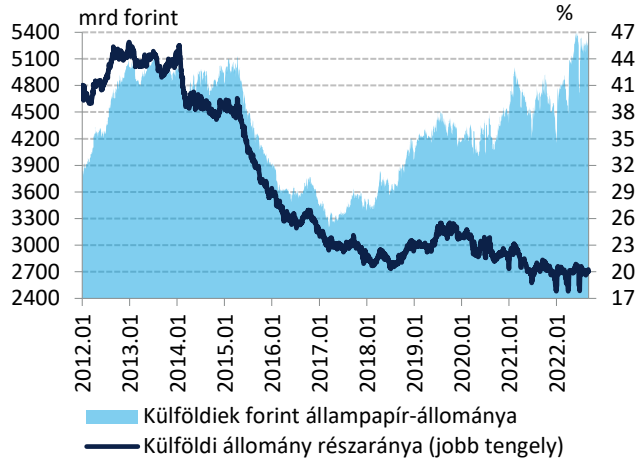
#### 4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

**Csökcent a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben** (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya az idei év első felében számottevően nőtt, majd az elmúlt három hónap során mintegy 120 milliárd forinttal 5293 milliárd forintra csökkent az állomány. A forint állampapírokon belüli tulajdoni részarány szintén csökkent, így 20 százalék körül alakult.

**Az időszak nagyrésztében az államkötvény aukciókon a meghirdetettnél nagyobb mennyiségekben fogadott el ajánlatokat az ÁKK, ugyanakkor néhány esetben előfordult a meghirdetettnél kisebb kibocsátás is.** Az aukciós átlaghozamok a másodpiaci hozamszint növekedésével összhangban minden futamidőn emelkedtek az elmúlt negyedévben. A 3 hónapos DKJ aukción 312 bázisponttal,

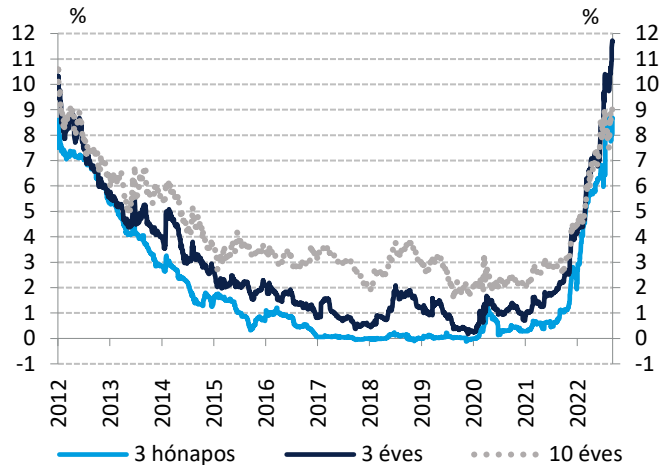


4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



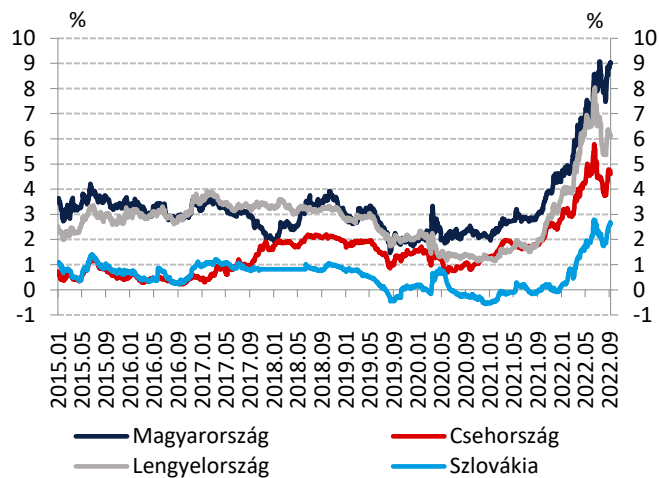
Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja. Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

míg a tízéves aukción 54 bázisponttal emelkedett, így az időszak végén előbbi esetében 9,73, utóbbinál 8,94 százalékon alakult az aukciós átlaghozam.

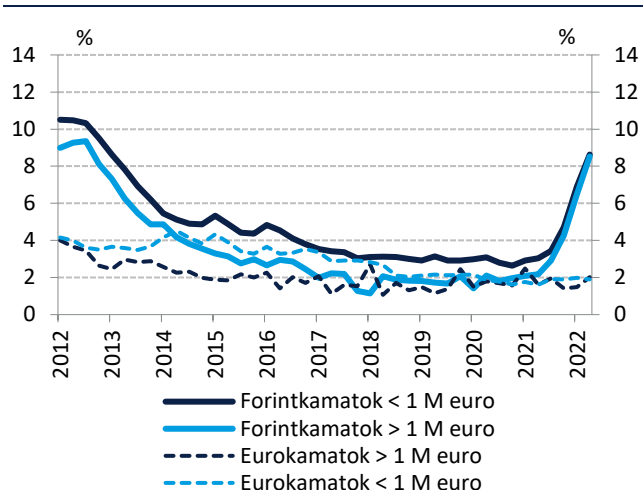
**Az állampapír-piaci hozamgörbe teljes szakaszán emelkedtek a hozamok. A rövid hozamok emelkedése az időszak egészére jellemző volt, ugyanakkor az időszak közepén a 10 éves hozam átmenetileg mérséklődött.** (4-4. ábra). Összességében a 3 éves hozam 341, míg a 10 éves hozam 51 bázisponttal emelkedett a negyedév során, melyhez a globális tényezőkön túl, a régiós kamatemelések is hozzájárultak. A bankközi hozamok közül a 3 hónapos BUBOR 567 bázisponttal 12,84 százalékra emelkedett.

**A régiós hosszú referenciahozamok többségében mérséklődtek az időszak során** (4-5. ábra). A tízéves lengyel hozam 164 bázisponttal csökkent, míg a cseh 94 bázisponttal alacsonyabb, mint az előző negyedév végén. A szlovák (euró) hozamok 2 bázisponttal csökkentek.

## 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2022 második negyedévében egyetlen vállalatméret kategóriában sem változtak érdemben a vállalati hitelezési feltételek, azonban a válaszadó hitelintézetek tovább szigorítottak az üzleti célú ingatlanhitelezés szegmensében. A második félévben valamennyi szegmensben a hitelsztenderdek szigorítása várható. A lakáshitelek sztenderdjeit szigorították, míg a fogyasztási hitelekét enyhítették 2022 második negyedévében, ugyanakkor 2022 második félévére előretekintve mindkét szegmens esetében szigorítás várható. A vállalati forintbitelek átlagos finanszírozási költsége, valamint a hosszú távon rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége is növekedett a vizsgált időszakban. A negyedév során megkötött lakáshitel-szerződések 86 százaléka legalább 10 éves kamatfixálással rendelkezett, biztosítva a hosszabb távon kiszámítható törlesztőrészleteket.

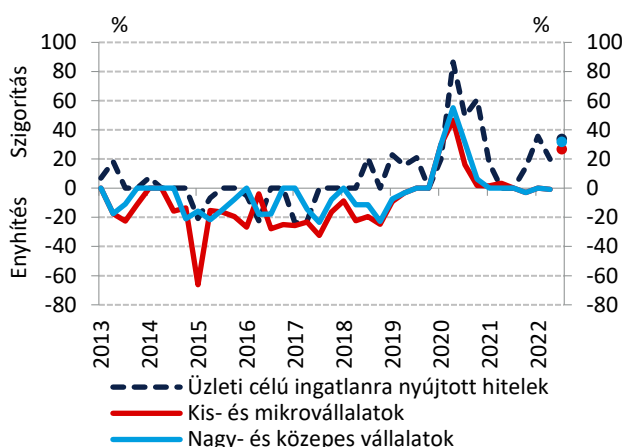
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



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

Forrás: MNB

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



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2022 harmadik és negyedik negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

### 4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

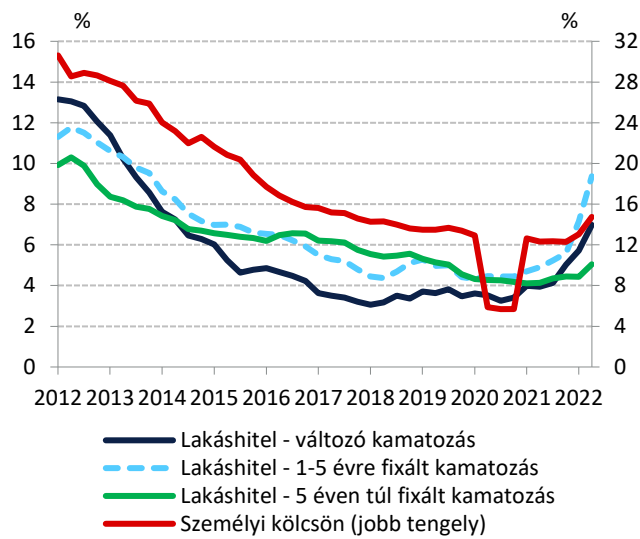
**2022 második negyedévében a vállalati forintbitelek átlagos kamatlába a forrásköltségek emelkedésével párhuzamosan érdemben növekedett.** Az újonnan szerződött, éven belül változó kamatozású, jelentős részben piaci alapon kötött vállalati forintbitel-szerződések simított átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 173 bázisponttal, míg a nagyösszegű hitelek esetében 204 bázisponttal emelkedett az előző negyedévhez képest (4-6. ábra). Ezzel az átlagos forintbitel-kamat 8,5 százalékot tett ki júniusban az éven belül változó kamatozású hiteleken belül. A kisösszegű euróhitelek kamatszintje 9 bázisponttal csökkent, míg nagyösszegű euróhiteleké 54 bázisponttal növekedett a negyedév során, ezzel június végén az euróhitelek átlagos finanszírozási költsége 2 százalékon állt. A vállalati forintkamatok jelentős emelkedése a forrásköltségek emelkedésének banki hitelkamatokba történő gyorsütemű begyűrűzésére vezethető vissza.

**A negyedév során egyik vállalatméret kategóriában sem változtak érdemben a sztenderdek, viszont előretekintve már szigorítás várható.** A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok egyik vállalatméret kategóriában sem változtattak érdemben a hitelhez jutás feltételein a második negyedévben, az üzleti célú ingatlanhitelezés szegmensében viszont a válaszadó hitelintézetek nettó értelemben vett 20 százaléka tovább szigorított. 2022 második félévére előretekintve a vállalati hitelfeltételek szigorítása várható: az üzleti célú ingatlanhitelezésben a bankok nettó értelemben vett 34, a nagy- és közepes vállalatok esetében 32, míg a kis- és mikro-vállalatok esetében 27 százaléka tervez szigorítást (4-7. ábra). Mindkét vállalatméret kategóriában a bankok előretekintve elsősorban a kockázatosabb hiteleken lévő prémiumon, illetve az ügyféllel szembeni adatszolgáltatási követelményeken kívánnak szigorítani.

