



# INFLÁCIÓS JELENTÉS



2022  
DECEMBER

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

*Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről*



# INFLÁCIÓS JELENTÉS

2022  
DECEMBER

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. december 15-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 .....	28
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése .....	28
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése .....	33
3.3. Munkaerőpiac .....	39
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója .....	44
3.5. Költségek és infláció .....	45
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók .....	52
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok .....	52
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói .....	54
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója .....	56
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás .....	56
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra .....	58
5.3. Költségvetési folyamatok .....	60
6. Kiemelt téma .....	63
6.1. Az energiakrízis hatása az uniós és hazai folyó mérlegre .....	63
7. A 2022. és 2023 évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása .....	67
Ábrák és táblázatok jegyzéke .....	68

## Keretes íráások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink .....	15
3-1. keretes írás: A várakozások felett alakult a gazdasági növekedés a harmadik negyedévben .....	37
3-2. keretes írás: Bérézési és munkaerőpiaci folyamatok .....	41
3-3. keretes írás: A globális inflációs fordulat jelei .....	48





# 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 harmadik negyedében a világgazdasági növekedés lassult, és számos országban már a GDP csökkenése volt megfigyelhető. Az elhúzódó orosz-ukrán háború és az európai energiaválság alapvetően meghatározza a kockázatok alakulását.**

2022 harmadik negyedében a gazdasági növekedés üteme a világ meghatározó gazdaságaiban meghaladta az elemzői várakozásokat. Az EU 2,5, az euroövezet 2,3, az USA 1,9, míg Kína 3,9 százalékos gazdasági növekedést regisztrált az előző év azonos időszakához képest. Hazánk legfontosabb felvevőpiaca, a német gazdaság bővülése a harmadik negyedévben szintén jelentősen a várakozások felett alakult és idén már biztosan elkerüli a recessziót. Ugyanakkor az orosz-ukrán háború további elhúzódása, a magas infláció és a fűtési szezon beköszöntével a továbbra is magas energiaárak következtében folytatódott a fogyasztói bizalom romlása.

**Az infláció továbbra is historikusan magas szinteken alakul a világ gazdaságaiban, azonban a globális folyamatok az árnyomás mérséklődését vetítik előre. Globálisan egyre több országban indult meg az árindexek lassú mérséklődése.**

A világgazdaság lassulása, a kereslet gyengülése, a világpiaci energia- és nyersanyagárak, illetve a nemzetközi szállítási költségek csökkenése és a termelési láncokat érintő nehézségek oldódása 2023-tól a globális áremelkedés lassulásának folytatódását vetítik előre. Az Egyesült Államokban július óta éves alapon már lassul az áremelkedés mértéke. Az eurozónában 10,1 százalék volt az infláció novemberben. A régiós országokban kétszámjegyű áremelkedést regisztráltak: hazánkban 22,5 százalékkal, Lengyelországban 17,5 százalékkal, Csehországban 16,2 százalékkal emelkedtek az árak novemberben a nemzeti statisztikai hivatalok adatai alapján.

**Az elmúlt negyedévben a globálisan meghatározó jegybankok tovább szigorították a monetáris kondíciókat, miközben a régiós jegybankok lassították vagy leállították a jóval korábban elindított kamatemelési ciklusukat.**

A Federal Reserve decemberi kamatdöntő ülésén, a novemberi 75 bázispontos emelést követően 50 bázisponttal, 4,25–4,50 százalékra emelte az irányadó ráta célsávját. Továbbá a 2022 júniusában megkezdett mérlegszűkítés havi dinamikája elérte a korábbi bejelentések maximumát. Az Európai Központi Bank decemberben szintén a korábbiaknál kisebb ütemben, 50 bázisponttal emelte az irányadó rátákat. Az APP eszközvásárlási program keretében vásárolt eszközállomány márciustól átlagosan havi 15 milliárd euróval csökken 2023 második negyedévének végéig. A jegybank TLTRO III programjának kondícióit is szigorította.

A lengyel jegybank novemberi és decemberi kamatdöntő ülésén változatlan szinten, 6,75 százalékon tartotta irányadó rátáját. A jegybank kommunikációjában jelezte, hogy a kamatemelési ciklus egyelőre nem ért véget, csak szünetel. A cseh jegybank novemberi kamatdöntő ülésén 7,00 százalékon tartotta az irányadó rátát. A döntést követő közlemény szerint a jegybank továbbra is megakadályozza a cseh korona árfolyamának túlzott ingadozását. A román jegybank októberben 75 bázisponttal, majd novemberben 50 bázisponttal 6,75 százalékra emelte az alapkamatot. A Magyar Nemzeti Bank 2022 szeptemberében 125 bázisponttal 13,00 százalékra emelte az irányadó eszköz kamatát. Továbbá a pénzügyi piaci stabilitás biztosítása érdekében az MNB októberben 18,00 százalékos kamatozású, egynapos betéti gyorstendert és egynapos FX-swapeszközt vezetett be.

**Szeptember végén a pénzpiaci feszültség jelentős emelkedése volt megfigyelhető, majd október közepétől nagy volatilitás mellett, fokozatosan javult a piaci hangulat. Az orosz-ukrán háborúval kapcsolatos fejlemények továbbra is jelentős bizonytalanságot okoznak a kelet-közép-európai régióban.**

Az elmúlt negyedév első felében több tényező a piaci hangulat jelentős romlását eredményezte. Az orosz-ukrán háború és az azzal összefüggő szankciókkal kapcsolatos hírek, a globálisan meghatározó jegybankok kamatemelési pályájára vonatkozó várakozások, az infláció alakulása, az erősödő recessziós félelmek, valamint a koronavírus-járvány kínai lezárásokat eredményező fejleményei mozgatták az eszközárakat. Az amerikai fogyasztóiár-index lassulása ugyanakkor mérsékelte a Fed kamatemelési pályájára vonatkozó várakozásokat, ami a kedvező makrogazdasági adatokkal együtt a recessziós félelmek mérséklődését eredményezte. Ezen tényezők október közepétől a piaci hangulat fokozatos javulásának irányába hatottak. A kockázatvállalási kedv erősödése a dollár gyengülését, a nemzetközi tőzsdeindexek emelkedését és a fejlett piaci hozamok mérséklődését okozta.

A nyersanyag- és az energiaárak az előző évekhez képest továbbra is magas szinteken alakultak, azonban a recessziós félelmek erősödésével, valamint a gázárak esetében az európai gáztárolók magas töltöttségének és az enyhébb időjárási körülményeknek köszönhetően augusztus végétől kezdődően jelentősen mérséklődtek. A dollár vegyesen teljesített a feltörekvő piaci devizákkal szemben, ugyanakkor a kelet-közép-európai régió devizáival és a fontosabb fejlett piaci devizákkal szemben októbertől kezdődően leértékelődött. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok mérséklődtek, míg a nemzetközi tőzsdeindexek emelkedtek.

**A hazai bankközi hozamok összességében emelkedtek, míg az állampapírpiazi hozamok jellemzően mérséklődtek, miközben a forint árfolyama volatilisen alakult az euróval szemben.**

Az elmúlt negyedévben az állampapírpiazi hozamgörbe középső és hosszú szakasza lefelé tolódott, a legnagyobb mértékű mérséklődést a görbe középső szakaszán volt megfigyelhető. A bankközi kamatok, valamint a devizaswaphozamok az irányadó kamat emelkedésével – főként az MNB október közepi lépéseit követően – összességében nőttek. A forint árfolyama az időszak során volatilisen alakult, ugyanakkor szeptember végéhez képest mind az euróval, mind a dollárral szemben erősödött.

**A hazai infláció várhatóan a téli hónapokban még emelkedik, majd 2023 folyamán egyre markánsabban jelentkezik a szigorú monetáris politika, a globális nyersanyagárak és a hazai fogyasztás csökkenésének árleszorító hatása. A hazai infláció csökkenése 2023 második felében felgyorsul, és az év végére egyszámjegyű lehet. A fogyasztóiár-index várhatóan 2024-ben tér vissza a jegybanki toleranciasávba.**

Az idei év eddigi részében a magas energia-, nyersanyag- és élelmiszerárak a régiós trendekhez hasonló mértékben emelték a hazai inflációt. Az infláció nyár óta bekövetkezett emelkedésének több mint fele az élelmiszerárakhoz kötődik, amelyet a globális folyamatok mellett a magyar élelmiszeripar hatékonysági és termelékenységi problémái is magyarázhatnak. Emellett az árak növekedéséhez a vállalati profitok jelentős emelkedése is hozzájárult, azaz az infláció gyorsulása nem csak a költségek növekedését tükrözi. Az őszi hónapokban addicionális áremelkedési hatással járt a lakossági energiaárak emelése, amely 2022 szeptemberétől egy éven keresztül 2,5–3,0 százalékponttal emeli az inflációt. Továbbá december 7-től eltörlésre került az üzemananyagokra érvényes ársapka. Az intézkedés módosítása hozzájárul a 2022. decemberi infláció emelkedéséhez, ugyanakkor a 2023. decemberi árindex esetében várhatóan negatív lesz a bázishatás. A hazai infláció 2022-ben átlagosan 14,5–14,7 százalék körül alakulhat.

A jövő év elejétől az infláció lassulását külső és belső tényezők is támogatják. Az energia- és a nyersanyagárak, valamint a szállítási költségek várható mérséklődése, az értékláncokban lévő feszültségek oldódása és a globális konjunktúra lassulása tovább fékezi a külső inflációt. A belső tényezők közül az adóintézkedések bázishatásának kifutása, illetve a belső kereslet csökkenésének árazásokat fegyelmező hatása egyaránt támogatja a hazai infláció mérséklődését. 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-ben tér vissza a jegybanki toleranciasávba. Az infláció 2023-ban 15,0–19,5 százalék között, 2024-től pedig 2,3–4,5 százalék között alakulhat.

**Előretekintve elsősorban a belső kereslet visszaesésének hatására lassul a gazdaság, amihez a csökkenő reáljövedelem és a vállalati költségek emelkedése egyaránt hozzájárul, míg a romló külső konjunktúra ellenére a nettó export támogatja a növekedést.**

A magyar gazdaság 2022 harmadik negyedévében lassuló ütemben bővült, a bruttó hazai termék 4,0 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. A beérkező adat az ipari termelésnek köszönhetően meghaladta a korábbi

várakozásokat, azonban a magas frekvenciájú adatok az év végére a GDP további lassulását vetítik előre. Az idei évben főként a belső keresleti tételek – elsősorban a lakossági fogyasztás – járulnak hozzá a növekedéshez, a nettó export hatása mérsékelte. A 2022-es éves növekedés összességében a korábban vártnál kedvezőbben alakul.

A jövő évi növekedést mind belső, mind külső keresleti tényezők lassítják. A reáljövedelmek mérséklődése, az emelkedő vállalati költségek, az állami beruházások visszafogása és a szigorúbb kamatkörnyezet egyaránt hűtik a belföldi keresletet. Az elmúlt hónapokban tovább mérséklődtek a nemzetközi termelési láncokat érintő nehézségek, ugyanakkor a háború továbbra is jelentős bizonytalanságot eredményez. A visszafogott globális konjunktúra mellett a növekvő hazai exportkapacitásoknak köszönhetően külpiazi részesedésünk emelkedése és a nettó export javulása várható, amit az akkumulátorgyártás dinamikus bővülése is támogat. A beruházási ráta – a magas árdinamika következtében – 29 százalékos közelében stabilizálódik az előrejelzési horizonton. A hazai GDP 2022-ben 4,5–5,0 százalékkal, 2023-ban 0,5–1,5 százalékkal, 2024-ben 3,5–4,5 százalékkal, míg 2025-ben 3,0–4,0 százalékkal bővül.

### **A növekvő hitelkamatok és a romló gazdasági kilátások miatt a magánszektor hitelbővülése még tovább lassulhat.**

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállományának éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 0,7 százalékponttal gyorsulva 16,5 százalékosra ért el szeptemberben, míg a kkv szegmensben 13 százalékos éves növekedés volt megfigyelhető. A vállalati hitelek 84 százaléka valósult meg piaci alapon, amely érdemi növekedést jelent a megelőző negyedévhez képest. A hitelezési felmérés válaszai alapján a harmadik negyedévben a bankok szigorítottak a hitelsztenderdeken, és előretételek is további szigorítást valószínűsítene. A rövid lejáratú hitelek iránt élénkült a kereslet, azonban a bankok jelentős része keresletcsökkenést érzékelt a hosszú lejáratú – jellemzően beruházási célú – hitelek iránt 2022 harmadik negyedévében, és előretételek ezen szétartó tendencia felerősödését várják. A növekvő hitelkamatok és a bizonytalan reálgazdasági környezet miatt összességében a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2023 év végére 7 százalékra lassulhat, és csak 2024 második felétől térhet vissza a növekedés a 8 százalék fölötti szintre.

2022 harmadik negyedévében a háztartási hitelállomány éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 3,3 százalékponttal lassulva 6,3 százalékosra ért el. A lakáshitelek volumene az előző év azonos időszakától 30 százalékkal, a babaváró hiteleké pedig 27 százalékkal maradt el. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a fogyasztási és a lakáshitelek esetében a bankok csökkenő keresletről számoltak be, és előretételek a bankok jelentős többsége mindkét alpiacra a kereslet csökkenésére és a hitelsztenderdek szigorítására számít. A növekvő hitelkamatok és a bizonytalan reálgazdasági környezet miatt összességében a háztartási hiteldinamika növekedése 2023 közepéig 2 százalékra lassulhat, azonban 2024 második felére visszatérhet a 10 százalék körüli szintre.

### **2023-tól mérséklődik a folyó fizetési mérleg hiánya.**

A folyó fizetési mérleg hiánya – a megugró energiaárak következtében romló energiaegyenleghez kötődően – 2022-ben átmenetileg emelkedik, majd 2023-tól folyamatosan csökken. A javulás kezdetben az élénkülő exportra, valamint a beruházási és fogyasztási dinamika lassulása miatt fékeződő importbővülésre, illetve az energiaegyenleg fokozatos mérséklődésére vezethető vissza. 2024-ben a normalizálódó világgazdasági környezet és cserearányok, valamint az elmúlt időszakban kiépült új exportkapacitások termelésbe állásával a külkereskedelmi egyenleg érdemben javulhat, ami a folyó fizetési mérleg hiányának további csökkenését eredményezi. A magyar Helyreállítási és Ellenállóképességi Terv elfogadása jelentősen mérsékelte az európai uniós forrásokkal kapcsolatos bizonytalanságot.

A Kormány 2022-ben 6,1 százalékos, 2023-ban 3,5 százalékos költségvetési hiánycélt határozott meg, míg 2024-ben 2,5 százalékos, 2025-ben 1,5 százalékos hiánycéllal számol a költségvetés. 2022-ben a megemelt hiánycélnak megfelelő egyenleg elérését támogatják az eddigi magas adóbevételek, a 2023. évi költségvetési törvény készítésével párhuzamosan és az év második felében bejelentett kiadáscsökkentő és bevételnövelő intézkedések, valamint a szabályozott energiaárakkal kapcsolatos módosítások. 2023-tól kezdődően azonban feszes költségvetési gazdálkodásra és a várakozáson felüli többletbevételek egy részének megtakarítására van szükség a hiánycélok elérése érdekében. Az államadósság-ráta várhatóan az előző év végi 76,8 százalékról a nominális GDP jelentős növekedésének köszönhetően 2022 végére GDP-arányosan 74 százalék közelébe csökken, majd az előrejelzési horizont végére 70 százalék alá süllyed.

**Az inflációs kockázatok és a növekedési kilátások kiegyensúlyozottak.**

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A lassuló globális konjunktúrával számoló kockázati forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb növekedési és inflációs pályát feltételez. A másodkörös inflációs hatások kockázatának emelkedését bemutató forgatókönyv az alappályához képest magasabb inflációs és némiképp magasabb növekedési pályával számol. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scénárióként az ismét emelkedő energia- és nyersanyagárakat, az alacsonyabb nyersanyag- és energiaárakat, a feltörekvő piacokról történő tőke kivonást, illetve a termelékenység és energiahatékonyság gyorsabb javulását feltételező pályákat tárgyalta.

## AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2021	2022	2023	2024	2025
	Tény		Előrejelzés		
<b>Infláció (éves átlag)<sup>1</sup></b>					
Maginfláció	3,9	15,4 -15,9	14,9 -17,4	3,2 -5,5	3,0 -3,6
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	3,9	15,4 -15,9	14,9 -17,4	3,2 -5,5	3,0 -3,6
Infláció	5,1	14,5 - 14,7	15,0 - 19,5	2,3 - 4,5	2,5 - 3,5
<b>Gazdasági növekedés</b>					
Háztartások fogyasztási kiadása	5,0	6,4 - 6,5	(-2,1) - (-1,4)	2,1 - 3,0	2,3 - 3,4
Közösségi végső fogyasztás <sup>6</sup>	2,0	1,2 - 1,4	0,1 - 1,2	0,4 - 1,5	0,6 - 1,7
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	5,2	4,3 - 4,6	(-4,1) - (-1,9)	2,8 - 5,6	2,5 - 5,5
Belföldi felhasználás	6,2	4,1 - 4,2	(-2,0) - (-1,2)	2,0 - 3,2	2,1 - 3,3
Export	10,3	9,0 - 9,3	4,4 - 5,9	5,2 - 7,1	3,6 - 5,4
Import	9,1	8,3 - 8,6	1,3 - 2,9	3,6 - 5,6	2,7 - 4,7
GDP	7,1	4,5 - 5,0	0,5 - 1,5	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0
Munkatermelékenység <sup>5</sup>	6,0	2,9 - 3,0	0,7 - 1,6	2,8 - 4,1	2,2 - 3,7
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-4,2	(-7,6) - (-6,6)	(-5,4) - (-4,2)	(-2,8) - (-1,4)	(-2,1) - (-0,7)
Külső finanszírozási képesség	-1,6	(-6,0) - (-5,0)	(-3,4) - (-2,2)	(-1,2) - (0,2)	(-1,0) - (0,4)
<b>Államháztartás</b>					
ESA-egyenleg	-7,1	-6,1	-3,5	-2,5	-1,5
<b>Munkaerőpiac</b>					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	8,7	17,5 - 17,7	9,8 - 10,8	7,3 - 8,6	6,3 - 7,6
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	0,7	1,3 - 1,4	(-0,4) - 0,0	0,1 - 0,7	0,0 - 0,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	7,8	15,6 - 15,7	11,8 - 12,7	7,6 - 8,7	6,5 - 7,7
Versenyszféra foglalkoztatottság	0,5	2,1	(-0,2) - 0,1	0,3 - 0,8	0,1 - 0,6
Munkanélküliségi ráta	4,1	3,6	3,6 - 3,8	3,1 - 3,6	2,9 - 3,7
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	-0,6	8,9 - 9,2	5,9 - 7,3	4,4 - 6,1	2,1 - 3,9
Lakossági reáljövedelem <sup>4</sup>	2,3	4,6 - 4,8	(-1,6) - (-0,6)	2,3 - 3,5	2,2 - 3,4

<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.

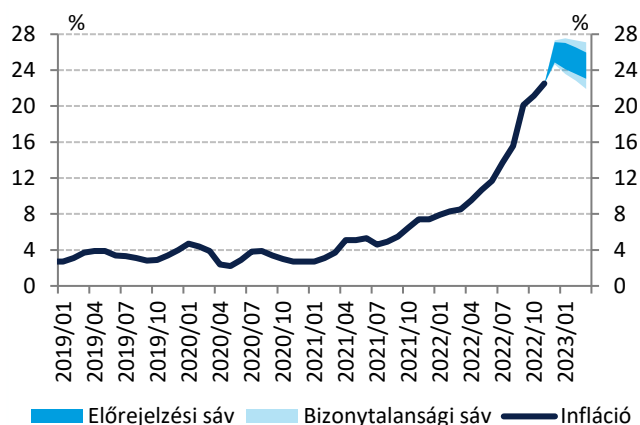
<sup>6</sup> Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transzfereket.

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

## 1.1. Inflációs előrejelzésünk

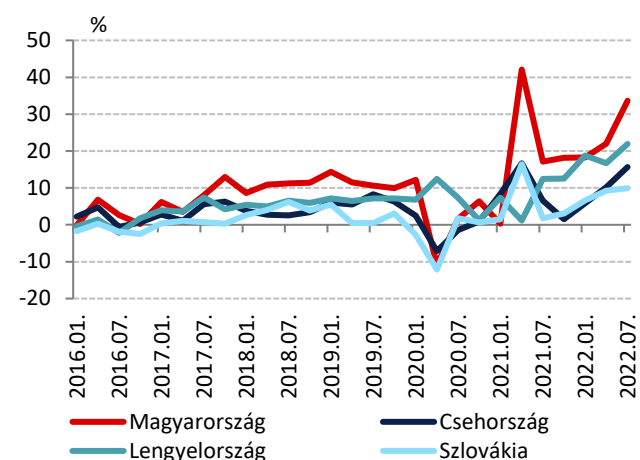
A fogyasztói árak növekedési üteme éves összevetésben 22,5 százalékra emelkedett novemberben. A magas áremelkedést elsősorban az élelmiszerek jelentős drágulása okozta, de általánosan is megfigyelhető a korábbi évek átlagát számottevően meghaladó átárzás. Az energia-, nyersanyag- és élelmiszerárak emelkedése költségoldalról emelte a hazai inflációt, azonban a vállalati profitabilitás is jelentősen megnőtt az áremelkedések következtében. A lakossági energiaárak módosítása 2022 szeptemberétől egy éven keresztül 2,5-3,0 százalékponttal emelik az inflációt. Szintén növeli a rövid távú inflációs prognózisunkat az üzemanyagár-sapka eltörlése. Az átlagos infláció 2022-ben 14,5 – 14,7 százalék között alakulhat. A globális hatások, valamint a belső kereslet csökkenése egyre erősebb dezinflációs hatást fejtenek ki 2023 első felében, majd jövő év közepétől a bázishatások is hozzájárulnak a fogyasztóiár-index gyorsuló csökkenéséhez. A magyar fogyasztóiár-index csökkenése 2023 második felében felgyorsul, az infláció 2024-ben tér vissza a jegybanki toleranciasávba. Előrejelzésünk szerint a fogyasztóiár-index 2023-ban 15,0 – 19,5 százalék, 2024-ben pedig 2,3–4,5 százalék között alakul.

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: Bruttó működési eredmény és vegyes jövedelem alakulása a régióban



Megjegyzés: Nominális adatok alapján. Éves változás, százalék.  
Forrás: Eurostat

### Az infláció éves összehasonlításban 22,5 százalékra emelkedett novemberben.

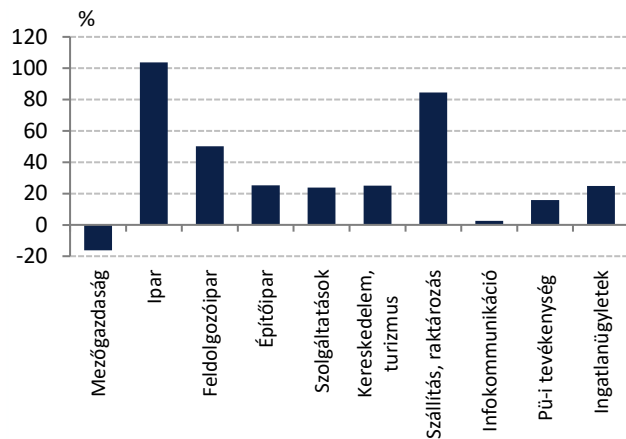
Az elmúlt időszakban megfigyelt magas áremelkedést nagymértékben az élelmiszerek jelentős drágulása magyarázta, emellett az idei évben a vállalatok az energia- és nyersanyagárak növekedése miatt a korábbi évek átlagánál számottevően nagyobb mértékben árazták át termékeiket és szolgáltatásaikat. Emellett az árak növekedése a vállalati profitok jelentős emelkedéséhez is hozzájárult, azaz az infláció gyorsulása nem csak a költségek növekedését tükrözi (1-2. ábra). A harmadik negyedévben az ipar, a szállítás, raktározás, valamint a feldolgozóipar szektorokban egyaránt 50 százalék feletti volt a bruttó működési eredmény éves változása. A vállalati profitok emelkedése az ágazatok széles körében megfigyelhető, a magas átárzást tehát nem csupán a költségoldali nyomások, hanem az emelkedő vállalati profitráták is támogatják (1-3. ábra).

**A termelői árak emelkedése tovább gyorsult, amit a fogyasztói árak gyorsan lekövetnek.** Emiatt a téli hónapokban még az infláció további gyorsulására számítunk. Globálisan azonban egyre több ország számol be az inflációs ráták mérséklődéséről. Az energia- és nyersanyagárak historikus összevetésben továbbra is magas szinten tartózkodnak, az elmúlt hónapokban azonban korrekció volt megfigyelhető.

**Az infláció nyár óta bekövetkezett emelkedésének több, mint fele az élelmiszerek árához kötődik,** melyet a globális folyamatok mellett a magyar élelmiszeripar hatékonysági és termelékenységési problémái is magyaráznak.

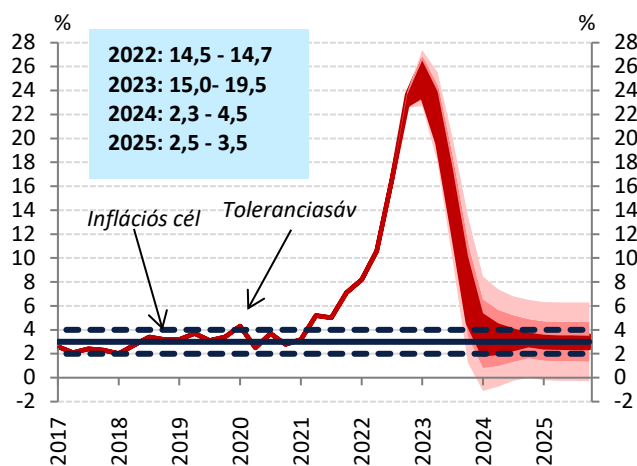
**Az infláció alakulását alapvetően befolyásolják az árkorlátozó intézkedések és a hatósági rezsiárak módosítása.** A lakossági energiaárakat illetően 2022. december 31-ét követően, az élelmiszerárakat érintő

1-3. ábra: Bruttó működési eredmény éves változása ágazatonként a harmadik negyedévben



Megjegyzés: Nominális adatok alapján. Éves változás, százalék.  
Forrás: KSH

1-4. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.  
Forrás: KSH, MNB

kormányzati intézkedésekről pedig 2023. április 30-át követően nem rendelkezünk további információval, így azzal a technikai feltevéssel éltünk, hogy ezen intézkedések a teljes előrejelzési horizonton változatlan formában érvényben maradnak. Előrejelzésünkben megjelenik az üzemanyagár-stop 2022. december 7-ei kivezetése, ami 1,5-2,0 százalékponttal emeli a decemberi inflációt. Becslésünk szerint a lakossági energiaárak módosítása 2022 szeptemberétől egy éven keresztül 2,5-3,0 százalékponttal emeli a havi inflációt.

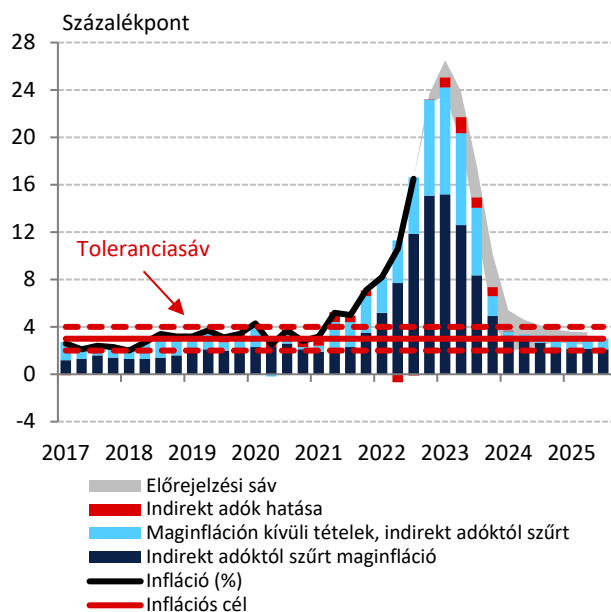
**Az infláció csökkenése előrejelzésünk szerint 2023 második felében felgyorsul.** A hazai infláció várhatóan a téli hónapokban még emelkedik, majd 2023 folyamán egyre markánsabban jelentkezik a szigorú monetáris politika, a globális nyersanyagárak és a hazai fogyasztás csökkenésének árleszorító hatása. A hazai konjunktúra lassulása, az elmúlt negyedévekben végrehajtott jegybanki lépések és a magas bázisok 2023-tól egyaránt hozzájárulnak a gyorsuló deflációhoz.

**Az infláció várakozásunk szerint 2024-ben tér vissza a jegybanki toleranciasávba.** Az infláció 2022-ben 14,5 – 14,7 százalék között alakulhat, 2023-ban 15,0 – 19,5, míg 2024-ben 2,3 – 4,5 százalék lehet az előrejelzésünk szerint (1-4. 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 15,4 – 15,9 százalék között alakulhat, 2023-ban 14,9 – 17,4, míg 2024-ben 3,2 – 5,5 százalék lehet.