### 4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

**A lakáshitelek árazásában a bankok csak részben érvényesítették a hozamkörnyezet emelkedését a**

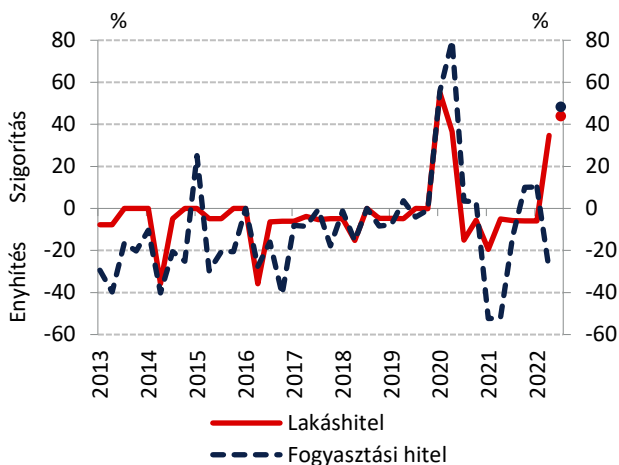
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga.

Forrás: MNB

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



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2022 harmadik és negyedik negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

**negyedév során.** A 2022 második negyedévében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 1–5 évre kamatfixált hitelek esetében 223 bázispontos növekedés után 9,4 százalékon állt, míg az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált hitelek esetében a Zöld Otthon Program (ZOP) átlagkamatra gyakorolt mérséklő hatásának következtében mindössze 61 bázispontos emelkedés történt, ezzel az átlagos hitelköltség 5 százalékot ért el a negyedév során (4-8. ábra). A jelentős ZOP kibocsátás miatt a legalább 10 évre fixált hitelek részesedése 86 százalékra emelkedett az új kibocsátásban, korábban nem tapasztalt részesedést elérve. A személyi kölcsönök átlagos simított THM-szintje 169 bázisponttal emelkedve 14,7 százalékot ért el a vizsgált időszak végén.

**A lakáshitelek sztenderdjei szigorodtak a második negyedévben, és előretekintve további szigorítás várható.**

A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2022 második negyedévében a bankok nettó értelemben vett 35 százaléka szigorított a lakáshitelek sztenderdjein, a részfeltételek tekintetében azonban a válaszadó intézmények több mint fele a felárak mérséklését jelezte. 2022 második félévére előretekintve a bankok nettó értelemben vett 44 százaléka tervez tovább szigorítani a lakáshitelek feltételein, és a részfeltételek tekintetében a bankok nettó értelemben vett 59 százaléka már a hitelkamat és a forrásköltségek közötti spread növelését helyezte kilátásba (4-9. ábra). A fogyasztási hitelek tekintetében a hitelintézetek nettó értelemben vett 29 százaléka enyhített a hitelhez jutás feltételein a második negyedév során. A következő fél évre előretekintve pedig a bankok nettó értelemben vett 48 százaléka már a sztenderdek szigorítását tervezi a fogyasztási hitelek piacán.

**4-1. keretes írás: A támogatott és a piaci hitelek alakulása a hazai hitelpiacon a koronavírus-járvány kitörése óta**

**A koronavírus-járvány megjelenését követő bizonytalan gazdasági helyzetben mind Magyarországon, mind az Európai Unió tagállamaiban nagyvolumenű hitel-, illetve garanciaprogramok kerültek meghirdetésre.** A támogatott programok hatására eltolódás volt megfigyelhető az új hitelszerződések konstrukciók szerinti összetételében. Magyarországon 2019. április és 2020. március között a piaci alapú hitelek<sup>2</sup> részaránya 88 százalékot tett ki a teljes vállalati hitelvolumenből, majd ez a részesedés 2020. május és 2021. szeptember, azaz az NHP Hajrá, illetve az Széchenyi Kártya programmal is érintett időszak alatt 52 százalékra mérséklődött. Az NHP Hajrá lezárását követően az SZKP Go! program nyert teret, és részaránya fokozatosan növekedett az új kkv hitelvolumenben belül. Míg 2021 utolsó negyedévében visszarendeződés volt megfigyelhető (amely során a piaci hitelek részaránya 71 százalékra emelkedett), 2022 első és második negyedévére rendre 64 és 51 százalékra csökkent a piaci alapú hitelek részesedése a kkv hitelszerződéseken belül.

**Az újonnan szerződött hitelek összetételén túl a fennálló állomány szerkezete is jelentősen átalakult a koronavírus kitörése óta.** Míg 2019 év végén a fennálló állomány 13 százaléka kapcsolódott csak támogatott hitelekhez, addig 2022. második negyedévében már mintegy egyharmada. Ezzel párhuzamosan a garantált hitelállomány is jelentősen növekedett, a koronavírust megelőző 1000 milliárdról mintegy 3000 milliárd forintra.

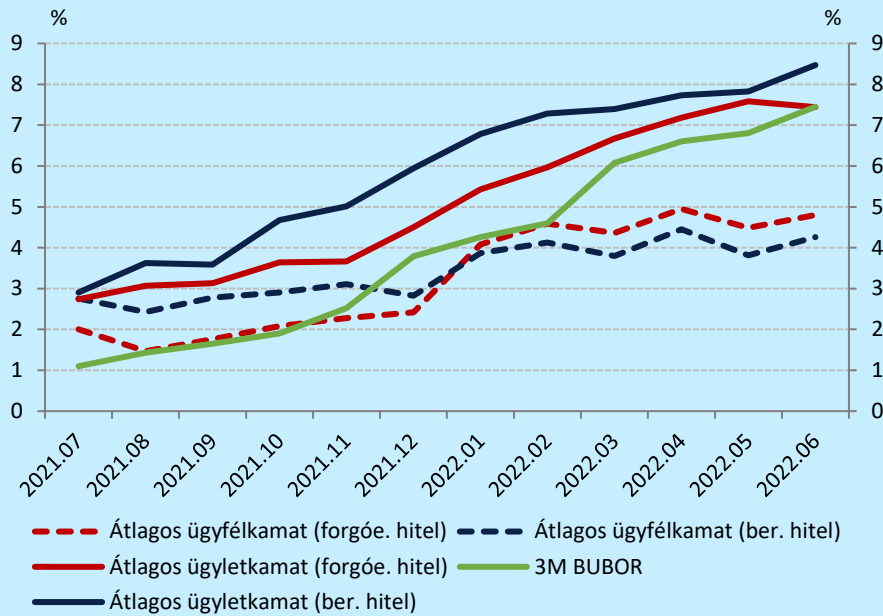
**A támogatott hitelprogramok felfutásához azok kamatelőnye nagyban hozzájárult, különösen a jegybanki kamatemelések tükrében.** 2022 második negyedévében a kkv forint forgóeszköz hitelek<sup>3</sup> szerződéses összeggel súlyozott átlagos ügyleti kamatlába (amely a támogatott hitelek esetében az állam által fizetett támogatást is tartalmazza) 77 bázisponttal emelkedett az előző negyedévhez képest, és a június végén 7,4 százalékot tett ki, a beruházási hitelek<sup>4</sup> kamata pedig 108 bázispontos növekedést követően 8,5 százalékot ért el a vizsgált időszak végén (4-10. ábra). A ténylegesen fizetendő ügyfélkamatokat figyelembe véve azonban jóval alacsonyabb volt a negyedév során szerződött hitelek átlagos kamatlába: a forgóeszköz hitelek átlagkamata 44 bázispontos, a beruházási hitelek átlagkamata pedig 46 bázispontos emelkedést követően rendre 4,8 és 4,3 százalékot ért el június végén. Az ügyleti- és az ügyfélkamatok közötti különbség oka, hogy a támogatott hitelprogramokra jogosult vállalatok 1-2,5 százalékos ügyfélkamat mellett is forráshoz juthattak a második negyedév során.

<sup>2</sup> A piaci hitelek részarányának számítása során a banki adatszolgáltatásokban „Normál piaci” kategóriába sorolt, nem folyószámla-jellegű hitelek arányát vizsgáljuk a Magyar Fejlesztési Bank és az Eximbank nélkül vett hitelintézeti szerződéskötéseken belül.

<sup>3</sup> Forgóeszköz hitelek közé tartoznak a faktoring ügylet, faktoring ügylet hitelkeret, forgóeszköz hitel és forgóeszköz hitelkeret hitelcéllal megvalósuló hitelek.

<sup>4</sup> Beruházási hitelek közé tartoznak a befektetési hitel, befektetési célú hitelkeret, beruházási hitel, valamint a beruházási célú hitelkeret hitelcéllal megvalósuló hitelek.

4-10. ábra: A 3-havi BUBOR, illetve a kkv beruházási és forgóeszköz hitelek átlagos ügyleti- és ügyfélkamatának alakulása

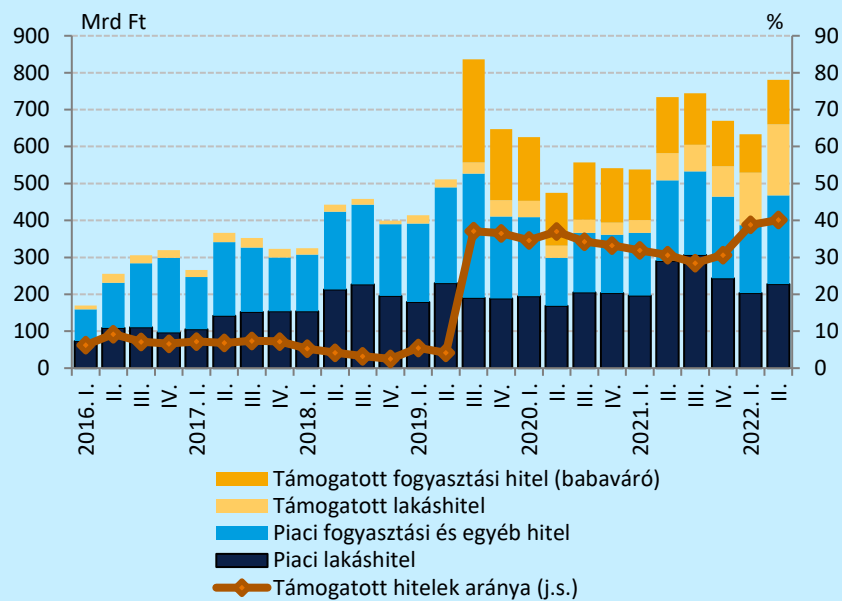


Forrás: MNB.

**A lakossági hitelezésben szintén bővült a támogatott hitelek aránya az elmúlt években.** A támogatott hitelek felfutását 2019-től figyelhetjük meg a babavárási hitelek és a falusi CSOK elindulásával, valamint a korábbi CSOK program kibővítésével párhuzamosan, a 2021-től megjelent új otthonteremtési támogatások (CSOK-kal vásárolt új ingatlanok áfa-mentessége, illetékmentesség CSOK-kal vásárolt lakás esetén, többgenerációs CSOK, Otthonfelújítási támogatott lakáshitel) pedig újabb lendületet adtak a támogatott hitelek térnyerésének. A CSOK támogatások mellett kihelyezett kamattámogatott lakáshitelek 2022 első felében 180 milliárd forintot tettek ki, és az azonos időszaki lakáshitelkibocsátás 24 százalékát adták. A Növekedési Hitelprogram részeként 2021. októberben elindult NHP Zöld Otthon Program (ZOP) keretében 2022 első felében 277 milliárd forint értékben kötöttek a bankok hitelszerződéseket, ami a lakáshitel-kibocsátás 36 százalékát adta, és érdemben hozzájárult ahhoz, hogy 2022 második negyedévében rekord volumenű lakáshitel-kibocsátás valósuljon meg. Az otthonfelújítási támogatott hitelből júniussal bezárólag összesen 64 milliárd forint értékű szerződéskötés jött létre. A szabad felhasználású, és egy gyermek születése után 0 százalékos kamatozású babavárási hitelek iránt szintén stabil, bár fokozatosan csökkenő kereslet mutatkozik, és a termék az elmúlt három év alatt a lakossági hitelállomány 18 százalékára emelkedett. 2022 második negyedévében tízből négy lakossági hitelszerződéshez állami kamattámogatás vagy kedvezményes jegybanki refinanszírozás társult, így elmondható, hogy a támogatott hitelek jelentős szerepet töltenek be a lakossági hitelezésben.