**Az adóváltozások átmenetileg az infláció emelkedésének irányába hatnak, majd 2024 második negyedétől teljes mértékben kifutnak** (1-5. 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 októberre lezajlott. 2023-ban várhatóan tovább emelkedik a dohány jövedéki adója, illetve egyes különadók, melyek jövőre befolyásolhatják az árindex alakulását. Az adóintézkedések 2024 második negyedévéig fejthetik ki hatásukat.

**A maginfláción kívüli tételek esetében az üzemanyagárak, a feldolgozatlan élelmiszerek, illetve a szabályozott árú termékek és szolgáltatások áraiban várható számottevő emelkedés.** Az üzemanyagárak az ársapka kivezetésének hatására emelkednek jövőre. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja az idei és a jövő évben kétszámjegyű lehet és a korábbi várakozásunknál magasabban, 25 százalék körül

1-5. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója



Megjegyzés: A dekompozíció az előrejelzésünk sávközepe alapján készült.

Forrás: KSH, MNB

alakulhat. A globális élelmiszer nyersanyagárak az elmúlt hónapokban korrekciót mutatnak, azonban több termék esetében továbbra is meghaladják az egy évvel korábbi árszintet. Az alkohol, dohánytermékek inflációja idén és jövőre (döntően a termékkört érintő jövedékiadó-emelések következtében) 10–12 százalék körül alakul, majd ezen hatások kifutásával 2024-től a historikus átlagnak megfelelő szintre csökken. A szabályozott energiaárak inflációja – a rezsiköltségek módosításának hatására – 2022-ben előrejelzésünk szerint átlagosan 20 százalék körül alakul és az áthúzó hatás következtében 2023-ban is kétszámjegyű lehet, míg a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében 6 százalék körüli árdinamikára számíthatunk 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. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

	2022	2023	2024	
Indirekt adóktól szűrt maginfláció	15,6	16,1	4,4	
Maginfláció	15,7	16,2	4,4	
Magainfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	24,9	28,4	5,4
	Járműüzemanyag és piaci energia	12,2	23,5	0,1
	Szabályozott árú termékek	9,8	18,4	2,2
	Alkohol, dohány	10,1	11,8	3,1
	Összesen	12,8	18,1	2,6
<b>Infláció</b>	<b>14,6</b>	<b>17,2</b>	<b>3,4</b>	

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

Forrás: MNB



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

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

**1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása**

Meghatározó feltevések	2022		2023		2024		2025	Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Aktuális	2022	2023	2024
EUR/USD	1,05	1,05	1,00	1,04	1,00	1,04	1,04	0,3%	4,3%	4,3%
Olajár (USD/hordó)	100,8	100,2	85,2	84,2	80,1	80,6	80,4	-0,6%	-1,1%	0,7%
Olajár (EUR/hordó)	96,0	95,3	84,9	80,8	79,9	77,3	77,1	-0,7%	-4,8%	-3,2%
Gázár (EUR/MWh)	153,4	133,9	191,5	139,8	159,3	105,6	95,2	-12,7%	-27,0%	-33,7%
Eurozóna inflációja (%)	8,1	8,4	5,5	6,3	2,3	3,4	2,3	0,3 szp.	0,8 szp.	1,1 szp.
Eurozóna növekedése (%)	3,1	3,4	0,9	0,5	1,9	1,9	1,8	0,3 szp.	-0,4 szp.	0,0 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	2,3 - 2,8	2,2 - 2,3	2,4 - 3,3	0,0 - 0,8	2,4 - 3,3	2,4 - 3,3	1,9 - 2,7	(-0,5) - (-0,1) szp.	(-2,5) - (-2,4) szp.	0,0 szp.

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

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

**2022 harmadik negyedében a gazdasági növekedés a vártnál kedvezőbben alakult a nemzetközi szinten.** A meghatározó gazdaságok közül az Egyesült Államokban 1,9 százalékkal, míg Kínában 3,9 százalékkal nőtt a GDP éves alapon. Az Európai Unió gazdasága 2,5 százalékkal, az eurozónáé pedig 2,3 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest a harmadik negyedévben szezonálisan igazítva. Az EU 27 országa közül 25-ben a koronavírus-válság előtti szintje felett alakult a gazdasági aktivitás a harmadik negyedévben. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország azonban továbbra is az európai rangsor vége felé szerepel a kilábalás tekintetében, ami a termelési láncokba való beágyazottságuk miatt a régiós országokra is hatással van. Felvevőpiacaink 2023-as növekedési kilátásai szeptemberhez képest jelentősen romlottak. A nemzetközi konjunktúra rövid és középtávú alakulását az elhúzódó háború, a korábbiaknál magasabb szinten stabilizálódó energiaárak, valamint az energiaellátási-kockázatok határozzák meg.

**A szeptemberi előrejelzéshez képest alacsonyabb növekedést és magasabb inflációt vár az EKB az eurozónában 2023-ra.** Az EKB új előrejelzése alapján az euroövezet inflációja 2022-ben 8,4, 2023-ban 6,3, 2024-ben pedig 3,4 százalék lehet. Az eurozóna GDP-növekedése idén kedvezőbben, 2023-ban viszont a korábbi várakozásnál visszafogottabban alakulhat, 2022-ben 3,4, 2023-ban 0,5, 2024-ben 1,9 százalék lehet.

**A Brent nyersolaj ára a júniusi közel 125 dolláros szintet követően csökkenő pályára állt. Az olajár mérséklődése a recessziós kilátásokkal összhangban ősszel is folytatódott, így jelenleg 80 dollár közelében alakulnak a Brent jegyzések.** Az olaj árában megfigyelhető csökkenés elsősorban a romló nemzetközi konjunktúrahangulat eredménye, amely visszafogja az olaj iránti keresletet. Kínálati oldalról jelentős fejlemény volt az októberi OPEC+ ülésen bejelentett, napi 2 millió hordóval történő termelés-csökkentés, azonban ez nem okozott érdemi változást az olaj árának csökkenő trendjében. Decemberben 60 dolláros ársapkát vezettek be a G7 országok az orosz olajra, ugyanakkor az Ural típusú olaj ára már az ársapkát megelőző hetekben is a 60 dolláros szint közelében alakult.

**A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó euróban kifejezett Brent olajárak a szeptemberi feltevéseink alatt alakulhatnak 2023-ban, amelyhez a Brent árának mérséklődése mellett a dollár utóbbi időben tapasztalt gyengülése is hozzájárul.** A hazai energiaszektor szempontjából jelentős orosz Ural típusú kőolaj és a nyugati Brent típusú olaj jegyzésére közötti különbség továbbra is fennmaradt. A kormány 2022. december 7-én megszüntette az üzemanyagokra bevezett árszabot, így benzin és a gázolaj ára is piaci szintre emelkedett a korábbi, 480 forintos hatósági árról.

**Az októberi korrekciót követően az augusztusi csúcsnál jelentősen alacsonyabb szinten alakult a TTF gázár.** A hazai és európai gázárak alakulása a holland TTF gáz jegyzésárát követi, mely 2021 közepétől kezdve nagy változékonyságot mutatott, és 2022 augusztusában érte el historikus csúcsát. A gázárak változása a földgáztüzelésű erőműveken keresztül az áram ára is hat, az együttmozgás az elmúlt időszakban is megfigyelhető volt. A földgáz és áram árban augusztus végén követően jelentős csökkenés következett be, a TTF gáz ára október végén a 100 eurós szint közelében is járt. Novemberben az áram- és gázárak emelkedtek, elsősorban a hidegebb időjárásnak köszönhetően. A TTF gázár december közepén 110-130 eurós szint körül alakult, amely jelentősen alacsonyabb az augusztusi csúcsnál.

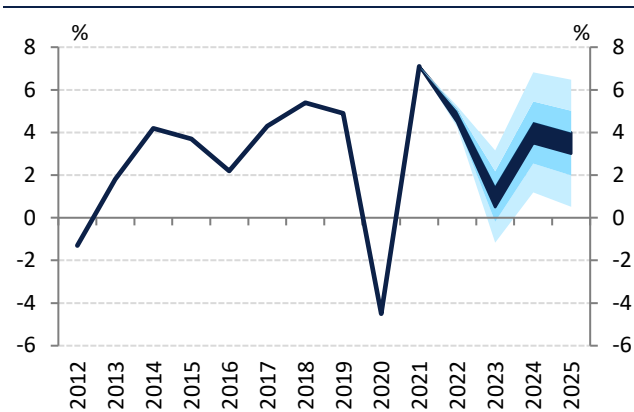
**A költségvetés 2022-ben 6,1 százalékos, 2023-ban 3,5 százalékos hiánycélt határozott meg, míg 2024-ben 2,5 százalékos, 2025-ben 1,5 százalékos céllal számol.** 2022-ben a hiánycélnak megfelelő egyenleg elérését támogatják a magas adóbevételek, a 2023. évi költségvetési törvény készítésével párhuzamosan és az év második felében bejelentett kiadáscsökkentő és bevételnövelő intézkedések, valamint a szabályozott energiaárakkal kapcsolatos módosítások. 2023-tól kezdődően azonban feszes költségvetési gazdálkodásra és a várakozáson felüli többletbevételek egy részének megtakarítására van szükség a hiánycélok elérése érdekében. A 2023-as költségvetés módosítására várhatóan december végén kerül majd sor, így annak részleteit még nem ismertük az előrejelzés készítésekor. Előrejelzésünk szerint az államadósság-ráta az előző év végi 76,8 százalékról a nominális GDP jelentős növekedésének köszönhetően 2022 végére GDP-arányosan 74 százalék közelébe csökken, majd az előrejelzési horizonton folyamatosan mérséklődhet.

**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 magyar Helyreállítási és Ellenállóképességi Terv elfogadását követően jelentősen csökkent az európai uniós támogatások alakulását övező bizonytalanság. A helyreállítási és kohéziós támogatások felhasználását ugyanakkor továbbra is bizonytalanság övezi. Amennyiben végleges forrásvesztés nem merül fel, akkor a 2021-2027-es uniós ciklus 3 operatív programjának 55 százalékos felfüggesztése nem befolyásolja jelentősen a következő évek forrásbeáramlását.

## 1.2. Reál gazdasági előrejelzésünk

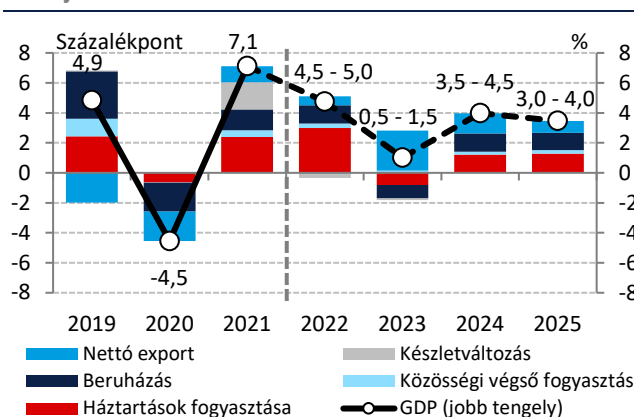
2022 harmadik negyedében a hazai gazdaság a várakozásainkat meghaladó mértékben, 4,0 százalékkal emelkedett éves bázison, negyedéves alapon azonban csökkent a hozzáadott-érték. Számításaink szerint a GDP mérséklődése az idei év végén és 2023 első negyedében még folytatódhat, a gazdasági teljesítmény a jövő év közepétől dinamizálódhat újra. A háztartások fogyasztása az idei év átlagában emelkedik, a jövő évben azonban a magas infláció a fogyasztás mérséklődését eredményezi a reáljövedelem visszaesésén keresztül. A beruházások bővülése 2022-ben magasabb ütemű lehet, mint a szeptemberi várakozásunk, míg 2023-ban jelentősebb csökkenésre számítunk. A beruházási ráta magas szinten, 29 százalék közelében stabilizálódik az előrejelzési horizonton, azonban emögött a beruházások gyors árnövekedése áll. A vállalati és háztartási szektor növekedési hozzájárulása az aggregált beruházási dinamikához pozitív maradhat 2022-ben, ugyanakkor 2023-ban már a vállalati, a lakossági és az állami beruházások volumenének csökkenésére számítunk. A külső konjunktúra romló kilátásaival és az erős európai recessziós félelmekkel összhangban a kereskedelmi partnereink 2023-as növekedésére vonatkozó várakozások érdemben lefelé módosultak. Ennek ellenére az ipari kilátások és a termelés kedvező képet mutatnak, ami miatt 2022-es és 2023-as évben exportpiaci részesedésünk jelentős növekedését várjuk. 2023-ban elsősorban a belső keresleti tételek lassulása miatt az import növekedési dinamikája erőteljesebben csökken, így a nettó export 2023-tól kezdve összességében pozitívan járul hozzá a növekedéshez. 2022-ben a szeptemberi várakozásainknál magasabb, 4,5 – 5,0 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. 2025-ben a GDP közeledhet hosszútávú növekedési trendjéhez, így 3,0 – 4,0 százalék közötti mértékben emelkedhet.

1-6. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján Forrás: KSH, MNB

1-7. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése

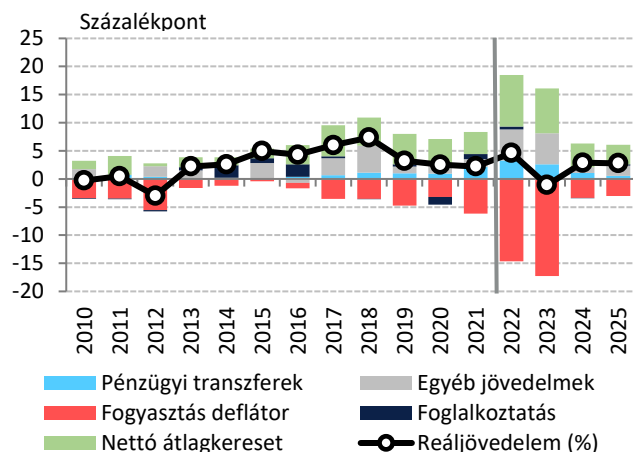


Megjegyzés: Az értékek az előrejelzési sáv közepét jelölik. A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket. Forrás: KSH, MNB

**2022 harmadik negyedében a hazai GDP a várakozásainkat meghaladó mértékben, 4,0 százalékkal bővült éves bázison, negyedéves alapon azonban csökkent a kibocsátás.** 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.

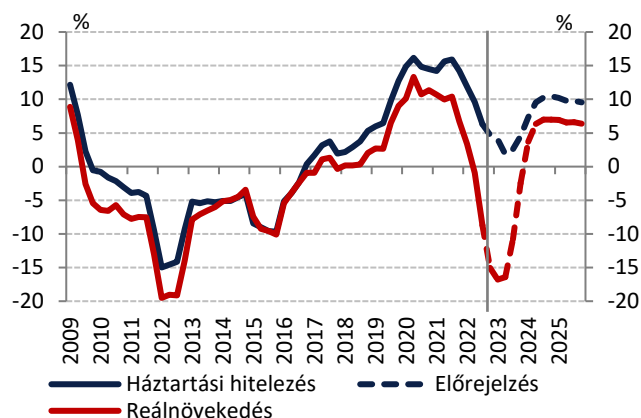
**Előretekintve az év végén, valamint 2023 elején a növekedés lassulására számítunk, összhangban a belső kereslet visszaesésével és a vállalati költségek emelkedésével.** Negyedéves alapon a GDP csökkenése 2023 első negyedévéig folytatódhat. A jövő évi növekedést lefelé mutató kockázatok övezik. Az orosz-ukrán háború továbbra is jelentős bizonytalanságot eredményez, az emelkedő nyersanyagárak növelték a vállalatok működési költségeit, ami a termelés csökkenéséhez vezethet. A nemzetközi termelési láncokat érintő nehézségek az elmúlt hónapokban tovább mérséklődtek, ami segítette a külkereskedelem felfutását. A visszafogott globális konjunktúra mellett a növekvő hazai exportkapacitásoknak köszönhetően külpiazi részesedésünk emelkedésére számítunk. A magas infláció a reáljövedelmek mérséklődését eredményezi, ami a fogyasztás csökkenéséhez vezet. Az állami beruházások visszafogása és az emelkedő vállalati költségek szintén negatívan befolyásolják a belföldi keresletet. A gazdasági teljesítmény a jövő év közepétől dinamizálódhat újra. A hazai GDP 2022-ben 4,5 – 5,0 százalékkal, 2023-ban 0,5 – 1,5 százalékkal, míg 2024-ben 3,5 – 4,5 százalékkal bővülhet (1-6. ábra). 2025-ben a GDP közeledhet hosszútávú

1-8. ábra: A lakossági reáljövedelem alakulása



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv átlaga alapján Forrás: KSH, MNB

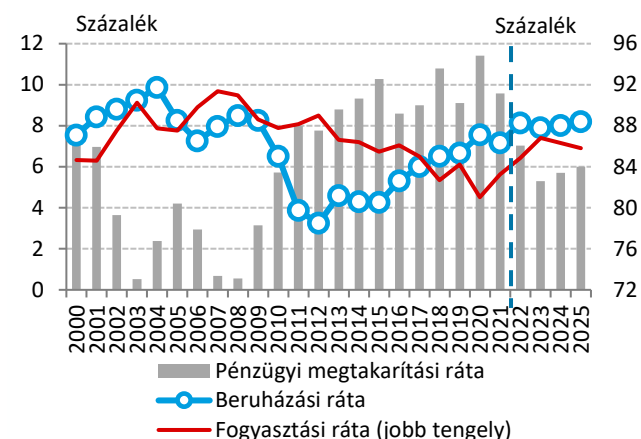
1-9. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú, év/év százalék. 2019 harmadik negyedévében a lombardhitelek tranzakcióitól szűrt adat. A reál növekedési ütem számításához a fogyasztói árindexet használtuk.

Forrás: MNB

1-10. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB

növekedési trendjéhez, így 3,0 – 4,0 százalék közötti mértékben emelkedhet (1-7. ábra).

**Az átmeneti megtorpanás ellenére a magyar gazdaság eurozónához viszonyított növekedési többlete fennmaradhat.** 2022 és 2025 között várhatóan átlagosan 1,4 százalékpont lesz hazánk növekedési többlete, míg az előrejelzési horizont végére visszatér a 2 százalékpont közeli értékre.

**A jövedelmi viszonyok romlását elsősorban az emelkedő infláció okozza, mely a bérek vásárlóerejének csökkenését eredményezi.** Éves átlagban a 2013-as növekedési fordulatot követően minden évben emelkedett a háztartások jövedelme, az idei év utolsó negyedévében azonban már csökken, és várhatóan a jövő év utolsó negyedévéig tart a mérséklődés (1-8. ábra).

**A háztartási hitelállomány növekedési üteme az emelkedő kamatkörnyezet miatt még tovább lassulhat.** A háztartási hitelezés a harmadik negyedéves tényadatok tükrében enyhén a korábbi várakozásunk alatt alakult. Az orosz-ukrán konfliktus miatt bevezetett szankciók inflációs és reálgazdasági hatása, valamint a növekvő kamatkörnyezet és a szigorodó hitelfeltételek mind mérsékelhetik a lakosság hitelfelvételi kedvét, így a háztartási hitelállomány növekedési üteme előzetekintve a korábbi várakozásunknál alacsonyabb lehet. A háztartási hiteldinamika 2023 közepére 2 százalékra lassulhat, 2024 második felétől azonban visszatérhet a 10 százalék körüli szintre. **Ez reál értelemben a háztartási hitelállomány csökkenését jelenti egy évre előzetekintve, és 2024 év elejétől válhat újra pozitívra a reál növekedési ütem** (1-9. ábra).

**A jövő évben a magas infláció miatt megemelkedett nominális fogyasztási kiadások leginkább a megtakarítási ráta csökkenésében csapódnak le.** A legelső jövedelmi tized kivételével az elmúlt évek reálbéremelkedésének köszönhetően az alsó jövedelmi tizedbe tartozó háztartások is nettó megtakarítótá váltak, így a fogyasztási kiadások növekedését várhatóan majd részben megtakarításaik erőteljesebb mérséklésével finanszírozzák. Emellett a lakossági beruházási ráta enyhén mérséklődik. Az előrejelzési horizont végén az infláció enyhülésével a háztartások fogyasztási rátája is mérséklődik, mellyel párhuzamosan a megtakarítási ráta ismét növekszik, míg a beruházási ráta stabil marad (1-10. ábra).

**A beruházások bővülése a szeptemberi várakozásainknál magasabb lehet 2022-ben, míg 2023-ban mérséklődésre számíthatunk** (1-3. táblázat). A magasabb 2022-es növekedési ütemet elsősorban a kedvező harmadik negyedéves bejövő adat magyarázza. A növekedéshez a vállalati és a háztartási

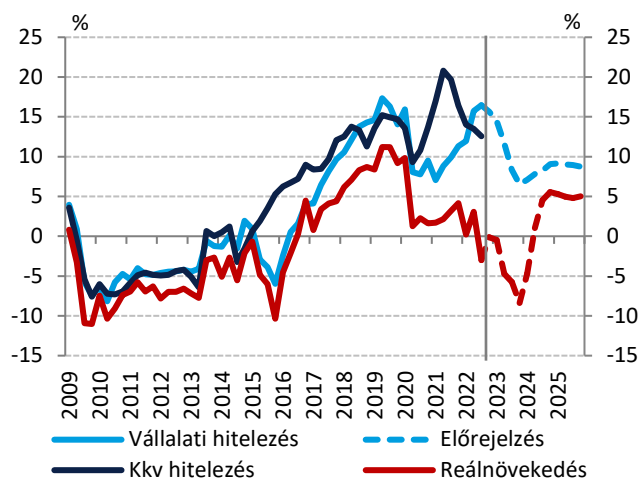
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása

	2022	2023	2024	2025
	Előrejelzés			
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	4,5	-3,0	4,2	4,0
Állami beruházás	-11,1	-3,3	-2,1	-1,1
Privát beruházás	6,6	-2,9	5,5	5,0
Beruházási ráta	29,3	29,0	28,9	29,4

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

1-11. ábra: A teljes vállalati és a kvv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú éves változás. A kvv-szektor az önálló vállalkozókat nem tartalmazza. A teljes vállalati növekedési ütem a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállomány alapján. A reál növekedési ütem számításához a hazai (GDP) árindexet használtuk.

Forrás: MNB

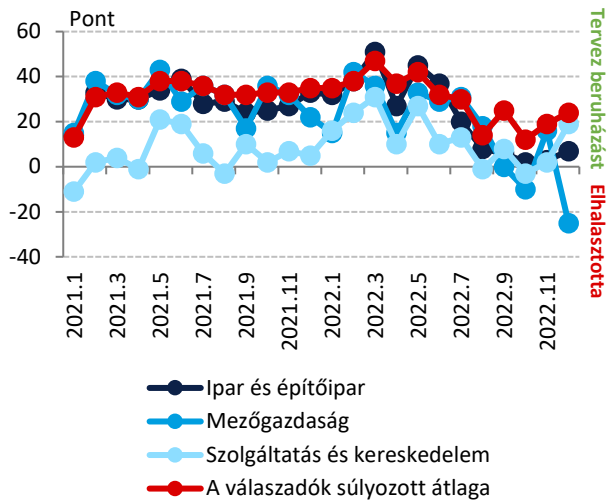
szektor beruházásai járulnak hozzá az idei évben, míg 2023-ban már visszaeséssel számolunk az állami mellett a vállalati és háztartási beruházások esetében is. A beruházási ráta 29 százalék közelében stabilizálódik az előrejelzési horizonton, de ez a relatív árak elmozdulása miatt következik be.

**A vállalati hitelállomány növekedési üteme 2023 év első felében jelentősen lassulhat. Reálértelemben a vállalati hitelezés dinamikája már csökkenést mutat és előretekintve is mérséklődés várható.** A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme a harmadik negyedéves tényadatok tükrében a korábbi várakozásunk felett alakult, az 5 milliárd forintot meghaladó nagyügyletek, illetve a növekvő árak miatt fellépő forgóeszköz-hitel finanszírozási igények támogatták a magas nominális vállalati hiteldinamika fenntartását (1-11. ábra). Az új vállalati hitelszerződésekben a piaci hitelek aránya jelentősen növekedett a harmadik negyedévben a Széchenyi Kártyaprogram Go! lezárultával, illetve az SZKP Max program lassú felfutásával párhuzamosan. A növekvő energia- és nyersanyagárak miatt a vállalatok forgóeszköz-hitel igénye a következő időszakban növekedhet, azonban becslésünk szerint a bizonytalan környezetben összességében a vállalati hiteldinamika 2023 év végére 7 százalékra lassulhat, és csak 2024 második felétől térhet vissza a növekedés a 8 százalék fölötti szintre. Ez reál értelemben a vállalati hitelállomány csökkenését jelenti egy évre előretekintve, és a reál növekedési ütem 2024 év elejétől válhat újra pozitívvá.

**A vállalati beruházási aktivitás 2022-ben a korábbi várakozásaink felett alakulhat a bejövő harmadik negyedéves adatok fényében, ugyanakkor 2023-ra csökkenéssel számolunk.** A 2022 harmadik negyedéves beruházási szakstatisztika alapján a vállalatok beruházásai kedvezően alakultak. A hazai üzleti bizalmi indexek jellemzően csökkentek az elmúlt időszakban, míg az MNB novemberi vállalati konjunktúra felmérése szerint a beruházási várakozások vegyes képet mutattak (1-12. ábra). 2023-ban a vállalati beruházások csökkenésére számítunk, elsősorban a megemelkedett energiaárak és működési költségek következtében. Ugyanakkor előretekintve a bejelentett nagyberuházások megvalósításának elindulása támogatja a vállalati beruházásokat.

**A lakossági beruházások csökkenésére számítunk 2023-ban.** 2022 végéig meghosszabbításra került a falusi CSOK, amely hozzájárul a háztartások beruházásainak növekedéséhez. Ugyanakkor a lakáshitelek kibocsátása a III. negyedévben 30 százalékkal maradt el 2021 azonos negyedétől. 2023-ban a lakossági beruházások visszaesésére számítunk, összhangban a romló jövedelmi

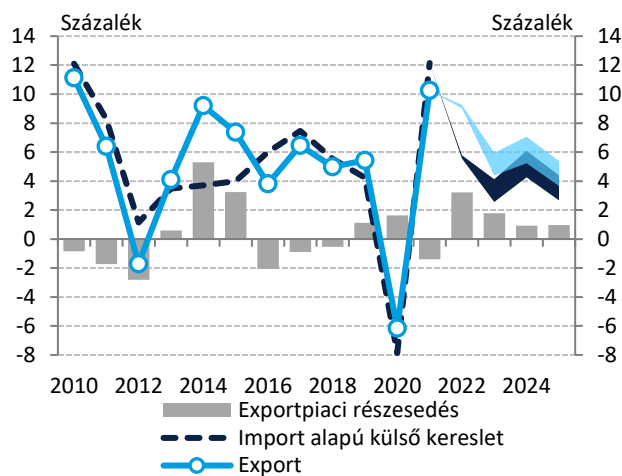
**1-12. ábra: A következő három hónapban a beruházást tervezők és a tervezett beruházásokat elhalasztók arányainak különbsége**



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

Forrás: MNB

**1-13. ábra: Az exportpiaci részesedés változása**



Megjegyzés: Exportpiaci részesedés az előrejelzési sáv átlaga alapján.

Forrás: KSH, MNB

folyamatokkal. A kormányzati beruházások mérséklődése kapacitásokat szabadíthat fel az építőiparban, kínálati oldalról támogatva a lakásépítéseket.

**Az állami beruházások volumene 2022-ben jelentősebben, azt követően enyhébben csökken éves összehasonlításban.**

A rendelkezésre álló információkkal összhangban az állam által végrehajtott beruházások volumene 2022-ben 11,1 százalékkal mérséklődhet, a volumen csökkenésében az állami beruházási célú kiadások bejelentett átütemezése játszik szerepet. 2023-ban 3,3 százalékkal, míg 2024-ben 2,1 százalékkal csökkenhet az állami beruházások volumene.

**A hazai külkereskedelem rövid- és középtávú alakulását továbbra is elsősorban az orosz-ukrán háború, és a historikus összevetésben magas energiaárak befolyásolják.**

Az idei harmadik negyedév kedvező adatai alapján kereskedelmi partnereink növekedésére vonatkozó előrejelzésünk enyhén felfelé mozdul el 2022-re, azonban a külső konjunktúra tovább romló kilátásaival összhangban a 2023-as évre vonatkozó előrejelzésünk érdemben csökken. Külpiaci partnereink visszafogottabb növekedése, valamint a magasabb infláció által csökkenő vásárlóerejük importigényüket is mérsékli. A bizonytalanság és csökkenő vásárlóerő a nemzetközi turizmust is visszafoghatja.