**A támogatott lakossági hitelek hatása az ügyfélkamatokban is tetten érhető.** A támogatott hitelek magas arányának hatására az ügyfélkamatokban a jegybanki alapkamat-emelés csak tompítva érvényesült: míg 2022. júniusban a piaci alapon, újonnan lakáshitelek átlagos kamatlába 7 százalékot tett ki, addig az összes lakáshitelt figyelembe véve az ügyfelek által fizetendő átlagos kamatláb nagysága mintegy 5,8 százalék volt.

4-11. ábra: Piaci és támogatott hitelek kibocsátása a lakossági szegmensben



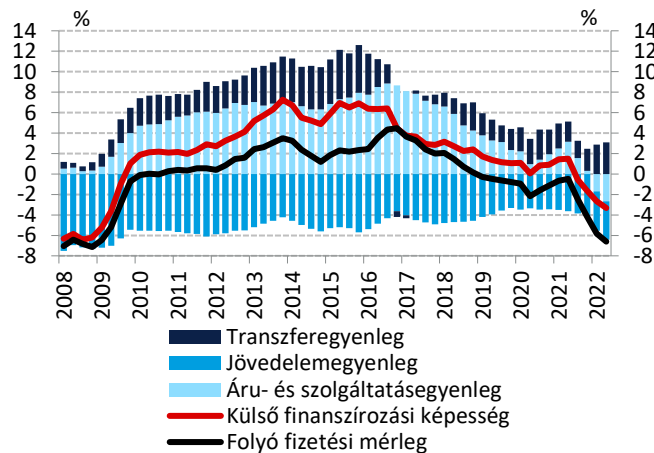
Forrás: MNB.

## 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

### 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

2022 első félévében a GDP 6,6 százalékára nőtt a folyó fizetési mérleg hiánya, amivel párhuzamosan a gazdaság külső finanszírozási igénye is emelkedett. A külső egyensúlyi pozíció romlása mögött az áru- és szolgáltatásegyenleg folytatódó csökkenése állt, mivel az energiaárak megugrásával párhuzamosan emelkedő nettó energiaimport egyre nagyobb mértékű hiányba fordította a külkereskedelmi egyenleget. A finanszírozási adatok szerint a külső finanszírozási igényt 2022 első félévében elsősorban adósságjellegű források finanszírozták, miközben a nettó közvetlentőke források és portfólió-befektetések kiáramlást mutattak. Az ország GDP-arányos külső adósságmutatói enyhén csökkentek: az adósságtípusú forrásbevonás hatását több, mint ellensúlyozta az adósságállomány átértékelődése és a GDP bővülése.

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



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

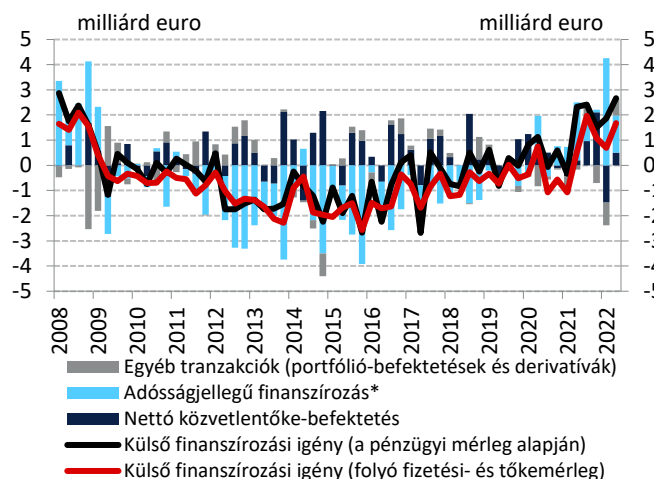
#### 5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

2022 második negyedévében a folyó fizetési mérleg négy negyedéves hiánya a GDP 6,6 százalékára, az ország külső finanszírozási igénye a GDP 3,3 százalékára emelkedett (5-1. ábra). A külső egyensúlyi pozíció folytatódó csökkenését a nettó energiaimport növekedése miatt romló külkereskedelmi egyenleg határozta meg, amiben az energiaárak megugrása miatti romló cserearányok hatása tükröződött, miközben az energiaegyenlegen kívüli külkereskedelmi egyenleg nagyjából stabilan alakult. Az első félévi élénk belső kereslet importnövelő hatását a turizmus helyreállításával párhuzamosan javuló szolgáltatásegyenleg ellensúlyozta. A jövedelemegyenleg enyhén javult a külföldi vállalati jövedelmek mérséklődése hatására. A transzferegyenleg 2022 elején emelkedésbe fordult, így az első félévében is jelentős mértékben javította a külső egyensúlyi pozíciót.

#### 5.1.2. Finanszírozási folyamatok

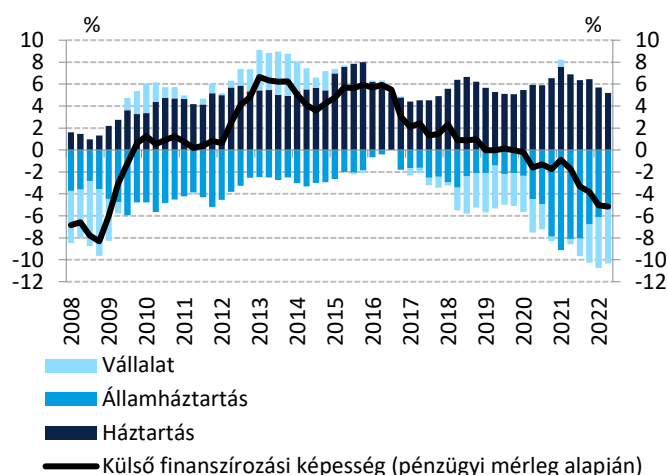
2022 első félévében érdemben emelkedtek az adósságjellegű források, miközben a portfólió-befektetések és FDI-források kiáramlást mutattak (5-2. ábra). A nettó közvetlentőke befektetések első negyedévi kiáramlása úgy valósult meg, hogy az újrabefektetett jövedelmek emelkedésének FDI-növelő hatását ellensúlyozta egy külföldi tulajdonban lévő vállalat hazai felvásárlása, miközben egy hazai vállalat külföldi terjeszkedésének köszönhetően a kifizetések is növekedtek. A nettó portfólió-részvény befektetések csökkenése 2022 első félévében is folytatódott, amelyhez mind a hazai szereplők külföldi befektetési jegy és részvény-vásárlása, mind a külföldiek hazai részvénybefektetéseinek csökkenése hozzájárult. Az adósságjellegű források első félévi nettó beáramlása elsősorban a bankrendszerhez kötődött, azonban az állam és – az energiaár-robbanással is összefüggésben a kereskedelmi hitelek növekedéséhez köthetően – a vállalatok adósságjellegű forrásai is emelkedtek.

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 idősről. Forrás: MNB

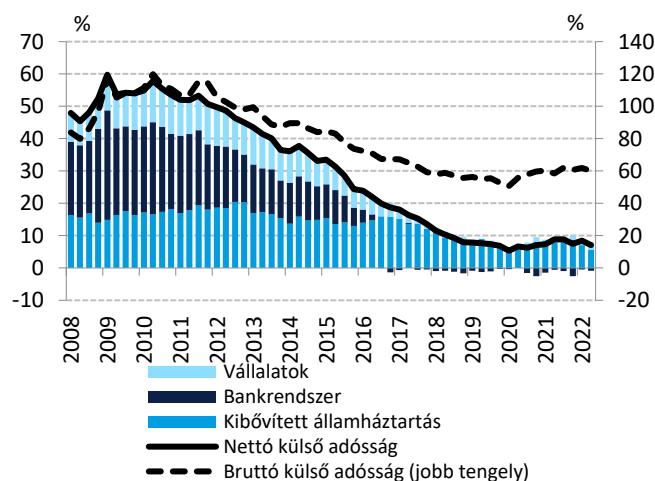
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



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

Forrás: MNB

2022 első félévében folytatódott az állam finanszírozási igényének magas szintről történő csökkenése, miközben tovább mérséklődött a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása (5-3. ábra). Az erős belső kereslet az adóbevételek emelkedéséhez kötődően javította az államháztartás nettó pozícióját, miközben a magánszektor nettó pénzügyi pozíciójának csökkenése irányába hatott. A vállalatok nettó finanszírozási igénye az élénk beruházási aktivitással és készletfelhalmozással, illetve a magasabb energia és nyersanyagárak vállalati jövedelmet csökkentő hatásával összefüggésben emelkedett. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása 2022 első félévében az élénkülő fogyasztással összhangban mérséklődött a 2021. évi magas – az adóvisszatérítés elszámolásához kapcsolódó követelést is tartalmazó – szinthez képest.

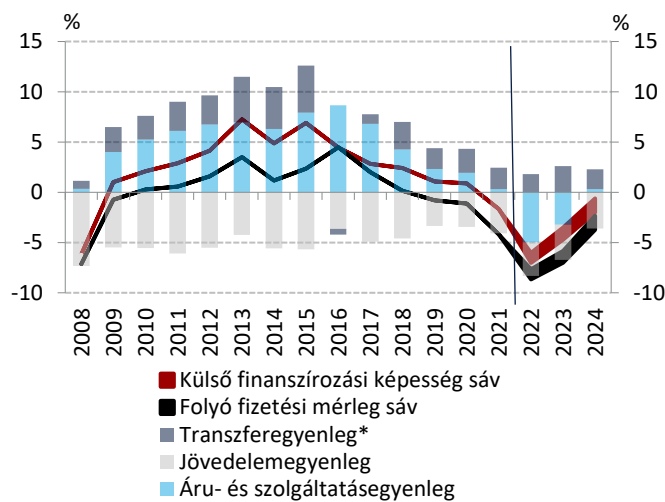
2022 első félévének végén a gazdaság nettó külső adóssága a GDP 7 százalékát tette ki (5-4. ábra). A mutató historikus mélypont közelébe történő csökkenése ellentétes hatások eredője. Az adósságbeáramlás hatását az adósságállomány – elsősorban hozamemelkedés miatti – átértékelődésének és a nominális GDP bővülésének hatása ellensúlyozta, csökkenésbe fordítva a GDP-arányos mutatót. A bruttó külső adósság a GDP 60 százalékára csökkent, ami szintén az adósságbevonást meghaladó átértékelődési hatások eredménye.



## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg hiánya 2022-ben átmenetileg tovább emelkedik, de a következő években jelentősen javul a külső egyensúlyi pozíció. A külkereskedelmi egyenleg hiánya 2022-ben tovább nő, elsősorban a magas energiaárak miatti cserearány-romlás hatására. A globális konjunktúra romló kilátásaival összhangban visszaeső külső kereslet és az ellátási láncokban jelenlévő súrlódások fékezik az exportbővülést. A beruházási és fogyasztási dinamika lassulása visszafogják az importot, amit 2023-ban részben ellensúlyoz az energiaárak importnövelő hatása. 2024-től a világgazdasági környezet és az energiaárak normalizálódásával, illetve az új exportkapacitások termőre fordulásával a folyó fizetési mérleg jelentős mértékben javul. A magánszektor egyensúlyi pozíciója 2022-től finanszírozási igénybe vált a magas infláció és emelkedő rezsiköltségek miatt csökkenő reáljövedelem és emelkedő vállalati költségek hatására. Az államháztartás hiánya mérséklődik a gazdasági növekedésből eredő bevételnövekedés, a rezsikonszolidáció, valamint a kiadásokat mérséklő és adóbevételeket növelő költségvetési intézkedések hatására, amelyek részben ellensúlyozzák az orosz-ukrán háború és a magas energiaárak kiadásnövelő hatásait.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

Forrás: MNB

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

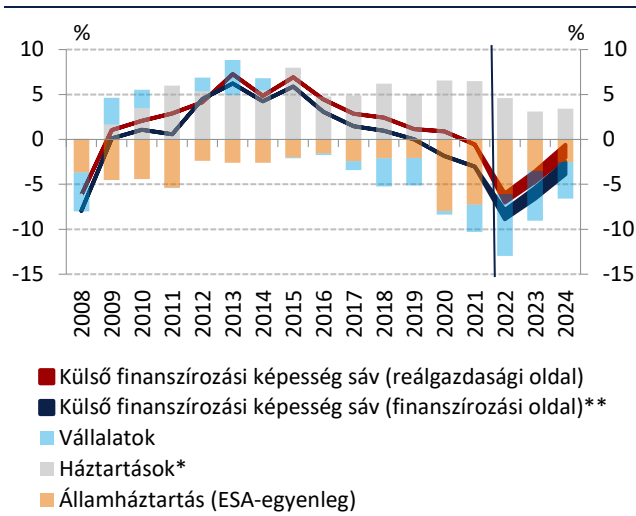
	2021	2022	2023	2024
Áru egyenleg	-3,0	-8,8	-7,7	-4,7
Energiaegyenleg	-4,4	-9,2	-10,3	-7,0
Egyéb áru egyenleg	1,5	0,4	2,6	2,3
Szolgáltatás-egyenleg	3,3	3,8	4,5	5,0
<b>Külkereskedelmi egyenleg</b>	<b>0,3</b>	<b>-5,0</b>	<b>-3,2</b>	<b>0,3</b>

Forrás: KSH, MNB

A folyó fizetési mérleg hiánya 2022-ben a magas energiaárak hatására átmenetileg tovább emelkedik, majd a következő években jelentős javulásba fordul (5-5. ábra). A magas energiaárak miatt romló cserearányok a nominális import jelentős növekedését eredményezik, miközben a külső konjunktúra romló kilátásaival összhangban visszaeső külső kereslet és az ellátási láncokban fennálló zavarok visszafogják a kivitelt. E tényezők hatására a külkereskedelmi egyenleg hiánya tovább emelkedik, amit csak részben ellensúlyoz az extraprofit adó hatására javuló jövedelemegyenleg. Összességében 2022-ben a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 8 százaléka közelében tetőzhet. Előretekintve a beruházási és fogyasztási dinamika lassulása fékezi az importbővülést, amit 2023-ban még részben ellensúlyoz az energiaárak importnövelő hatása. 2024-re a világgazdasági környezet és a cserearányok normalizálódásával, illetve az elmúlt években kiépült jelentős új exportkapacitások termőre fordulásával a külső egyensúlyi pozíció jelentősebb mértékben javul. Az előrejelzési horizont végére így a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP mintegy 2-4 százalékára csökken.

A folyó fizetési mérleg egyenlegének pályáját jelentős mértékben befolyásolja az energiaegyenleg alakulása. A nettó energiaimport 2021-ben még a GDP 4,4 százalékát tette ki, ami a megugró energiaárak hatására idén várhatóan több, mint megduplázódik, hozzájárulva az áru egyenleg romlásához, ami közel triplájára emelkedik GDP arányosan. Az energiaegyenleg éves hiánya 2022-2023-ban a GDP 9-10 százaléka körül alakul. A hazai gazdasági szereplők alkalmazkodása fékezheti az importbővülést, így 2024-től az energiaárak normalizálódásával a nettó energiaimport jelentősen, a GDP 7 százaléka közelébe, míg a külkereskedelmi termékforgalom egyenlegének hiánya a GDP 5 százaléka alá csökkenhet (5-1.táblázat).

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

A szektorok megtakarítási folyamatait tekintve a magánszektor nettó pozíciója 2022-től finanszírozási igénybe vált, miközben az állam hiánya mérséklődik (5-6. ábra). Az előrejelzési horizonton folytatódik a költségvetési hiány csökkenése a gazdasági növekedésből eredő bevételnövekedés, a rezsikonszolidáció, valamint a kiadásokat csökkentő és adóbevételeket növelő költségvetési intézkedések hatására, amelyek részben ellensúlyozzák a magas energiaárak és az orosz-ukrán háború kiadásnövelő hatásait. A növekvő rezsiköltségek és magas infláció miatt emelkednek a fogyasztási kiadások, ami a csökkenő reáljövedelem mellett a megtakarítások csökkenését eredményezi. Az inflációs nyomás enyhülésével, a lakosság jövedelmi viszonyának javulásával 2024-től a megtakarítások újból emelkedésnek indulnak. 2022-ben a mérséklődő, de továbbra is magas beruházási ráta, a magasabb nyersanyag- és energiaárak nyomán emelkedő vállalati működési költségek, valamint az extraprofit-adó összességében a vállalatok finanszírozási igényének emelkedését eredményezik. Előretekintve a világgazdasági környezet és az energiaárak normalizálódása, a költségnövekedést okozó tényezők kifizetése a korrigálódó külső kereslettel és a beáramló uniós forrásokkal együtt a vállalatok finanszírozási pozíciójának javulása irányába hatnak.

### 5.3. Költségvetési folyamatok

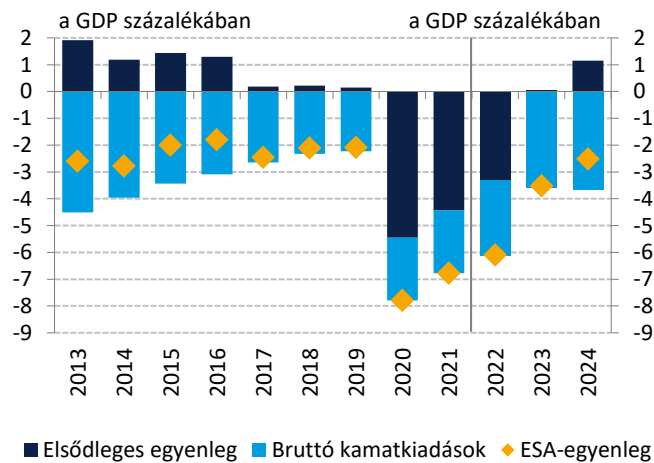
A Kormány a 2022. évi költségvetési hiánycélt a korábbi 4,9 százalékról a GDP 6,1 százalékára emelte, míg 2023-ra 3,5 százalékos, 2024-re 2,5 százalékos deficitcéllal számol a költségvetés. A 2022. évi hiánycél emelését a különleges földgázkészletek felhalmozása indokolja, mely az eredményszemléletű hiányt növeli, de állampapír-piaci finanszírozási igényt nem keletkeztet. A hiánycélok teljesülését segíti az adóbevételek kedvező dinamikája, valamint a 2023. évi költségvetési törvény készítésével párhuzamosan bevezetett extraprofit adók és kiadáscsökkentő intézkedések. Az energiaárak emelkedése azonban a hiánycélok teljesülésére nézve kockázatot jelenthet főként a következő években. A GDP-arányos államadósság a hiánycél teljesülése esetén 2022 végére 76 százalék közelébe csökken, majd az előrejelzési horizont végére 72 százalék közelébe süllyed.

5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2021	2022	2023	2024
ESA-egyenleg	-6,8	-6,1	-3,5	-2,5
Elsődleges ESA-egyenleg	-4,4	-3,3	0,1	1,2

Megjegyzés: A GDP százalékában. \*A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.  
 Forrás: KSH, MNB

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



Forrás: KSH, MNB

#### 5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

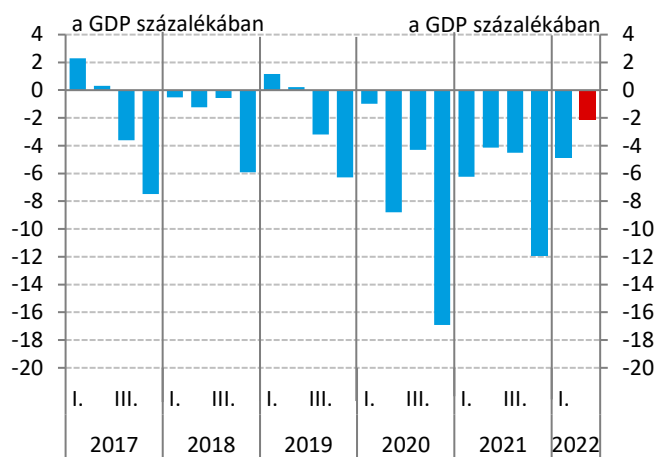
**A kormányzati szektor 2022-es GDP-arányos eredményszemléletű hiánycélját a Kormány a korábbi 4,9 százalékról 6,1 százalékra emelte, míg a deficitcél 2023-ban 3,5 százalék** (5-1. táblázat). A 2022. évi hiánycél emelését a különleges földgázkészletek felhalmozása indokolja, amely az Eurostat elszámolása szerint növeli az ESA-hiányt. 2021-ben a költségvetés hiánya 6,8 százalékot tett ki, amihez képest mérséklődhet idén a deficit. A csökkenés 2022-ben és 2023-ban is a gazdasági növekedésből eredő bevételnövekedés mellett elsősorban a 2023-as költségvetési törvényjavaslattal párhuzamosan bejelentett intézkedéseknek köszönhető, miközben a szomszédban folyó háború, valamint a növekvő energiaárak kedvezőtlen költségvetési hatással bírnak, amelyekre a költségvetés folyamatosan intézkedésekkel reagál. 2024-ben a hiány tovább csökkenhet a megelőző évekhez képest, és a költségvetési várakozások alapján eléri a maastrichti kritériumoknak megfelelő 2,5 százalékos GDP-arányos szintet (5-7. ábra).

**Az uniós fiskális szabályoknak 2023-ban sem kell megfelelni, ugyanis a Bizottság az európai szemeszter tavaszi csomagjában kiemelte, hogy az uniós költségvetési szabályokat részlegesen felfüggesztő általános mentesítési záradék fenntartása 2023-ban is szükséges.** Ezzel párhuzamosan a Stabilitási törvényben szereplő 3 százalékos hiánykritérium és a középtávú költségvetési célra vonatkozó szabály is felfüggesztésre került 2023 végéig, ami mellett a veszélyhelyzet fennállása lehetővé teszi az Alaptörvény adósságszabályától való eltérést.