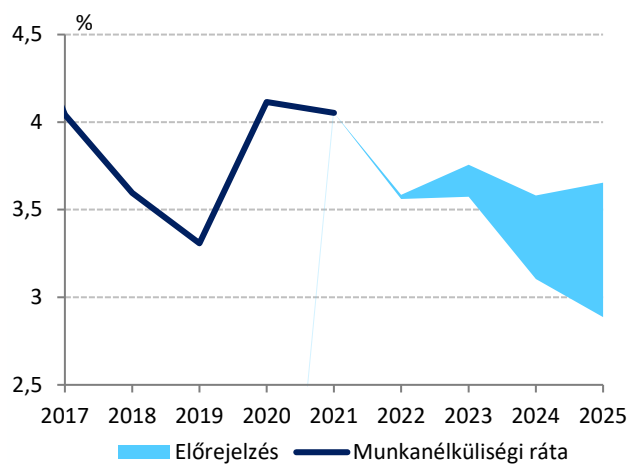
**2023-tól a romló külső keresleti tényezők ellenére az export lehet a hazai növekedés fő pillére.**

A harmadik negyedéves export várakozásunk felett alakult, így a 2022-es és 2023-as évre a kivitel bővülésére vonatkozó előrejelzésünk érdemben felfelé módosul. A külső kereslet lassulása ellenére a hazai kivitel válságállónak bizonyul, amit elősegít az akkumulátorgyártás felfutása. Az idei év első felében a bővülő beruházások és a lakossághoz került extra források nyomán felfutó fogyasztás ideiglenesen az import dinamikájának jelentős növekedésével járt, mely nagyrészt ellensúlyozza az export kedvező teljesítményét. Ennek megfelelően a nettó export 2022-ben mérsékelt hatást fejt ki a GDP alakulására. 2023-ban elsősorban a belső keresleti tételek lassulása miatt az import növekedési dinamikája jelentősen csökken, míg az export stabil bővülést mutat, így a nettó export 2023-ban a hazai növekedés elsőszerű támasza lehet. A 2022-es és 2023-as évben exportpiaci részesedésünk jelentős növekedését várjuk, a romló külső konjunktúra ellenére is magas kivitelnek köszönhetően (1-13. ábra). A továbbra is magas geopolitikai feszültségek és a volatilis energiaárak miatt előrejelzésünket magas bizonytalanság övezi.

### 1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

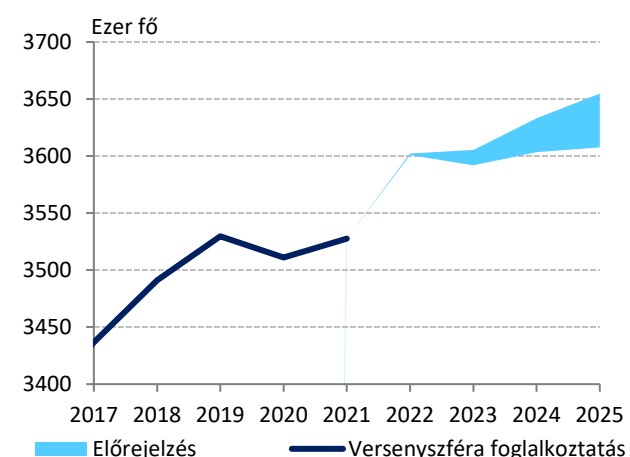
A gazdasági teljesítmény negyedéves bázisú csökkenése ellenére a foglalkoztatás nem mérséklődött az utóbbi hónapokban, így továbbra is historikusan magas szinten alakul. A foglalkoztatási várakozások azonban negatív tendenciát mutatnak, tükrözve a gazdasági teljesítményben tapasztalható lassulást. Az energia- és nyersanyagárak növekedése nyomán az év végétől megemelkedő vállalati költségek és a romló külső és belső konjunktúra 2023-ban a munkanélküliségi ráta enyhe és átmeneti emelkedéséhez vezethet. A versenyszférában foglalkoztatottak száma várhatóan 2,1 százalékkal nő 2022-ben, majd stagnál 2023-ban. A gazdasági aktivitás helyreállításával párhuzamosan várakozásaink szerint 2024-ben a foglalkoztatás bővülése újraindul. Az idei évben a versenyszféra bérei dinamikus ütemben növekednek, amit az év eleji nagymértékű minimálbér-emelés és a historikusan feszes munkaerőpiaci kondíciók egyaránt magyaráznak. A munkaerőpiac feszességének átmeneti enyhülésével a bérdinamika lassulására számítunk jövőre.

1-14. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



Forrás: KSH, MNB

1-15. ábra: A foglalkoztatás alakulása a versenyszférában



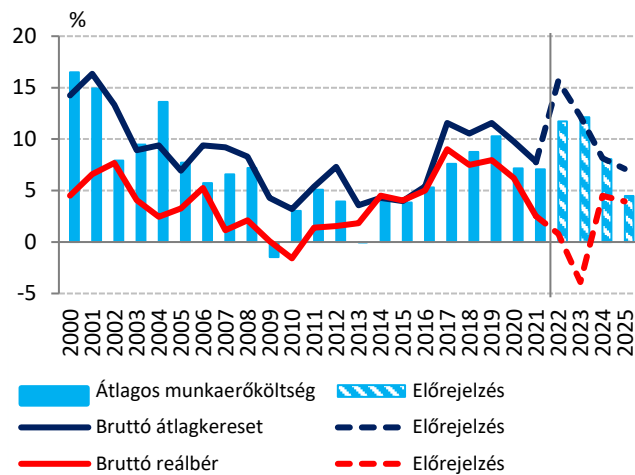
Forrás: KSH, MNB

**A munkaerő-kereslet még nem reagált érdemben a gazdasági lassulásra, és továbbra is erős, ugyanakkor a foglalkoztatási várakozások már tükrözik a konjunktúra változását.** Az ESI – foglalkoztatási kilátásokat monitorozó – novemberi felmérése alapján a kiemelt ágazatok közül az építőipari, a feldolgozóipari és az egyéb piaci szolgáltató vállalatok létszámcsökkentést terveznek a következő hónapokban.

**A gazdasági lassulás hatására a munkanélküliségi ráta átmenetileg enyhén megemelkedik, majd 2023 második negyedétől csökkenésnek indul.** A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is historikusan magas szinten van, a munkaerőpiaci feszesség a koronavírus előtti értéke körül alakul. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 2022 harmadik negyedében 3,7 százalékos szinten alakult, ami növekedést jelent az előző negyedévi, illetve a koronavírus-járványt megelőző időszak szintjéhez képest, de nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony. A gazdasági lassulás következtében ugyanakkor a foglalkoztatás kisebb mértékű csökkenésével párhuzamosan az idei év végén és 2023 első negyedében a munkanélküliségi ráta emelkedése várható. Előrejelzésünk szerint 2022-ben a munkanélküliségi ráta 3,6 százalékon, míg 2023-ban 3,6–3,8 százalék között alakul (1-14. ábra).

**A versenyszféra létszámában stagnálás várható a jövő évben. Tekintettel arra, hogy a munkaerőpiac jellemzően késéssel reagál a gazdasági teljesítmény lassulására, a vállalatok költségeinek a magas nyersanyag- és energiaárak miatti emelkedése és a kereslet visszaesése az év végén, hangsúlyosabban 2023 elején vezethet az elbocsátások számának átmeneti növekedéséhez.** 2022 utolsó negyedében a foglalkoztatottak számának csökkenésére számítunk, azonban 2022 egészében összességében bővülni fog a létszám. Ezt követően 2023 átlagában stagnálás, enyhe visszaesés várható (1-15. ábra). A jövő év második felében várakozásunk szerint gyors reálgazdasági korrekció bontakozik ki, ami a munkaerőpiacon 2023-ban normalizációhoz vezet, majd

1-16. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Forrás: KSH, MNB

2024-ben 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, majd a historikusan feszes munkaerőpiac járultak hozzá a bérdinamika erősödéséhez. A bérdinamika a negyedik negyedévben 18 százalék közelébe gyorsulhat. Előrejelzésünk szerint 2022-ben 15,6–15,7 százalékon alakul az éves bérnövekedés a versenyszférában. Előretekintve, a lassuló GDP-növekedéssel és a munkaerőpiaci feszeség enyhülésével összhangban a bérdinamika mérséklődésével számolunk, 2023-ban a versenyszféra bérnövekedése 11,8-12,7 százalék között alakulhat (1-16. ábra).



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

	2021	2022		2023		2024		2025
	Tény	Előrejelzés						
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)<sup>1</sup></b>								
Maginfláció	3,9	15,0 - 15,5	15,4 - 15,9	10,6 - 12,9	14,9 - 17,4	2,6 - 3,5	3,2 - 5,5	3,0 - 3,6
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	3,9	15,0 - 15,5	15,4 - 15,9	10,6 - 12,9	14,9 - 17,4	2,6 - 3,5	3,2 - 5,5	3,0 - 3,6
Infláció	5,1	13,5 - 14,5	14,5 - 14,7	11,5 - 14,0	15,0 - 19,5	2,5 - 4,0	2,3 - 4,5	2,5 - 3,5
<b>Gazdasági növekedés</b>								
Háztartások fogyasztási kiadása	5,0	6,0 - 6,1	6,4 - 6,5	(-1,3) - (-0,5)	(-2,1) - (-1,4)	2,2 - 3,2	2,1 - 3,0	2,3 - 3,4
Közösségi végső fogyasztás <sup>6</sup>	2,0	2,3 - 2,7	1,2 - 1,4	0,2 - 1,3	0,1 - 1,2	0,5 - 1,6	0,4 - 1,5	0,6 - 1,7
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	5,2	3,0 - 3,6	4,3 - 4,6	(-2,8) - (-0,2)	(-4,1) - (-1,9)	2,6 - 5,6	2,8 - 5,6	2,5 - 5,5
Belföldi felhasználás	6,2	4,0 - 4,2	4,1 - 4,2	(-1,1) - (-0,2)	(-2,0) - (-1,2)	2,0 - 3,2	2,0 - 3,2	2,1 - 3,3
Export	10,3	4,7 - 5,3	9,0 - 9,3	2,7 - 4,5	4,4 - 5,9	5,6 - 7,4	5,2 - 7,1	3,6 - 5,4
Import	9,1	5,4 - 6,0	8,3 - 8,6	0,7 - 2,5	1,3 - 2,9	3,8 - 5,8	3,6 - 5,6	2,7 - 4,7
GDP	7,1	3,0 - 4,0	4,5 - 5,0	0,5 - 1,5	0,5 - 1,5	3,5 - 4,5	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0
Munkatermelékenység <sup>5</sup>	6,0	1,7 - 1,9	2,9 - 3,0	0,5 - 1,5	0,7 - 1,6	2,5 - 3,9	2,8 - 4,1	2,2 - 3,7
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>								
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-4,2	(-8,7) - (-7,7)	(-7,6) - (-6,6)	(-7,0) - (-5,8)	(-5,4) - (-4,2)	(-3,7) - (-2,3)	(-2,8) - (-1,4)	(-2,1) - (-0,7)
Külső finanszírozási képesség	-1,6	(-7,0) - (-6,0)	(-6,0) - (-5,0)	(-4,7) - (-3,5)	(-3,4) - (-2,2)	(-2,0) - (-0,6)	(-1,2) - (0,2)	(-1,0) - (0,4)
<b>Államháztartás</b>								
ESA-egyenleg	-7,1	-6,1	-6,1	-3,5	-3,5	-2,5	-2,5	-1,5
<b>Munkaerőpiac</b>								
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	8,7	16,6 - 16,9	17,5 - 17,7	7,5 - 8,6	9,8 - 10,8	7,1 - 8,3	7,3 - 8,6	6,3 - 7,6
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	0,7	1,2 - 1,3	1,3 - 1,4	(-0,3) - 0,3	(-0,4) - 0,0	0,5 - 1,2	0,1 - 0,7	0,0 - 0,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	7,8	14,1 - 14,5	15,6 - 15,7	9,3 - 10,3	11,8 - 12,7	7,4 - 8,5	7,6 - 8,7	6,5 - 7,7
Versenyszféra foglalkoztatottság	0,5	1,8 - 1,9	2,1	(-0,3) - 0,1	(-0,2) - 0,1	0,7 - 1,3	0,3 - 0,8	0,1 - 0,6
Munkanélküliségi ráta	4,1	3,5	3,6	3,5 - 3,7	3,6 - 3,8	3,0 - 3,6	3,1 - 3,6	2,9 - 3,7
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	-0,6	8,7 - 9,3	8,9 - 9,2	1,1 - 2,6	5,9 - 7,3	4,8 - 6,5	4,4 - 6,1	2,1 - 3,9
Lakossági reáljövedelem <sup>4</sup>	2,3	3,6 - 3,8	4,6 - 4,8	(-3,7) - (-2,7)	(-1,6) - (-0,6)	2,5 - 3,7	2,3 - 3,5	2,2 - 3,4

<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-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.

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

	2022	2023	2024	2025
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>				
MNB (2022. december)	14,5 - 14,7	15,0 - 19,5	2,3 - 4,5	2,5 - 3,5
Consensus Economics (2022. december) <sup>1</sup>	12,7 - 14,3 - 16,0	9,1 - 16,0 - 19,0		
Európai Bizottság (2022. november) <sup>2</sup>	14,8	15,7		
IMF (2022. október)	13,9	13,3	5,6	4,0
OECD (2022. november)	13,5	12,7	5,2	
Reuters-felmérés (2022. november) <sup>1</sup>	14,0 - 14,3 - 14,5	14,5 - 16,1 - 18,5	3,6 - 5,5 - 10,0	
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>				
MNB (2022. december)	4,5 - 5,0	0,5 - 1,5	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0
Consensus Economics (2022. december) <sup>1</sup>	4,2 - 4,9 - 5,5	(-1,3) - 0,0 - 1,4		
Európai Bizottság (2022. november) <sup>2</sup>	5,5	0,1		
IMF (2022. október)	5,7	1,8	2,8	3,0
OECD (2022. november)	6,0	1,5	2,1	
Reuters-felmérés (2022. november) <sup>1</sup>	4,5 - 5,0 - 5,8	(-2,0) - 0,1 - 1,0	1,7 - 3,0 - 4,3	
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege<sup>3</sup></b>				
MNB (2022. december)	(-7,6) - (-6,6)	(-5,4) - (-4,2)	(-2,8) - (-1,4)	(-2,1) - (-0,7)
Európai Bizottság (2022. november) <sup>2</sup>	-7,6	-6,3		
IMF (2022. október)	-6,7	-3,0	-2,1	-0,9
OECD (2022. november)	-5,6	-4,6	-4,6	
<b>Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)<sup>3</sup></b>				
MNB (2022. december)	-6,1	-3,5	-2,5	-1,5
Consensus Economics (2022. december) <sup>1</sup>	(-6,5) - (-5,8) - (-4,4)	(-6,0) - (-4,3) - (-3,3)		
Európai Bizottság (2022. november) <sup>2</sup>	-6,2	-4,4		
IMF (2022. október)	-4,9	-3,1	-2,6	-1,6
OECD (2022. november)	-6,2	-5,6	-5,3	
Reuters-felmérés (2022. november) <sup>1</sup>	(-6,5) - (-5,9) - (-5,0)	(-5,0) - (-4,1) - (-3,3)	(-3,2) - (-2,9) - (-2,5)	
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>				
MNB (2022. december)	2,2 - 2,3	0,0 - 0,8	2,4 - 3,3	1,9 - 2,7
EKB (2022. december)	3,4	0,5	1,9	1,8
Consensus Economics (2022. december) <sup>1</sup>	1,5	0,2		
Európai Bizottság (2022. november) <sup>2</sup>	2,3	0,0		
IMF (2022. október) <sup>2</sup>	1,7	0,6	2,0	2,2
OECD (2022. november) <sup>2</sup>	2,8	0,2	1,5	

<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 partnerszagra készítenek előrejelzést.

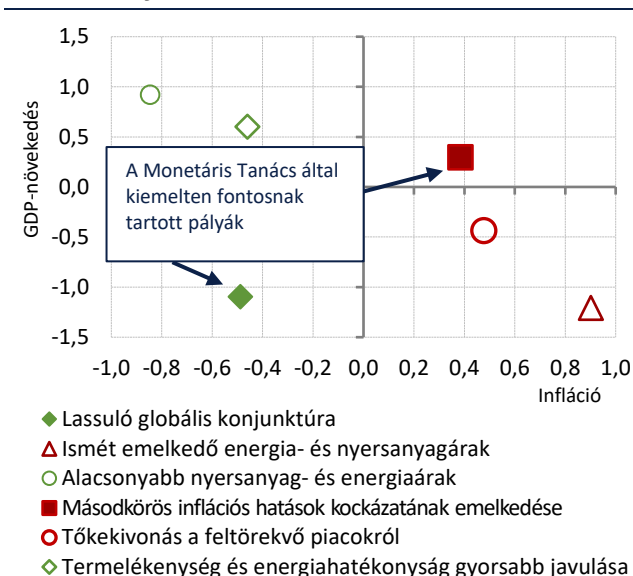
<sup>3</sup> A GDP arányában.

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

## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A lassuló globális konjunktúrával számoló kockázati forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb növekedési és inflációs pályát feltételez. A másodkörös inflációs hatások kockázatának emelkedését bemutató forgatókönyv az alappályához képest magasabb inflációs és némiképp magasabb növekedési pályával számol. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív Szenárióként az ismét emelkedő energia- és nyersanyagárakat, az alacsonyabb nyersanyag- és energiaárakat, a feltörekvő piacokról történő tőke kivonást, illetve a termelékenység és energiahatékonyság gyorsabb javulását feltételező pályákat tárgyalta.

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

Lassuló globális konjunktúra

**2022 harmadik negyedében jellemzően lassult a globális GDP növekedési üteme.** Ugyanakkor az európai országok többségében meghaladta az elemzői várakozásokat. **Az Egyesült Államok gazdasága 1,9 százalékkal növekedett éves bázison, ezzel az előző negyedévhez képest változatlan ütemben bővült a GDP.** A kínai gazdaság teljesítménye az előző év azonos időszakához képest **3,9 százalékkal emelkedett,** míg legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága 1,1 százalékkal bővült a harmadik negyedévben a részletes adatok alapján.

**Az elmúlt negyedévben tovább romlottak mind a globális, mind az egyes régiók tekintetében a 2023-ra vonatkozó növekedési várakozások.** A Bloomberg elemzői várakozásai szerint a jövő évben a világgazdaság a szeptemberben várt 2,5 százalékkal szemben 2,1 százalékkal növekedhet. Az Európai Unió esetében immáron enyhe, 0,1 százalékos recessziót prognosztizálnak, ami közel 1,0 százalékponttal alacsonyabb a korábbi várakozásoknál. Az USA gazdasága 0,9 százalékos GDP bővülés helyett 0,4 százalékkal nőhet, míg Kínában a korábban várt 5,2 százalék helyett 4,9 százalékos növekedést várnak.

**Az elhúzódó orosz-ukrán háború, a fennálló energiaellátási kockázatok és a továbbra is akadózó szállítási láncok növelik a recesszió kockázatát a világgazdaságban.** Novemberben az előrettekintő bizalmi indikátorok vegyesen alakultak. Az eurozónában az ESI (Economic Sentiment Indicator) és a BMI (Beszerzési Menedzser Index) is enyhén javult az októberi mélyponthoz képest. A fogyasztói bizalmi index októberi historikusan alacsony szintjét követően novemberre szintén enyhe javulás tapasztalható. Az Egyesült Államok Beszerzési Menedzser Indexe az előző hónaphoz képest novemberben tovább csökkent és továbbra is a küszöbérték (50 pont) alatti értéket mutat.

**A lassuló globális konjunktúrával számoló kockázati forgatókönyv megvalósulása esetén az alappályához képest**

**nagyobb ütemben mérséklődik a globális növekedés.** A fejlett gazdaságok, köztük legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági teljesítményének 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.

Másodkörös inflációs hatások kockázatának emelkedése

**Az elmúlt hónapokban a hazai infláció meghaladta a 20 százalékos értéket,** amiben jelentős szerepe volt az élelmiszer-áremelkedés gyorsulásának. Az inflációs várakozások változatlanul magas szinten alakulnak.

Az infláció idei évi emelkedéséhez hozzájárult, hogy a vállalatok az energia- és nyersanyagárak növekedése miatt a korábbi évek átlagánál számottevően nagyobb mértékben árazták át termékeiket és szolgáltatásaikat. **Emellett az árak növekedését eredményezte a vállalati profitok jelentős emelkedése is.** Amennyiben a profitnövekedés folytatódik, az tovább növeli az infláció emelkedésének kockázatát.

**A munkaerőpiac feszsége tovább nőtt és historikusan magas szinten alakult.** 2022 második negyedében a versenyszférában 71 ezer betöltetlen, nem támogatott álláshely volt, ami 38 százalékkal több, mint az előző év azonos időszakában, és már 31,4 százalékkal meghaladja a világvárvány előtti szintet is. 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.

**A beérkező létszámadatok ellenére a magas frekvenciás adatok a munkaerőpiaci feszség enyhülését vetítik előre.** A magas frekvenciás adatok, illetve a lakossági munkanélküliségi várakozások alapján némi enyhülés várható a munkaerőpiaci folyamatokban.

**Hazánkban továbbra is fennmaradt a kétszámjegyű bérdinamika.** A nyári hónapok során mind a prémium kifizetések, mind a rendszeres keresetek növekedési üteme a szokásosnál magasabban alakult, amely további évközi átbérezési nyomásra utal. A bruttó átlagbérek dinamikája erős, azonban az őszi hónapokban az infláció növekedésének üteme várhatóan meghaladja azt, így további nyomást gyakorolva a bérezési folyamatokra.

**Az alternatív forgatókönyv szerint a másodkörös inflációs hatások kialakulásának kockázata emelkedik:** a magas inflációs várakozások a feszes munkaerőpiaci környezetben azt eredményezik, hogy a bérdinamika az alappályában feltételezettnél gyorsabb ütemben nő, a vállalatok átárazási

dinamikája és profitemelkedése erőteljes marad, 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 négy további alternatív pályát mérlegelt. Az ismét emelkedő energia- és nyersanyagárakat** feltételező alternatív pályánkban a globális kínálati problémák újbóli felerősödését és elhúzódó háborús környezetet feltételezünk. A nyersanyagpiaci zavarok és az ismét emelkedő energiaárak 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 begyűrűzik a hazai árakba. A forgatókönyv megvalósulása esetén az alappályához képest szigorúbb monetáris kondíciók válhatnak indokolttá. **Az alacsonyabb nyersanyag- és energiaárakkal** számoló alternatív pályánkban ezzel szemben a globálisan erősödő recessziós félelmek, a kínálati zavarok enyhülése, a háborús feszültség csillapodása, illetve egyes strukturális intézkedések következtében a kereslet kínálathoz mért relatív mérséklődése a nyersanyag- és energiaárak csökkenésének irányába hat.

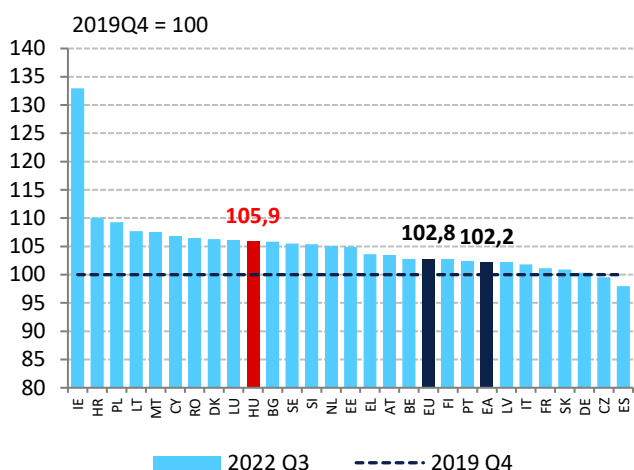
**A feltörekvő piacokról történő tőke kivonást** feltételező alternatív pályánkban arra számítunk, hogy a feltörekvő piacokkal szemben az alappályához képest tartósabban és erőteljesebben emelkedik a kockázatkerülés. A tőke kivonás folyamata különösen veszélyezteti azon gazdaságokat, ahol külső egyensúlyi problémák állnak fenn. Az alternatív forgatókönyv megvalósulása esetén a tőkekiáramlás az infláció további emelkedését okozza, így az inflációs cél elérése az alappályánál szigorúbb monetáris politikával konzisztens. **A termelékenység és az energiahatékonyság gyorsabb javulását** bemutató forgatókönyvben a javulás elsősorban kínálati oldalról élénkíti tovább a hazai gazdaságot. Az alappályában feltételezettnél nagyobb mértékben javulhat a termelékenység és gyorsabban megy végbe az energiaátmenet, 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 van összhangban.

## 3. Makrogazdasági helyzetértékelés

### 3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

A harmadik negyedév során, a meghatározó gazdaságok többségében az elemzői várakozások felett alakult a gazdasági növekedés. Azonban a historikusan összevetésben továbbra is magas energiaárak és a folyamatosan feszült geopolitikai légkör tovább rontotta a rövid távú növekedési kilátásokat. Az Európai Unió országai közül 25-ben a kibocsátás már meghaladta a Covid-válság előtti szintet, ugyanakkor legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága csak az idei harmadik negyedévben érte el a 2019 utolsó negyedévi GDP szintjét. Az elmúlt negyedévben a globálisan meghatározó jegybankok az erőteljes inflációs nyomásra reagálva tovább szigorították a monetáris kondíciókat. A Federal Reserve tovább emelte az irányadó ráta célsávját, valamint a mérlegcsökkentés havi üteme elérte a korábban bejelentett legmagasabb ütemet. Az Európai Központi Bank szintén folytatta kamatemelési ciklusát, szigorította TLTRO III programjának kondícióit, valamint bejelentette, hogy 2023. márciustól megkezdi mérlegének szűkítését. A régióban a román jegybank folytatta kamatemelési ciklusát, míg a cseh jegybank június, a lengyel jegybank pedig szeptember óta szinten tartotta az alapkamatot.

3-1. ábra: A GDP szintjének alakulása

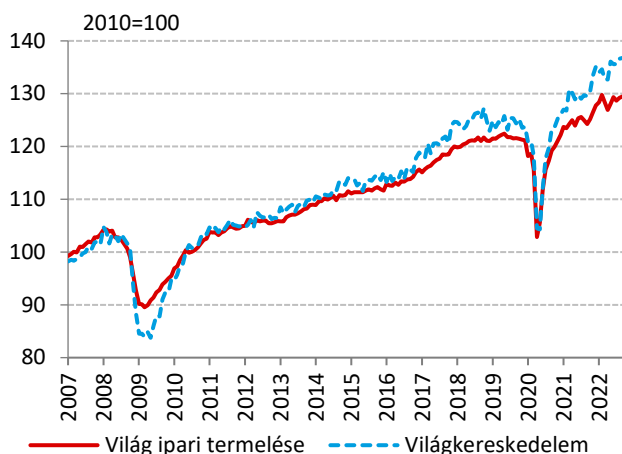


Megjegyzés: Szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján. Forrás: Eurostat, Trading Economics

#### 3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

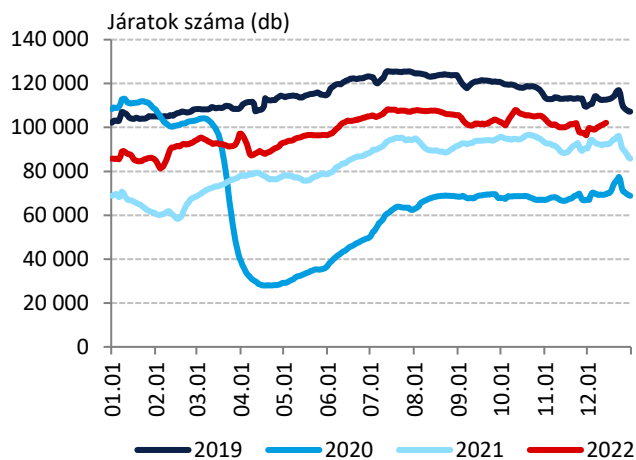
**2022 harmadik negyedévében vegyesen alakult a gazdasági növekedés a főbb gazdaságokban, azonban a növekedési számok döntően meghaladták az előzetes elemzői várakozásokat.** Az Egyesült Államokban a harmadik negyedévben 1,9 százalékkal nőtt a gazdaság, míg negyedéves alapon az elmúlt két negyedév csökkenése után 2,9 százalékkal bővült. Szintén nőtt a GDP Kínában az előző negyedévhez viszonyítva, valamint éves alapon 3,9 százalékos növekedést mértek. 2022 harmadik negyedévében az EU gazdasága 2,5 százalékkal, az eurozónáé 2,3 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Az EU 27 országa közül 25-ben a Covid-válság előtti szintje felett alakult a gazdasági aktivitás. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága az idei harmadik negyedévben érte el a 2019 utolsó negyedévi kibocsátási szintjét (3-1. ábra).

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

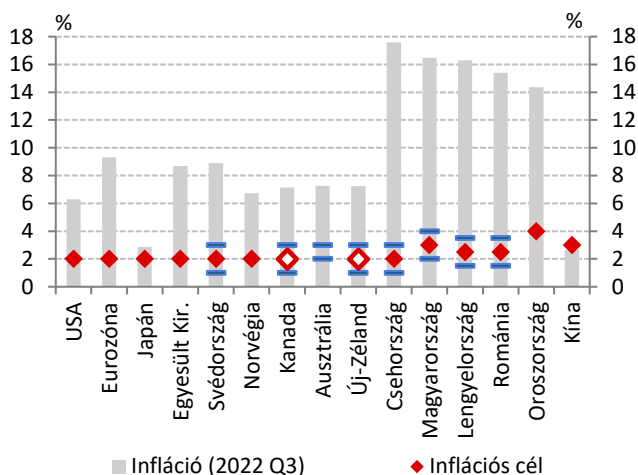


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján. Forrás: CPB

**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 negyedévtől újra növekedés látható, ami a harmadik negyedévben is folytatódott (3-2. ábra). A szeptemberi Inflációs jelentés óta a kedvező őszi időjárásnak, valamint a gáztározók gyors feltöltésének köszönhetően a rövid távú energiaellátás-biztonsági kockázatok enyhültek, azonban a korábban magasabb kamatpályák és kedvezőtlen inflációs várakozások miatt a globális és európai növekedési kilátások jelentősen romlottak, a hazai és nemzetközi

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


Megjegyzés: Index 7 napos mozgóátlag alapján  
 Forrás: Flightradar24

**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

hangulatindexek az ipari termelés várható visszaesését vetítik előre.