#### 5.3.2. A 2022. évi egyenleg

**A költségvetési hiány 2022-ben a GDP 6,1 százaléka lehet a korábbi 4,9 százalékhoz képest megemelt kormányzati célkitűzés alapján.** A 2022. évi költségvetési törvény 5,9 százalékos GDP-arányos költségvetési hiánycélt tartalmazott, amit a 2021. decemberi várakozás 4,9 százalékra csökkentett, míg a szeptemberi kormányzati bejelentés a különleges földgázkészletek felhalmozása miatt 6,1 százalékra emelt. Az első negyedéves eredményszemléletű hiány a negyedéves GDP 4,8 százalékát

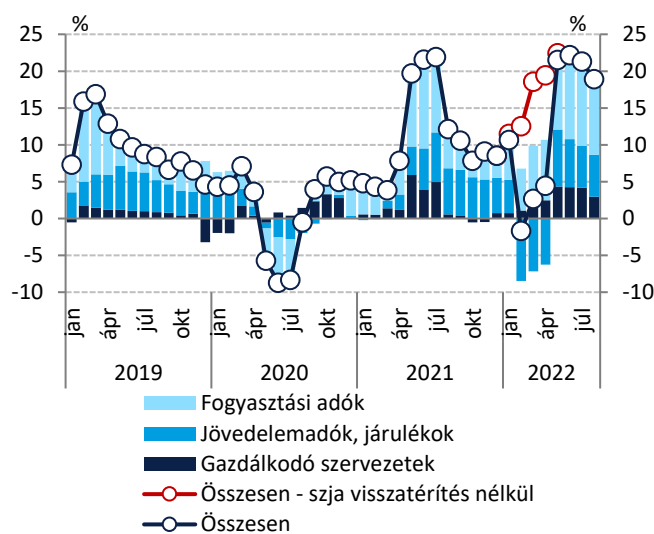
5-8. ábra: A kormányzati szektor eredményzempléletű egyenlege



Megjegyzés: A 2022. II. negyedéves adat az MNB által publikált előzetes pénzügyi számlákban szereplő államháztartás nettó finanszírozási képességét mutatja.

Forrás: KSH, MNB

5-9. ábra: Az adó- és járulékbekvételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2019-2022-es időszakban



Forrás: MÁK, MNB

tette ki, miközben jelentős összegű egyszeri kiadásokat eredményező intézkedések (13. havi nyugdíj, a fegyveres és rendvédelmi szervek szolgálati juttatása) valósultak meg. A második negyedévben az MNB által publikált előzetes pénzügyi számla adatok alapján ennél is kedvezőbben alakult a deficit, és mindössze 2,1 százalékot tett ki (5-8. ábra), így összességében az első féléves eredményzempléletű hiány a féléves GDP 3,4 százaléka volt. A kedvező első féléves adatokat követően, az év második felében a költségvetési kiadások várhatóan emelkednek: az energiaárakkal kapcsolatos kiadások, a nyugdíjak és a kamatkidások várhatóan számottevően magasabbak lesznek a korábban tervezettnél.

A kormány szeptember 23-án 4,9 százalékról 6,1 százalékra emelte a 2022. évi GDP arányos eredményzempléletű hiánycélt. A deficitcél 1,2 százalékpontos emelkedését a Magyar Szénhidrogén Készletező Szövetség (MSZKSZ) különleges földgázkészlet-felhalmozása (2022. júliusi jogszabály alapján) okozza. A mintegy 740 milliárd forint értékű gázvásárlás azért növeli a hiányt, mert az Eurostat 2019 óta az MSZKSZ-t a kormányzati szektorba sorolta, így a gázvásárlásai növelik az eredményzempléletű hiányt, míg a hitelfelvételei elszámolásra kerülnek az államadósságban. A többletkiadás állampapír-piaci finanszírozási igényt nem keletkeztet, ugyanis a tranzakcióhoz szükséges forrást hazai bankok szindikált hitele biztosította állami kezességvállalás mellett.

Az első két negyedév hiányát mérsékelte az adóbevételek kedvező alakulása. A bérek és a fogyasztás gyors nominális növekedéséből fakadóan augusztusig közel 20 százalékkal haladták meg az adóbevételek az egy évvel korábbi összegüket (az szja visszatérítés hatásával korrigálva). Az év egészében is a bevételek számottevő felülteljesülésére számíthatunk az előirányzatokhoz képest (5-9. ábra).

A felmerülő többletkiadások miatt a költségvetési hiánycélok teljesülése érdekében a GDP mintegy 3 százalékat kitevő intézkedéscsomag került bejelentésre a 2023-as költségvetési törvényjavaslattal egyidejűleg. Az intézkedések nagyobb része a kiadási oldalt érinti: a kormányzati várakozások szerint a költségvetési intézmények és szervek megtakarítása elérheti a GDP 1 százalékat, a beruházások visszafogása, illetve átütemezése a GDP 0,5 százalékat kitevő kiadáscsökkenést jelent, míg a további kiadási intézkedések 0,2 százalékos GDP-arányos megtakarítást jelentenek. A bevételi oldalt érintő intézkedések közül a GDP több mint 1,1 százalékának megfelelő bevétel származhat az úgynevezett extraprofitra kivetett különadókból 2022-ben. Emelkednek a bank- és biztosítási szektor befizetései, nőnek az energiavállalatok, a kiskereskedelmi szektor, a telekommunikációs cégek és gyógyszeripari szereplők adói,

valamint újonnan megjelenik a légitársaságok hozzájárulása. Emellett újból bevezetésre kerül a reklámadó is.

Júliusban bejelentésre került a lakossági energiaárak módosítása is, amelynek keretében a korábbi hatósági ár mindenki számára elérhető maradt az átlagfogyasztásnak megfelelő energiamennyiség után, míg az átlagfogyasztásnál nagyobb energiafogyasztásra a jelenlegi piaci árnál továbbra is kedvezőbb lakossági piaci ár került bevezetésre. Az intézkedésnek köszönhetően a költségvetés megtakarítása 2022-ben mintegy 200 milliárd forint, 2023-ban több mint 400 milliárd forint lehet, ami részben ellensúlyozza az energiaárak nyári hónapokban tapasztalható jelentős emelkedésének költségvetési hatását.

A KATA módosítása korlátozta az egyszerűsített adónem választására jogosultak körét, amivel az intézkedés becslésünk szerint mintegy 150-200 milliárd forint többletbevételt eredményezhet a költségvetés számára. A mintegy 450 ezer kisadózóból várhatóan 100-150 ezer fő folytathatja tevékenységét a KATA új rendszerében, ami önmagában nagyságrendileg 150 milliárd forint kiesést jelenthet. Ezzel szemben más adónemekből, elsősorban személyi jövedelemadóból és járulékokból 300 milliárd forintot meghaladó összegű bevétel is származhat, amit ellensúlyozhat a jellemzően mellékállású vállalkozói tevékenység feladása.

### 5.3.3. A 2023. és 2024. évi egyenlegek

**2023-ban a költségvetési hiány a júliusban elfogadott költségvetési törvényben szereplő hiánycél alapján a GDP 3,5 százaléka lehet.** A deficit mérséklődését elsősorban a költségvetési törvényjavaslattal összhangban bejelentett bevételi és kiadási intézkedések, másrészt a magyar gazdaság növekedéséből származó adóbevételek segíthetik.

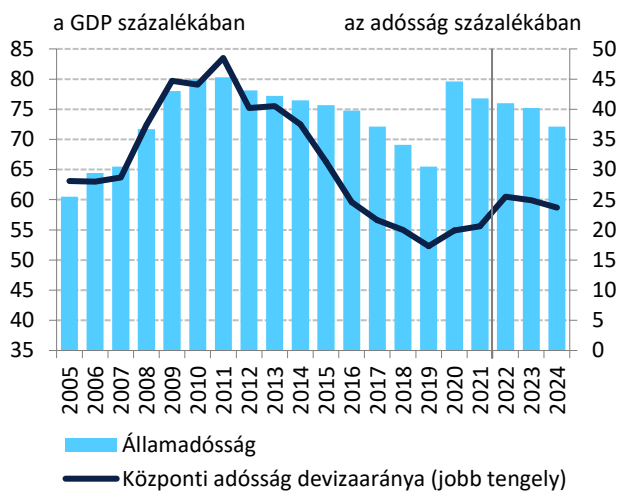
2023-ban szintén emelkedhetnek az energiaárakkal kapcsolatos kormányzati kiadások. Ennek fedezésére szolgál a GDP mintegy 1 százalékát kitevő Rezsivédelmi Alap, míg a Honvédelmi Alap a szomszédban dúló háború kapcsán megemelkedő honvédelmi kiadások finanszírozására szolgál, az alapok rendelkezésére bocsátott extraprofitra kivetett különadóknak köszönhetően. A 2023. és 2024. évi hiánycélok teljesülését az energiaárak mellett a hozamemelkedés miatt megugró kamatkidadások, valamint az infláció következtében emelkedő nyugdíjkifizetések is nehezítik.

Rendelkezésre álló költségvetési törvény hiányában 2024-re technikai előrejelzést készítünk, amely szerint a várt makrogazdasági pálya és a becsült kiadások alapján, a kockázatok mérséklődését követően a hiánypálya további csökkenése várható.

### 5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

**A költségvetési egyenleg alakulására a legjelentősebb**

5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása



Forrás: MNB, ÁKK

**kockázatot az energiaárak szintje jelenti.** Az alapfeltevésünknel magasabb gázzal számolva jelentősen megemelkedne az energiaárak kedvezőtlen költségvetési hatása. A kockázatok mértéke becslésünk szerint a GDP 1 százaléka lehet a még magasabb világpiaci árak tartós fennmaradása esetén. A rezsicsökkentés júliusban bejelentett módosítása, a közintézmények fűtési költségének mérséklése és a további energiatakarékosági intézkedések részben ellensúlyozzák a magas gázár okozta többletkiadásokat.

**Jelenleg még bizonytalanság övezi az európai uniós támogatások alakulását.** A magyar Helyreállítási és Ellenállóképességi Terv, valamint a Partnerségi Megállapodás az idei év második felére várt elfogadása, a támogatások megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását, míg a végrehajtásának ütemezése az eredmény szemléletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat befolyásolja. A beadott tervek elfogadásáig az új ciklushoz kapcsolódó kiadásokat a költségvetés megelőlegezi a kedvezményezetteknek.

#### 5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

**Az előzetes adatok alapján 2022. második negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 77,5 százalék volt.** Az adósságráta az előző év azonos időszakához képest mintegy 1,2 százalékponttal, míg a 2021. év végi értékhez képest 0,7 százalékponttal emelkedett. Az államadósság emelkedését a magas nettó kibocsátás okozta, amely közel 2700 milliárd forint volt az első félévben, míg a dinamikus GDP-növekedés részben ellensúlyozta a ráta növekedését.

**Előrejelzésünk szerint a költségvetési hiánycél teljesülése esetén a GDP-arányos bruttó államadósság 2022. év végére 76,0 százalékra csökken, és előrejelzési horizontunkon az adósságráta folyamatos csökkenésével számolunk.** Az államadósság-ráta a nominális GDP dinamikus bővülése, az év második felében visszafogottabb adósságkibocsátás, valamint a kormányzati betétek állományának mérséklődése következtében csökken az adósságkezelő kibocsátási tervének teljesülése esetén. Az államadósság-ráta értéke az előrejelzési horizonton évente átlagosan közel 1,5 százalékponttal csökkenhet, így 2024 végére 72 százalék közelébe mérséklődhet (5-10. ábra).