**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 a harmadik negyedévben meghaladta a napi 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

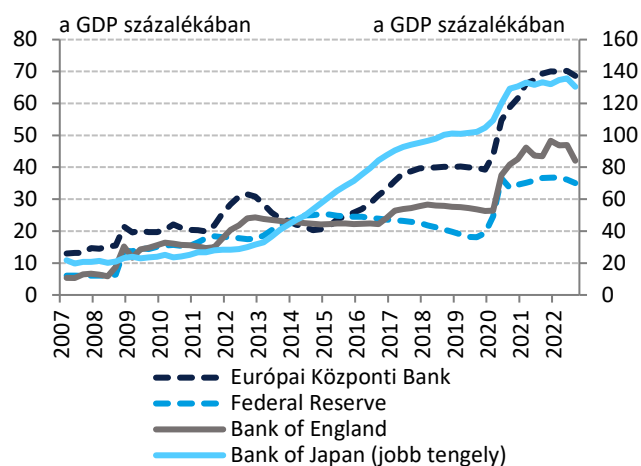
#### A globális infláció az elmúlt hónapokban tovább emelkedett.

A fejlett gazdaságok többségében az utóbbi időszakban az inflációs ráta jóval meghaladta a jegybanki célértékeket (3-4. ábra). Erre reagálva a globálisan meghatározó jegybankok folytatták a monetáris kondíciók szigorítását, míg a régióban cseh és lengyel jegybank legutóbbi kamatdöntő ülésein szinten tartotta az alapkamatot.

**Az Egyesült Államokban a Fed folytatta kamatemelési ciklusát, valamint a 2022. júniusban megkezdett mérlegszűkítés havi üteme elérte a korábban bejelentett legmagasabb ütemet. A jegybank legutóbbi, 2022. decemberi kamatdöntő ülésén a korábbiaknál lassabb ütemben, 50 bázisponttal, 4,25-4,50 százalékra emelte az irányadó ráta célsávját.** Az FOMC szeptember 1-jével növelte a mérlegszűkítés havi ütemét, az állampapírok esetében havi 60 milliárd dollárra, a jelzálogfedezett értékpapírok esetében pedig havi 35 milliárd dollárra. Jerome Powell beszédében megerősítette, hogy már nem a további kamatemelések nagysága a fontos, hanem a kamatpálya teteje és az, hogy meddig tartják restriktív szinten az irányadó rátát. A decemberi döntéshozói előrejelzések alapján a gazdasági növekedés 2023-ban jelentősen alacsonyabb lehet a korábban vártnál, miközben az infláció magasabb pályán alakulhat. A döntéshozók várakozásai szerint az irányadó ráta 2023 végén 5,1 százalékon alakul, amely 0,5 százalékponttal magasabb, mint a legutóbbi előrejelzés.

**Az Egyesült Államokban a CPI inflációs mutató a szeptemberi 8,2 százalékról októberben 7,7 százalékra, novemberben pedig 7,1 százalékra csökkent.** Ezzel párhuzamosan a maginfláció a szeptemberi 6,6 százalékról októberben 6,3 százalékra, majd novemberben 6 százalékra mérséklődött. A Fed mérlegfőösszege 2022. december elején 8633 milliárd dolláron, a GDP 34 százalékán alakult (3-5. ábra).

3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

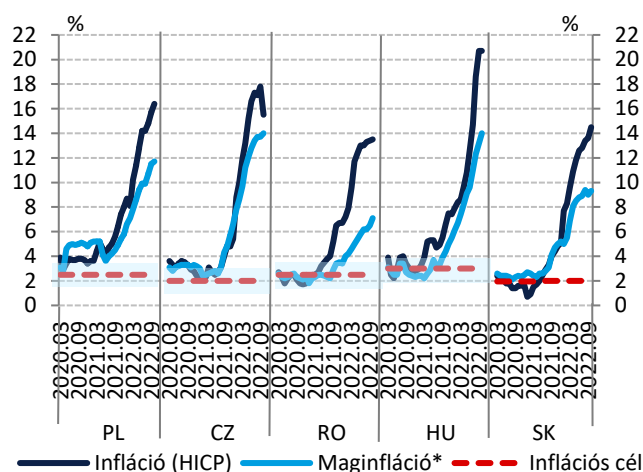
Az EKB folytatta kamtemelési ciklusát és bejelentette a mérlegcsökkentés 2023. márciusi megkezdését. A jegybank decemberi kamatdöntő ülésén a szeptemberi és novemberi 75 bázispontos kamatemeléseknél kisebb mértékben, 50 bázisponttal emelte az irányadó rátákat. A Kormányzótanács szerint az irányadó rátáknak érdemben és stabil ütemben egy kellően restriktív szintre kell emelkedniük annak érdekében, hogy az infláció megfelelő időben visszatérjen a 2 százalékos inflációs célra. Az APP eszközállomány 2023. márciustól átlagosan havi 15 milliárd euróval fog csökkenni a jövő év második negyedévének végéig, az azt követő csökkentés üteméről később születik döntés. A jegybank legalább 2024 végéig újrabefekteti a PEPP keretében lejáró értékpapírokat. A jegybank november 23-i hatállyal szigorította a TLTRO III program kondícióit, emellett 3 addicionális előtörlesztési időpontot is meghatározott. Az első előtörlesztés során a bankok 296,3 milliárd euro értékben törlesztettek elő, ami elmaradt az elemzői várakozásoktól. Változik a kötelező tartalékokra fizetett kamat is. Annak érdekében, hogy a kötelező tartalékok kamatozása szorosabban együtt mozogjon a pénzügyi kamatokkal, az EKB arról döntött, hogy a bankok által elhelyezett kötelező tartalékokra a betéti kamatnak megfelelő kamatot fizetnek. Eddig az EKB az aktuális fő refinanszírozási eszköz (MRO) kamatát fizette. A változás 2022. december 21-től lép életbe.

Az euroövezetben az előzetes adatok alapján az októberi 10,6-ról 10 százalékra csökkent az infláció novemberben. A maginfláció novemberben 5 százalékon alakult. Az elmúlt negyedévben, az inflációs nyomás egyre szélesebb körben éreztette hatását a gazdaságban, ami miatt a központi bank jelentős mértékben felfelé módosította inflációs előrejelzését. Az új előrejelzés alapján idén 8,4, jövőre 6,3 százalékon alakulhat az infláció. A gazdasági növekedésben erőteljes lassulás várható, jövő évben 0,5 százalékkal bővíthet az euroövezet gazdasága. Az EKB mérlegfőösszege 2022. december elején 8480 milliárd euró, a GDP 65,1 százalékán alakult (3-5. ábra).

A japán jegybank 2022. októberi kamatdöntő ülésén változatlanul hagyta a 10 éves állampapírpiazi hozamra megállapított 0 százalékos célját és a többlettartalékokra kivetett -0,1 százalékos kamatot. 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 kamat mellett, ami egyben a jegybank hozamcéljának felső határa. A japán kormány szeptemberben, majd októberben is interveniált a devizapiacra a jen árfolyamának erősítése érdekében.



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

A jegybank GDP arányos mérlegfőösszege 2022. december elején 126,3 százalékon alakult (3-5. ábra).

**A kínai jegybank nem változtatott az egy- és ötéves referencia hitelkamatok 3,65 és 4,30 százalékos szintjén.** A jegybank az ingatlanfejlesztő vállalatok fokozott hitelezésére ösztönzi a kereskedelmi bankokat. Októberben az ingatlanszektor támogatása érdekében lazított a jegybank a jelzáloghitel-kondíciókon. A jegybank emellett az októberben reaktivált Pledged Supplementary Lending eszköz révén, a középtávú hiteleszközben lejáró mennyiséget meghaladó mértékben nyújtott – hosszú lejáratra – likviditást a bankrendszernek. Az infláció az augusztusi 2,5 százalékról szeptemberben 2,8 százalékra emelkedett, majd októberben 2,1 százalékra mérséklődött, miközben folytatódott a termelőiár-index csökkenése. A novemberben bejelentett 25 bázispontos csökkentés után 7,8 százalékra csökkent decemberben a súlyozott átlagos kötelező tartalékrata Kínában.

**A lengyel jegybank szeptember óta változatlan szinten, 6,75 százalékon tartja irányadó rátáját.** Adam Glapinski, jegybankelnök jelezte, hogy a kamatemelési ciklus egyelőre nem ért véget, csak szünetel és nehéz egyelőre megmondani, hogy mikor kezdenek csökkenni a kamatok. Az előzetes adatok alapján az infláció az októberi 17,9-ről 17,4 százalékra csökkent novemberben, ugyanakkor az infláció tetőzése jövő év elején várható. A harmonizált fogyasztóiár-index 16,4 százalék volt októberben (3-6. ábra). A jegybank szerint, tekintettel az inflációra ható sokkokra és azok tartósságára, az infláció még egy ideig emelkedett szinten maradhat és csökkenése fokozatos lesz.

**A cseh jegybank novemberi kamatdöntő ülésén 7,0 százalékon tartotta az irányadó rátáját.** A döntést követő közlemény szerint a jegybank továbbra is megakadályozza a cseh korona árfolyamának túlzott ingadozását. A cseh jegybank 2,5 milliárd dollár értékben avatkozott be a devizapiacon szeptemberben, hogy megakadályozza a korona gyengülését. Az intervenciók kumulált összege a májustól szeptemberig terjedő időszakban 26,1 milliárd dollár volt, ami a teljes devizatartalék mintegy 15 százalékát jelenti. Novemberben éves összevetésben 16,2 százalékkal nőtt az árszínvonal. Az infláció így ismét emelkedett, miután a szeptemberi 18 százalékos szintjéről 15,1 százalékra csökkent októberben. A harmonizált fogyasztóiár-index októberben 15,5 százalék volt. Az infláció októberi markáns lassulása elsősorban a szabályozott árak dinamikájában bekövetkezett jelentős visszaesésnek tudható be, a magas energiaárak miatti támogató kormányzati intézkedések hatására. A jegybanki előrejelzés szerint az infláció télen elérheti a 19 százalékot, az idei évben átlagosan 15,8 százalék körül

alakul, 2024 második felében pedig 2,1 százalékos körüli szintre csökken.

**A román jegybank 50 bázisponttal 6,75 százalékra emelte az irányadó kamatot novemberben.** Az infláció novemberben 16,8 százalékra emelkedett, miután októberben 15,3 százalékra csökkent a szeptemberi 15,9 százalékos szintjéről. A harmonizált fogyasztói árindex szeptemberben 13,4 százalék, októberben pedig 13,5 százalék volt (3-6. ábra). A jegybank inflációs előrejelzése szerint az infláció 2022 végéig még enyhén emelkedni fog, majd fokozatosan csökkenő pályára áll és 2024 első félévére fog egyszámjegyű tartományba csökkeni. Az előrejelzési horizont végén azonban még kissé a toleranciasáv felett alakulhat a mutató.

**Az elmúlt negyedévben enyhén javult a hangulat a globális pénzpiacokon, bár a nyersanyag árak továbbra is magas szinten tartózkodnak. A javuló hangulat hatására a fejlett és feltörekvő tőzsdeindexek is emelkedtek.** Az időszak során az amerikai infláció lassulása, a vártnál kedvezőbb növekedési adatok közlése, valamint a nyersanyagárak mérséklődése a fejlettpiaci kamatemelési várakozások gyengüléséhez vezetett, így a dollár gyengült a főbb devizákkal szemben, a nemzetközi tőzsdeindexek emelkedtek, míg a fejlett piaci hozamok mérséklődtek.

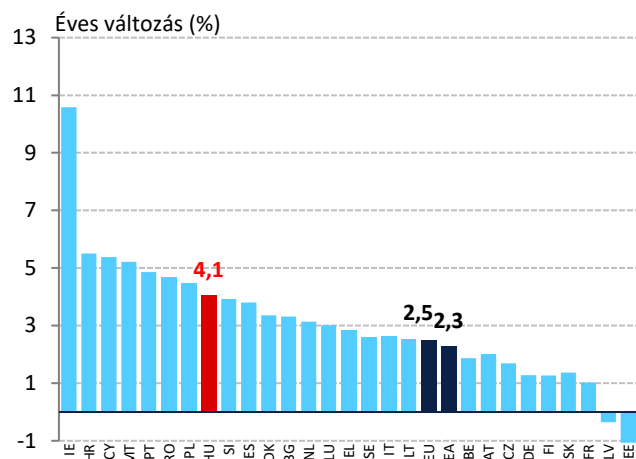
Az európai részvényindexek jelentősebben, 8-15 százalékkal emelkedtek, míg az amerikai indexek a decemberi Fed döntést követően estek, így összességében csak kisebb mértékben emelkedtek. A feltörekvő országok tőzsdéi átlagosan 10 százalékkal emelkedtek. A dollár a fejlett és a feltörekvő devizákkal, köztük a szűk régió devizáival szemben is gyengült, így a japán jenhez és az euróhoz képest rendre 5 és 8 százalékkal értékelődött le, míg az angol fonttal szemben 9 százalékkal gyengült. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok jellemzően csökkentek, így az amerikai tízéves állampapír hozama 3,49 százalékra csökkent.

**A Fed és az EKB is folytatta a kamatemeléseket, ugyanakkor erősödtek fejlett piaci kamatok emelésével kapcsolatos piaci várakozások.** A piaci árazások alapján a Fed és az EKB esetében is a kamatemelési ciklus lezárására számítanak a jövő évben, ugyanakkor a jövő évre árazott kamatszint emelkedett az időszak során. A Fed esetében, a jövő év közepére árazott kamatszint az időszak során 4,45 százalékról 4,89 százalékra, míg a jövő évre árazott kamatszint 4,25 százalékról 4,43 százalékra emelkedett. Az EKB esetében a jövő év közepére várt kamatszint 2,85 százalékról 3,13 százalékra emelkedett.

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

A magyar gazdaság növekedése lassult 2022 harmadik negyedében, a bruttó hazai termék 4,1 százalékkal emelkedett éves bázison, azonban az előző negyedévhez képest 0,4 százalékkal csökkent a kibocsátás. A hazai gazdaság teljesítménye 5,9 százalékkal haladta meg a járvány előtti szintjét. A vállalati szektor beruházásai növekedtek, míg a költségvetési szervek beruházásai csökkentek a harmadik negyedévben. A külkereskedelmi termékforgalom egyenlege változatlanul hiányt mutatott a harmadik negyedévben. A cserearány az ásványi fűtőanyagok áremelkedése következtében jelentősen romlott éves bázison.