A forint-euro árfolyam változása a devizaadósság ártértékelődésén keresztül hatást gyakorol az adósságrátára, így a forint euro árfolyam 10 forintnyi változása mintegy 0,4 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot. A központi államadósság devizaaránya 2022. második negyedévében 23,1 százalékra emelkedett a tavalyi év végi 20,6 százalékról a devizakötvény-kibocsátások következtében.

## 6. Kiemelt témák

### 6.1. Változó világban változó kapcsolatok: a Phillips-görbe múltja és jelene

Hazánkban a monetáris politika számára elsődleges cél az árstabilitás elérése és fenntartása, ebből következően kiemelt szerepet kap az infláció és az azt meghatározó tényezők alakulásának vizsgálata. Az inflációt számos tényező közvetlen és közvetett módon befolyásolja. Ezek közül az egyik legfontosabb a gazdaság ciklikus helyzete (ciklikus munkanélküliség, kibocsátási vagy fogyasztási rés) és az inflációs alapfolyamatok közötti kapcsolat. A gazdaság ciklikus helyzete középtávon, azaz az egyszeri sokkok lecsengését követően képes befolyásolni a fogyasztói árak emelkedését. Ez az a horizont, ahol a monetáris politika leginkább hat az inflációra, azaz a monetáris politikai horizonton ez az egyik meghatározó faktor az inflációs dinamikában.

**Miután a 2000-es évek első évtizedére a „nagy moderáció”, a 2010 és 2020 közötti időszakra az alacsony infláció volt jellemző, a COVID-válság és az azt követő gyors helyreállítás, a nyersanyagciklusok fordulópontját és globálisan az inflációs ráták emelkedését eredményezték.** Mivel egy ilyen strukturális változás jelentősen befolyásolja a makrogazdasági változók közötti kapcsolatot, ezért érdemes a korábbi becsléseket, elemzéseket frissíteni az új adatokkal.

#### 6.1.1. Rövid elméleti történeti bevezető

**A gazdasági ciklus és az ár/bér dinamika közötti kapcsolat már az 1950-es évektől a kutatások fókuszában volt, és ezek az eredmények máig a gazdaságpolitikai viták központi kérdését adják.** Az első fontos eredményt A. W. Phillips érte el, aki nemlineáris, fordított irányú kapcsolatot talált a munkanélküliségi ráta és a bérek emelkedése között.<sup>5</sup> A kutatások ezt követően egyre inkább a munkanélküliség és az infláció közötti viszonyra helyeződtek át. Samuelson és Solow hasonló, negatív összefüggést talált a munkanélküliség és az áremelkedés között.<sup>6</sup> Ezeket az eredményeket az akkori keynesi közgazdászok lelkesen fogadták, mivel a keynes-i elmélet egy fontos hiányzó láncszemére, a teljes foglalkoztatás elérése előtti inflációra adtak magyarázatot. Az összefüggés a gazdaságpolitika számára is hasznosnak tűnt, mivel egy menüt kínált a döntéshozók számára: normatív értékválasztás alapján valaki a munkanélküliség elleni harcot, más valaki pedig az infláció letörését tekinthette kulcstényezőnek, ennek megfelelően igyekezett a gazdaságot pozícionálni a Phillips-görbe megfelelő szakaszán.

**A Phillips-görbe azonban nem stabil jelenség, a helyzetét befolyásolja az inflációs várakozások alakulása.** A stabil, eredeti Phillips-görbe koncepciót a monetarista iskola a kezdetektől elvetette, mivel alapfeltevésük szerint az infláció hosszú távon monetáris jelenség, így várakozásuk szerint a hosszú távú Phillips-görbe függőleges. Nem lehet tartósan a természetes ráta alá csökkenteni a munkanélküliséget, mivel az az inflációs várakozások emelkedéséhez vezet.<sup>7</sup> **Ennek megfelelően már a 70-es években számos közgazdász felhívta a figyelmet arra, hogy a Phillips-görbe instabil, a várakozások jelentős mértékben módosíthatják a helyzetét. Ezeket az axiómákat a 70-es évek stagflációs időszaka alá is támasztotta.** Ettől az időszaktól kezdve a Phillips-görbe meghatározó eleme lett az inflációs várakozások alakulása. A legkorszerűbbnek tekinthető ún. új-keynesi Phillips-görbék az inflációt az inflációs várakozások és egy a reálgazdasági ciklikus helyzetét mérő változó által (mely például a ciklikus munkanélküliség szintjével vagy a kibocsátási réssel ragadható meg) határozták meg. Ezek a ciklikus változók pedig alapvetően a termelés határköltségét hivatottak jelezni.

**A Phillips-görbének nem csak a helyzete, hanem a meredeksége is változik időben.** Míg az 1970-es évek közepén a munkanélküliségi ráta egy százalékpontos változása (adott „egyensúlyi” munkanélküliségi ráta mellett) megközelítőleg ugyanilyen mértékben módosította az inflációt, addig a hatás a 2010-es évekre 0,1 százalékpontra mérséklődött. Hasonló

<sup>5</sup>A. W. Phillips (1958): The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957. *Economica*, Vol. 25. No 100.

<sup>6</sup>P.A., Samuelson, and R.M. Solow. 1960. “Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy” *American Economic Review Papers and Proceedings* 50(2), pp. 177-94.

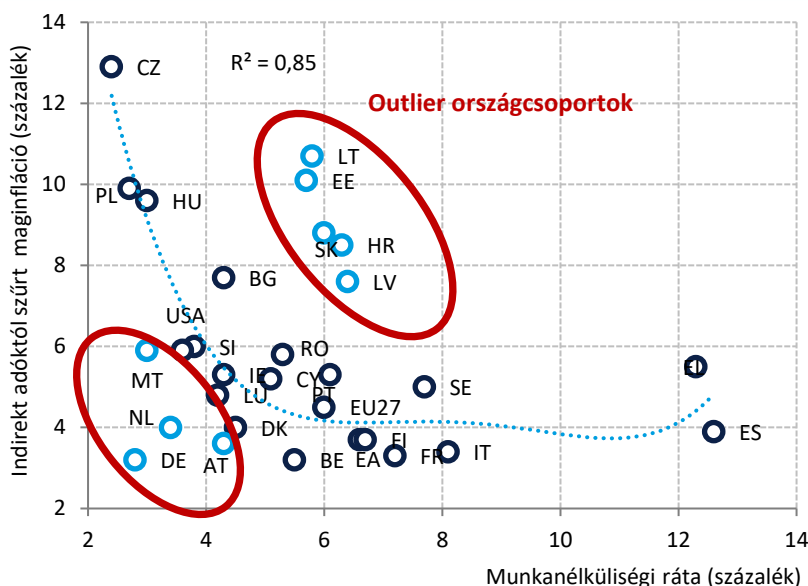
<sup>7</sup>A mai kutatások alapján azonban a természetes munkanélküliségi ráta (NAIRU), illetve a gazdaság egyensúlyi, vagy potenciális kibocsátása sem független a ciklustól, ahogy ezt a 2016-os Növekedési jelentésben is bemutattuk.

mintázat figyelhető meg más fejlett országok esetében is, amit a „Phillips-görbe ellaposodásának” hív a szakirodalom.<sup>8</sup> **Jelenleg az árak és a gazdasági ciklus kapcsolatában egy újabb fordulóponthoz érkeztünk, így érdemes megvizsgálni a Phillips-görbe olyan tulajdonságait, mint a nemlinearitás<sup>9</sup> és az állapotfüggőség.**

#### 6.1.2. Az inflációs globális gyorsulása a 2020-as évtizedben és a Phillips-görbe feltámadása

**Amennyiben keresztmetszeti adatokat elemzünk, akkor az EU és az USA inflációs alapfolyamatai jól illeszkednek egy nem-lineáris Phillips-görbére (6-1. ábra).** Amennyiben a munkanélküliségi ráta 5 százalék felett alakul, abban az esetben az inflációs alapfolyamatok nem jeleznek érdemi változást. Ezen a szakaszon a Phillips-görbe továbbra is „lapos”. Ezzel szemben az 5, és különösen a 4 százalék alatti munkanélküliségi ráták már az infláció markáns gyorsulását eredményezik. Vannak olyan országok, régiók, amelyek kivételnek tekinthetők: a balti országokban, Horvátországban és Szlovákiában magasabb az infláció, mint amit a munkanélküliségi-rátájuk indokolna, míg Dánia, Németország és Hollandia esetében az alacsony munkanélküliségi ráta sem eredményezi az inflációs alapfolyamatok gyorsulását. A keresztmetszeti elemzésnek persze sok korlátja van: azt feltételezi, hogy hasonló Phillips-görbék jellemzik a különböző országokat, így érdemes egy kiemelt gazdaságon (Magyarországon) megvizsgálni időben az összefüggés változását.

6-1. ábra: A munkanélküliség és az adószűrt maginfláció kapcsolata az Európai unióban és az Egyesült Államokban



Megjegyzés: 2022 júniusi adatok. Az outlier országok: Balti államok, Horvátország, Szlovákia, Málta, Hollandia, Németország, Ausztria. Az USA esetében a maginflációt tüntettük fel.

Forrás: Eurostat, Európai Bizottság

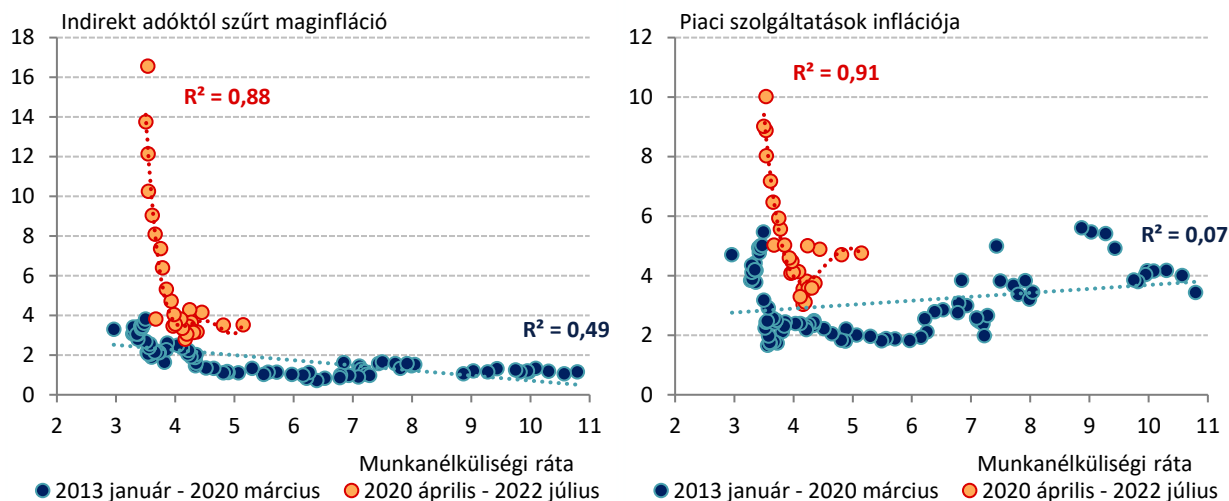
**A hazai Phillips-görbe felfelé tolódott és meredekebbé vált, ami nemlineáris, állapotfüggő kapcsolatot jelez a változók között.** A hazai Phillips-görbe elmozdulásait a 6-2. ábra szemlélteti. Annak érdekében, hogy a külső hatásoktól minél inkább megszűrjük az adatokat, adószűrt maginflációt és piaci szolgáltatások árindexét helyeztük a vizsgálat középpontjába. Ezek azok az inflációs tényezők, amelyek leginkább együtt mozognak a hazai gazdasági (és munkapiaci) ciklussal. Az ábrákon jól kivehető, hogy a 2013 és 2020 márciusa közötti időszakban gyakorlatilag vízszintes az összefüggés, ezt követően azonban alapvetően kismértékű munkanélküliségirátaváltozás is jelentős inflációs gyorsulás mellett ment végbe.

<sup>8</sup> Szentmihályi Szabolcs – Világi Balázs (2015): A Phillips-görbe – elméleti történet és empirikus összefüggések. Hitelintézeti Szemle. 14. évfolyam, 4. szám.

<sup>9</sup> A legújabb kutatások is alátámasztják a Phillips-görbe nemlinearitását. Ezek közé sorolható M. Harding, – J. Lindé, – M. Trabandt, (2021): Resolving the Missing Deflation Puzzle. Journal of Monetary Economics, doi: <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2021.09.003>; B. Albuquerque, – U. Baumann, (2017): Will US inflation awake from the dead? The role of slack and non-linearities in the Phillips curve. ECB Working Paper Series. No 2001



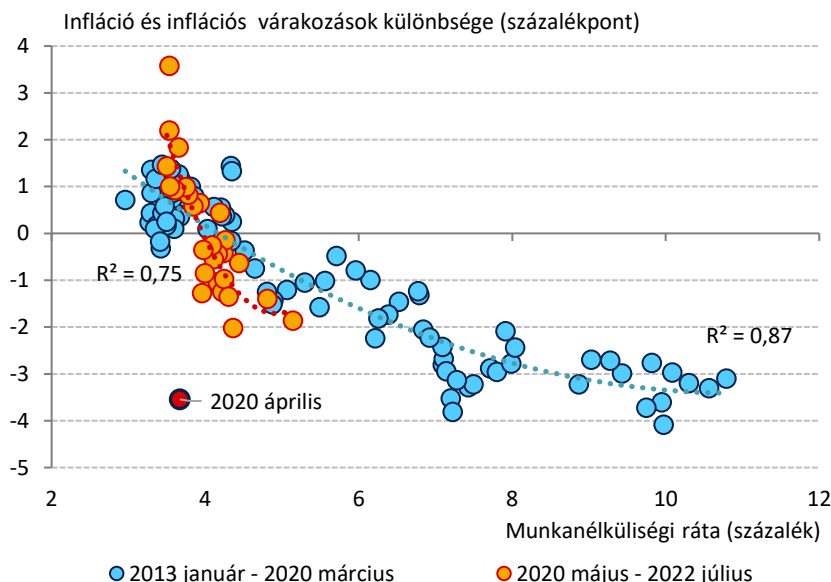
6-2. ábra: A maginfláció és a munkanélküliségi ráta kapcsolata 2013 és 2022 között Magyarországon



Forrás: KSH, MNB számítás

**A Phillips-görbe eltolódását a várakozások emelkedése okozta.** Amennyiben Phelps és Friedman elméletét vesszük alapul, akkor a görbe eltolódásának az elsődleges oka az inflációs várakozások emelkedése. Ezt úgy tudjuk tesztelni, hogy az inflációból kivonjuk a várakozásokat. Az így kapott „inflációs meglepetés” és a munkanélküliség közötti kapcsolat stabilnak mutatkozik (6-3. ábra), vagyis ebben nem látszik érdemi eltolódás. **Ugyanakkor a görbe meredekségének az emelkedése így is kimutatható.** De mi lehet az a tényező, ami hasonló munkanélküliségi ráta mellett nagyobb inflációs hatást generál, mint korábban? Ezek a tényezők lehetnek nemzetközi, mint a termelési láncok átalakulása, ahol a költségtényező helyére egyre inkább az ellátásbiztonság áll. Szintén hatást gyakorolhat rá az ár- és a bérmereségek alakulása: amennyiben ezek a nominális rigiditások, súrlódások csökkennek, akkor a vállalatok nagyobb mértékben képesek átárazni a termékeiket a gazdasági ciklus különböző fázisaiban. Itt mi elsősorban a legfontosabb belső tényezőkre, a munkapiaci faktorokra koncentrálnunk: a bér-Phillips-görbe alakjára és helyzetére, illetve a bér-infláció kapcsolatra.

6-3. ábra: A várakozásokkal korrigált infláció és a munkanélküliségi ráta kapcsolata 2013 – 2022 között



Forrás: Európai Bizottság, KSH, MNB-számítás

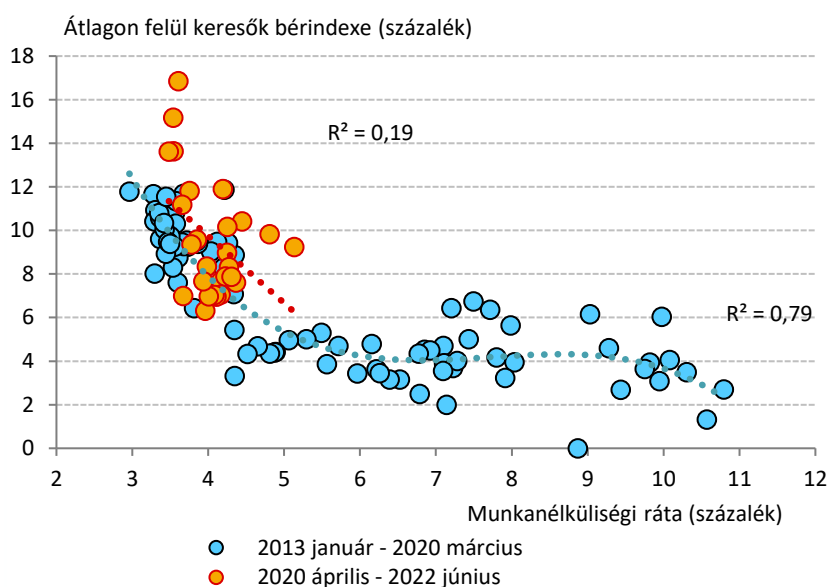
6.1.3. A hazai Phillips-görbe meredekebbé válásának az belső oka: ismét erősebbé váló bér-infláció nexus

**Az árakat meghatározó Phillips-görbe meredekebbé válásához alapvetően két csatornán keresztül járulhatott hozzá a munkaerőpiac: a munkanélküliség és a béremelkedés közötti kapcsolat megváltozásában (bér Phillips-görbe**

megváltozásában), vagy a bérek és az infláció közötti kapcsolat felerősödésében. Az elsőre nem találtunk meggyőző bizonyítékokat, míg a második feltevés fontos szerepet játszik a Phillips-görbe meredekebbé válásában.

**A bér Phillips-görbe stabilabb kapcsolatnak tűnik, mint az ár-Phillips görbe.** Az alacsony munkanélküliség (és ezen keresztül a munkapiaci feszesség) javítja a munkavállalók alkupozícióját a bértárgyalások során. A bérek dinamikáját jelentősen befolyásolják az adminisztratív intézkedések, ezért az átlag felett keresők bérindexével számolunk, hogy pontosabb képet kapjunk a bérezési alapfolyamatokról. (6-4. ábra). Nem találunk ugyanakkor új, erős kapcsolatot a két változó között, a bejövő adatok nem térnek el jelentősen az elmúlt évtizedre jellemző regressziós egyenestől. **Ez azért is kiemelten fontos, mert a két Phillips-görbe közötti pozitív visszacsatolás esetén beszélhetünk ár-bér spirálról, amit jelenleg hazánkban nem tudunk kimutatni. Ezt alátámasztani látszik az MNB által végzett kérdőíves kutatás szerint a vállalatok mindössze negyede tervez addicionális béremelést végrehajtani az emelkedő infláció miatt, vagyis a bérek és az infláció közötti pozitív visszacsatolás nem alakult ki.**<sup>10</sup>

6-4. ábra: Az átlagon felül keresők bérindexe és a munkanélküliségi ráta kapcsolata 2013 – 2022 között



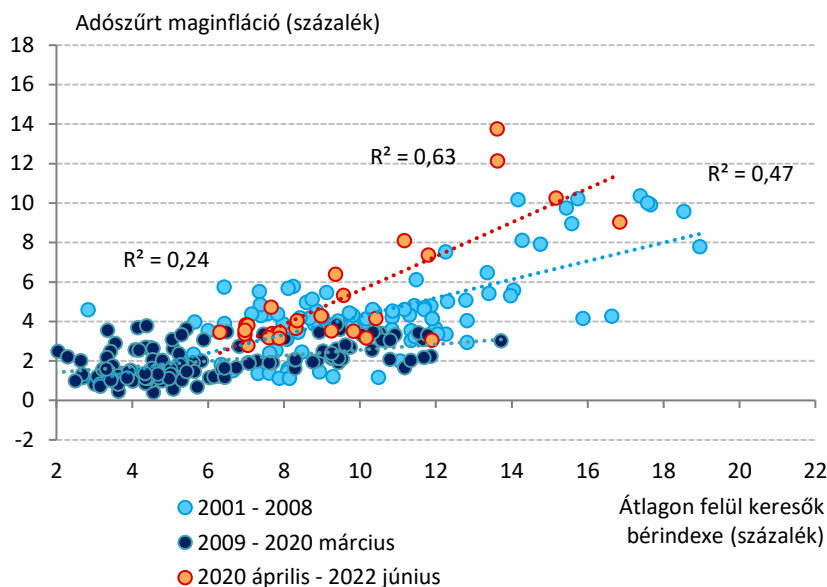
Forrás: KSH, MNB-számítás

**A bérnövekedés és az infláció között az elmúlt évtizedben ellaposodó kapcsolat ismét meredekebbé vált (6-5. ábra).** Míg a 2008-as válság előtt erős korreláció volt a két változó között, a válságot követően általános tapasztalat volt, hogy a kapcsolat gyengült. Azonban az utóbbi években a bérdinamika és az infláció közötti kapcsolat újbóli meredekebbé válása alapján a nagyobb béremelés magasabb inflációval jár együtt. Ennek az egyik oka lehet, hogy a számításaink szerint a markáns bérdinamika miatt a bérhányad magas szintre emelkedett,<sup>11</sup> ez pedig csökkenti a vállalatok jövedelmezőségét, amit azok áremelkedéssel kényszerülnek ellensúlyozni.

<sup>10</sup> MNB 2022 augusztusi vállalati konjunktúra felmérésének eredményei.

<sup>11</sup> Az általunk becsült bérhányad eltér a KSH által a nemzeti számlákban (NSZ) számszerűsített mutatótól, mivel az NSZ bérlatstatika mellett az intézményi munkaügyi statisztikákat is figyelembe veszi.

6-5. ábra: Maginfláció és a bérdinamika kapcsolata 2000 és 2022 között



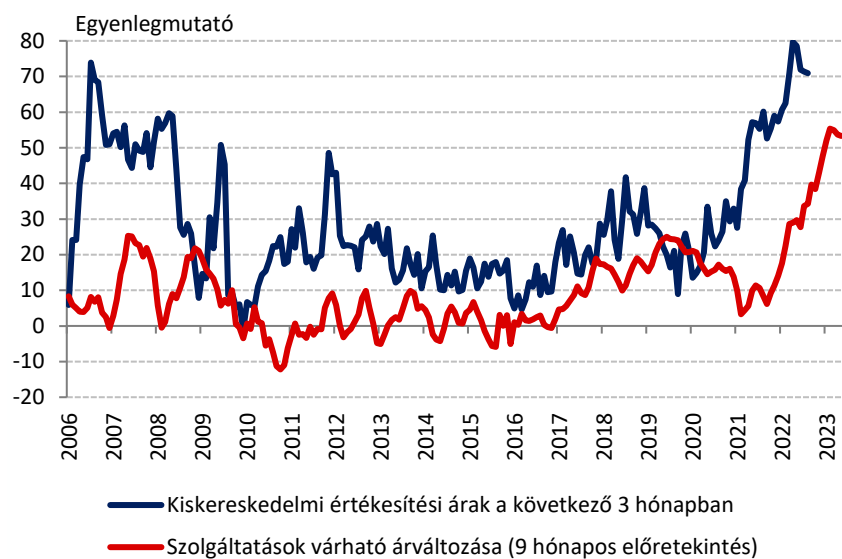
Forrás: KSH, MNB számítás

6.1.4. Gazdaságpolitikai következtetés: a konjunktúra romlására jelentősen csökkenhet az infláció, a várakozások menedzselése és a termelékenységgel összhangban alakuló bérezés kiemelten fontos

**A Phillips-görbe meredekségének emelkedése azt eredményezi, hogy az inflációs alapfolyamatok nagyobb mértékben reagálhatnak a konjunktúra romlására, mint korábban.** A ciklikus munkanélküliség megemelkedése nagyobb dezinflációs hatással jár, mint az elmúlt évtizedekben, ezért markánsabb dezinflációra számíthatunk, a gazdasági ciklus leszálló ágában.

**Az inflációs céltartományba való visszatérés kétféleképpen, „hard landing” és „soft landing” módon teljesülhet. Az, hogy melyik pályán haladunk majd, az inflációs várakozások függvénye.** Amennyiben az inflációs várakozások megugrása ideiglenes, akkor a Phillips-görbe nem tolódik tovább felfelé, és így a dezinfláció viszonylag kis reálgazdasági költséggel elérhető. Ezzel szemben az inflációs várakozások tartósan magas szinten ragadása azt eredményezi, hogy a Phillips-görbe tovább tolódik felfelé, mely kezdetben stagflációhoz vezet, az állapot megtörése pedig a historikus tapasztalatok alapján csak nagyobb reálgazdasági költségekkel lehetséges. Hazánkban a lakossági inflációs várakozások inkább visszatekintő jellegűek, ezért nem a középtávú inflációs hatásokat képezik le, hanem az elmúlt negyedévek árazási trendjeit. A vállalati árvárakozások ehhez képest sokkal inkább előretekintőek. A piaci szolgáltatások és a kiskereskedelem áremelkedési várakozása már nem emelkedett tovább az elmúlt hónapokban (6-6. ábra), ami kedvező hír, de fontos, hogy a trendforduló tartóssá váljon. **A Reuters által megkérdezett professzionális előrejelzők inflációs várakozása 2024-re 4 százalék körül alakul,** azaz az elemzői közösség arra számít, hogy ideiglenes lesz a fogyasztói árak gyorsulása.

6-6. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árakra és a szolgáltatások áraira vonatkozó várakozások alakulása



Megjegyzés: Három havi mozgóátlagok.

Forrás: Az Európai bizottság adatai alapján MNB számítás.

**A harmadik fontos következtetés, hogy a termelékenységet meghaladó béremelkedés előretekintve nem fenntartható, ezért a bérfelzárkózás további folytatódásához a gazdaság kínálati oldalának fejlesztésére, a versenyképesség és a termelékenység emelésére kell a hangsúlyt helyezni.**

## 7. A 2022. és 2023. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódo hatásra  
(százalékpont, illetve százalék)

	Inflációs hatás 2022-re			Inflációs hatás 2023-ra		
	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,1	1,0	1,1	1,8	-0,1	1,7
Piaci	2,8	10,1	12,9	7,1	3,0	10,1
Indirekt adók és intézkedések	0,1	-0,2	-0,1	0,4	0,7	1,1
<b>Infláció</b>	<b>3,0</b>	<b>10,9</b>	<b>13,9</b>	<b>9,3</b>	<b>3,6</b>	<b>12,9</b>

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják az előrejelzési sávközép esetén. Az éves változás az úgynevezett áthúzódo hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódo hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódo és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirektadó-intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódo és bejövő hatásra  
(százalékpont, illetve százalék)

	2022					2023				
	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo indirekta dó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirekta dó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo indirekta dó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirekta dó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	3,6	0,0	23,4	0,0	27,0	16,3	0,0	5,3	0,0	22,6
nem feldolgozott	0,9	0,0	22,7	0,0	23,6	15,8	0,0	2,4	0,0	18,2
feldolgozott	4,9	0,0	23,8	0,0	28,7	16,7	0,0	8,0	0,0	24,7
Ipari termékek	3,2	0,0	9,8	0,1	13,1	7,5	0,1	0,6	0,0	8,2
tartós	4,2	0,0	9,5	0,0	13,7	8,4	0,0	-0,8	0,0	7,6
nem tartós	2,7	0,0	9,9	0,1	12,7	6,8	0,1	1,6	0,0	8,5
Piaci szolgáltatások	2,2	0,0	8,0	0,0	10,2	5,7	0,0	4,1	0,0	9,8
Piaci energia	6,0	0,0	4,2	0,0	10,2	2,1	0,0	0,0	0,0	2,1
Alkohol, Dohány	1,9	0,8	4,8	3,0	10,5	3,1	4,2	1,5	2,7	11,5
Üzemanyag	7,3	-0,5	8,8	-7,0	8,6	2,1	-1,7	19,1	7,1	26,6
Szabályozott árak	1,0	0,0	7,8	0,0	8,8	14,7	0,0	-1,6	0,0	13,1
<b>Infláció</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>11,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>13,9</b>	<b>8,9</b>	<b>0,4</b>	<b>2,9</b>	<b>0,7</b>	<b>12,9</b>
Maginfláció	3,2	0,0	12,0	0,0	15,2	8,8	0,0	2,9	0,0	11,7

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják az előrejelzési sávközép esetén. Az éves változás az úgynevezett áthúzódo hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódo hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódo és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedésekből adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

# Ábrák és táblázatok jegyzéke

## Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása .....	12
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája .....	13
1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója .....	13
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája .....	17
1-5. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése .....	17
1-6. ábra: A lakossági reáljövedelem alakulása .....	18
1-7. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában .....	18
1-8. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása .....	18
1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	19
1-10. ábra: A következő három hónapban a beruházást tervezők és a tervezett beruházásokat elhalasztók arányainak különbsége .....	19
1-11. ábra: Az exportpiaci részesedés változása .....	20
1-12. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása .....	21
1-13. ábra: A foglalkoztatás alakulása a versenyszférában .....	21
1-14. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása .....	22
2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	25
3-1. ábra: A GDP szintjének alakulása .....	29
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása .....	30
3-3. ábra: Globális kereskedelmi célú repülőjáratok számának alakulása .....	30
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása .....	31
3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban .....	31
3-6. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban .....	32
3-7. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása .....	33
3-8. ábra: A fogyasztói bizalom alakulása a világ meghatározó gazdaságaiban (bal panel), valamint az Ifo indexek alakulása Németországban (jobb panel) .....	34
3-9. ábra: A német ipari termelés fontosabb mutatóinak alakulása .....	35
3-10. ábra: A GDP éves változása 2022 második negyedévében az Európai Unió országaiban .....	36
3-11. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás .....	36
3-12. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása .....	37
3-13. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és a válság előtti trend alakulása .....	37
3-14. ábra: A beruházások éves változásának felbontása .....	37
3-15. ábra: Az építőipari termelés és a válság előtti trend alakulása .....	38
3-16. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban .....	38
3-17. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	39
3-18. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása .....	39
3-19. ábra: A 2022. január-június között folyósított kifizetések felhasználásának megoszlása .....	40
3-20. ábra: A potenciálisan elköltött többletjövedelem megoszlása termékcsoportok szerint (2022. január-július) .....	41
3-21. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása .....	42
3-22. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása .....	42
3-23. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása .....	43
3-24. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében .....	43
3-25. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók .....	43
3-26. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban .....	44
3-27. ábra: A világgpiaci élelmiszerárak alakulása .....	45

3-28. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása.....	45
3-29. ábra: A fogyasztói árak havi átváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül.....	46
3-30. ábra: Az infláció dekompozíciója.....	46
3-31. ábra: Az inflációs alapmutatók.....	46
3-32. ábra: Az iparcikkek átváltozása.....	47
3-33. ábra: Az iparcikkek havi átváltozásának alakulása.....	47
3-34. ábra: A piaci szolgáltatások havi átváltozása.....	47
3-35. ábra: Inflációs várakozások a régióban.....	48
3-36. ábra: A hazai mezőgazdaság hozzáadott értékének éves változása.....	49
3-37. ábra: A feldolgozatlan élelmiszerek addicionális átváltozásának alakulása az aszályos időszakokban Magyarországon.....	50
3-38. ábra: A főbb nyersanyag- és energiapiaci termékek átváltozása.....	51
3-39. ábra: Az augusztusi inflációs ráták változása júliushoz képest a világban.....	52
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői.....	54
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása.....	54
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	55
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása.....	55
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása.....	55
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába.....	56
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegekben.....	56
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje.....	57
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegekben.....	57
4-10. ábra: A 3-havi BUBOR, illetve a kvv beruházási és forgóeszköz hitelek átlagos ügyleti- és ügyfélkamatának alakulása.....	59
4-11. ábra: Piaci és támogatott hitelek kibocsátása a lakossági szegekben.....	60
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei.....	61
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása.....	61
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint.....	62
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása.....	62
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása.....	63
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása.....	64
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása.....	65
5-8. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege.....	66
5-9. ábra: Az adó- és járulékbételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2019-2022-es időszakban.....	66
5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása.....	68
6-1. ábra: A munkanélküliség és az adószűrt maginfláció kapcsolata az Európai unióban és az Egyesült Államokban.....	70
6-2. ábra: A maginfláció és a munkanélküliségi ráta kapcsolata 2013 és 2022 között Magyarországon.....	71
6-3. ábra: A várakozásokkal korrigált infláció és a munkanélküliségi ráta kapcsolata 2013 – 2022 között.....	71
6-4. ábra: Az átlagon felül keresők bérindexe és a munkanélküliségi ráta kapcsolata 2013 – 2022 között.....	72
6-5. ábra: Maginfláció és a bérdinamika kapcsolata 2000 és 2022 között.....	73
6-6. ábra: A kiskereskedelmi értékesítési árakra és a szolgáltatások áaira vonatkozó várakozások alakulása.....	74

## Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei.....	14
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása.....	15
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása.....	19
1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest.....	23
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	24

3-1. táblázat: Lakossági jövedelemnövelő intézkedések 2022 első félévében (milliárd forint) .....	40
3-2. táblázat: A nyersanyagok és nemesfémek árának éves átlagos változása .....	51
3-3. táblázat: Az inflációs ráták megoszlása a világban kontinensek szerint .....	52
3-4. táblázat: Az egyszeri tételekből fakadó bázishatás alakulása 2023-ban .....	53
5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása .....	63
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	65
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	75
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	75





---

# 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 emelhesék, 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**

**2022. szeptember**

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1013 BUDAPEST, KRISZTINA KÖRÚT 55.