3-7. ábra: A GDP éves változása 2022 harmadik negyedében az Európai Unió országaiban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok

Forrás: Eurostat

**A sikeres újraindulást követően lassult a magyar gazdaság növekedése.** 2022 harmadik negyedében a bruttó hazai termék a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján 4,1 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, azonban negyedéves alapon csökkenést mutat. Az eurozóna 2,3 százalékkal, az EU-27 országának gazdasága pedig 2,5 százalékkal bővült éves bázison (3-7. ábra). Az Európai Unióhoz viszonyított növekedési többletünk 1,6 százalékpont volt 2022 harmadik negyedében.

**Felhasználási oldalról a tételek többsége pozitívan járult hozzá a GDP éves alapú növekedéséhez.**

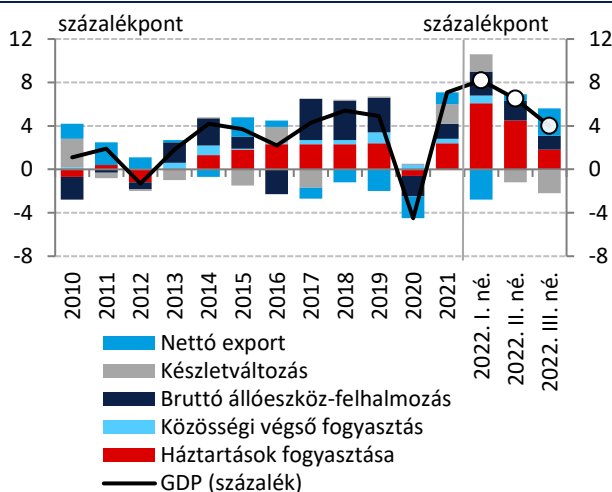
**A háztartások fogyasztási kiadása 4,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva.** A legnagyobb mértékben a feltartós termékek fogyasztása (+7,0 százalék) emelkedett. A közösségi végső fogyasztás 2,0 százalékkal emelkedett éves alapon. A kormányzattól kapott természetbeni társadalmi juttatások 5,0 százalékkal, a nonprofit szektortól kapott természetbeni juttatások 3,8 százalékkal növekedtek, míg a közösségi fogyasztás 0,5 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest.

**A bruttó állóeszköz-felhalmozás hozzáadott értéke 4,1 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest, ugyanakkor a készletváltozás növekedési hozzájárulása a második negyedévhez hasonlóan negatívan alakult.** Az építési beruházások volumene nagyobb mértékben növekedett, mint az gép- és berendezésberuházásoké. A beruházási ráta 28,5 százalékon alakult (3 8. ábra).

**Az export volumene (+14,1 százalék) nagyobb mértékben emelkedett, mint az importé (+10,6 százalék).** Az áruexport 13,7 százalékkal, míg a szolgáltatások exportja 16,4 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A nettó export 2,5 százalékponttal támogatta a harmadik negyedévi GDP-növekedést.

**A mezőgazdaság kivételével az összes fő nemzetgazdasági ág teljesítménye bővült az előző év azonos időszakához képest** (3-9. ábra). Az ipar teljesítménye 9,6 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához mérten. A feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb mértékben a járműgyártás és a villamos berendezés gyártása járult hozzá az ipar éves bővüléséhez. Az építőipar hozzáadott értéke 1,8 százalékkal

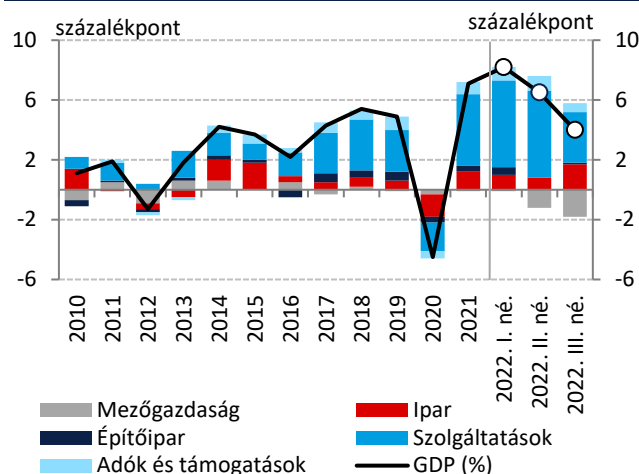
3-8. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



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

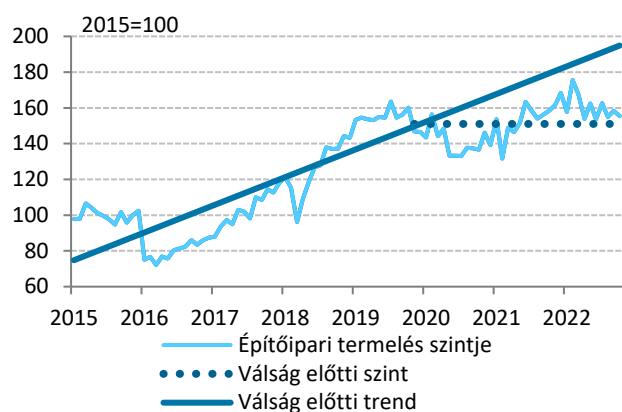
Forrás: KSH

3-9. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása



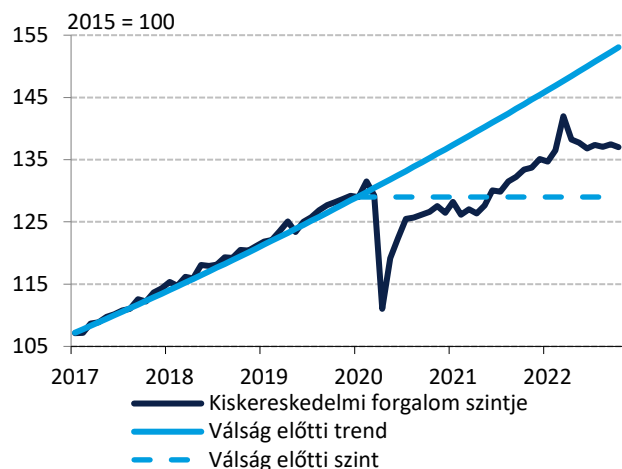
Forrás: KSH

3-10. ábra: Az építőipari termelés és a válság előtti trend alakulása



Forrás: KSH, MNB

3-11. 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

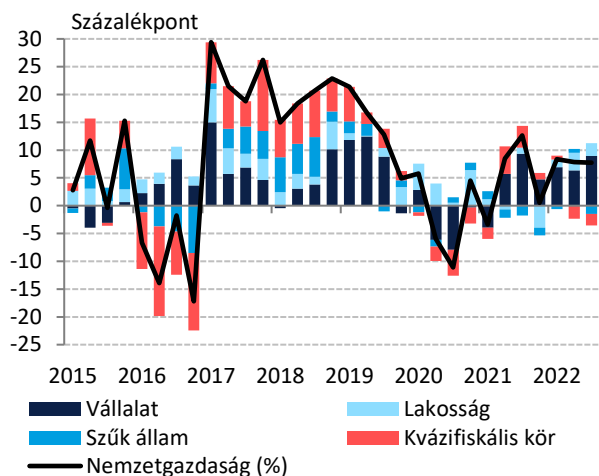
növekedett. A mezőgazdaság teljesítménye a súlyos aszálykár következtében 39,3 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A szolgáltatások hozzáadott értéke együttesen 5,6 százalékkal emelkedett. A legerőteljesebb növekedés a szállítás, raktározás (11,5 százalék), valamint a szakmai, tudományos, műszaki és adminisztratív tevékenység (10,6 százalék) nemzetgazdasági ágban történt. Az államhoz köthető szolgáltatások (közigazgatás, védelem, kötelező társadalombiztosítás; oktatás; humán-egészségügyi, szociális ellátás) teljesítménye éves alapon összességében 2,6 százalékkal növekedett. Az egészségügyben 6,9 százalékos éves bővülést regisztráltak. A közigazgatás, védelem; kötelező társadalombiztosítás volumene 0,2 százalékkal csökkent, míg az oktatásé 2,8 százalékkal emelkedett.

**2022 harmadik negyedében folytatódott a kiskereskedelmi értékesítések növekedési ütemének lassulása** (3-10. ábra). 2022. októberében a kiskereskedelmi üzletek forgalmának volumene a naptárhatástól megtisztított adatok alapján 0,6 százalékkal bővült éves összevetésben. Az üzemanyag-kereskedelem nélkül számítva azonban 3,5 százalékkal csökkent a forgalom éves alapon, az üzemanyag-töltő állomások forgalma nélkül július óta folyamatos a csökkenés a kiskereskedelemben. A szolgáltatások kilábalása lelassult. A NAV pénztárgép adatai alapján a kiskereskedelmi dinamika tovább mérséklődött, az eddig beérkezett novemberi adatok alapján éves összevetésben stagnálást mutat.

**2022 harmadik negyedében a nemzetgazdasági beruházások volumene 7,7 százalékkal növekedett a beruházási szakstatisztika alapján az előző év azonos időszakához viszonyítva, (3-11. ábra) míg szezonálisan igazítva az előző negyedévhez képest 1,9 százalékos volt az emelkedés.** A gép- és berendezésberuházások 3,3 százalékkal, míg az építési beruházások 10,5 százalékkal bővültek éves összevetésben. A költségvetési szervek beruházásai 10,5 százalékkal csökkentek. A KSH tájékoztatása alapján a központi szervek beruházásai jelentősen csökkentek, a helyi önkormányzatok enyhén növelték a tárgyeszköz-beszerzéseiket a bázisidőszakihoz képest. A külpiacra termelő ágazatok beruházásaiban a harmadik negyedévben 23,0 százalékos, a belföldre termelő és szolgáltató szektorban 7,4 százalékos növekedést regisztráltak az előző év azonos időszakához képest. A legnagyobb súlyt képviselő feldolgozóipar beruházásai 30,6 százalékkal növekedtek. 2022 harmadik negyedében 4 484 új lakást adtak át, ami 57,5 százalékos növekedés éves összehasonlításban.

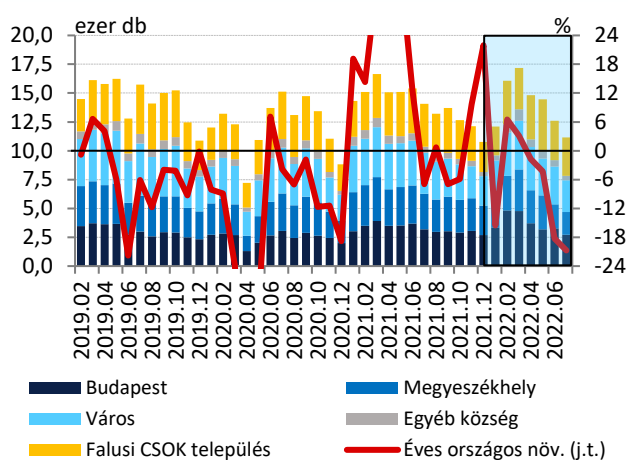
**A harmadik negyedévben a háztartási hitelpiacon csökkent az új szerződés-kötések száma, a hitelállomány bővülése pedig lassult a korábbi időszakokhoz képest.** 2022 harmadik

3-12. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



Forrás: KSH

3-13. 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 közvetítői adatbázis.

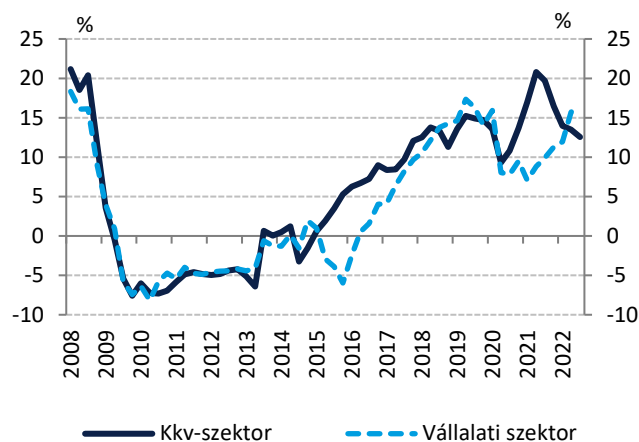
negyedévében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállományának éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 3,3 százalékponttal lassulva 6,3 százalékot ért el szeptember végén.<sup>1</sup> A hitelintézetek által 2022. harmadik negyedévben szerződött lakáshitelek volumene az előző év azonos időszakától 30 százalékkal maradt el, míg a személyi hitelek kibocsátása 4 százalékkal volt alacsonyabb. A harmadik negyedévben 101 milliárd forint értékben kötöttek a fiatal házaspárok babaváró hitelszerződéseket, mely érték 27 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakától. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a fogyasztási és a lakáshitelek esetében csökkenő keresletről számolt be a bankok nettó értelemben vett 29, illetve 92 százaléka a negyedév során, és előretekintve (2022. negyedik és 2023. első negyed-évében) mindkét alpiacon a kereslet további csökkenésére és a hitelsztenderdek szigorítására számít a bankok jelentős többsége.

**Az építőipari kibocsátás 2022 harmadik negyedévében 1,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest.** Az épületek építése 3,4 százalékkal növekedett, míg az egyéb építmények építése 1,1 százalékkal csökkent éves bázison. Július és szeptember között a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján az építőipar kibocsátásának volumene továbbra is a válság előtti termelési szint felett alakult (3-12. ábra), azonban az építőipari termelés 2022 harmadik negyedévében továbbra is jelentősen elmarad a válság előtti trendtől.

**2022 harmadik negyedévében minden településtípuson jelentősen csökkent a lakáspiaci tranzakciók száma.** 2022 harmadik negyedévében becslésünk szerint a falusi CSOK-ra jogosult településeken 16,5 százalékkal, Buda-pesten 16,9 százalékkal, a megyeszékhelyeken 30,0 százalékkal, a többi városban 25,9 százalékkal, az egyéb köz-ségekben pedig 36,9 százalékkal csökkent a tranzakciók száma éves összevetésben. Országos szinten a harmadik negyedévben így összesen 32,3 ezret tehetett ki a lakáspiaci adásvételszám, ami 22,6 százalékos elmaradást jelent az előző év azonos időszaki 41,7 ezres tranzakciószámától. Az adásvételek harmadik negyedévi száma utoljára 2013-ban, a lakáspiaci ciklusforduló idején volt ilyen alacsony. 2022. októberben folytatódott a csökkenés, így 32 százalékkal kevesebb adásvétel történt országosan az előző év októberéhez képest. Az MNB lakásárindex alapján 2022 második negyedévében országosan 7,6 százalékkal, ezen belül a fővárosban 7,1 százalékkal, a vidéki vá-rosookban 8,9 százalékkal, a

<sup>1</sup> Az éves növekedési ütem a Sberbank augusztusban visszakérülő hitelállománya miatti statisztikai hatástól szűrt. A becsült növekedési ütem előállításához 2022. március és 2022. augusztus között a Sberbankhoz befolyó törlesztésekkel is számoltunk.

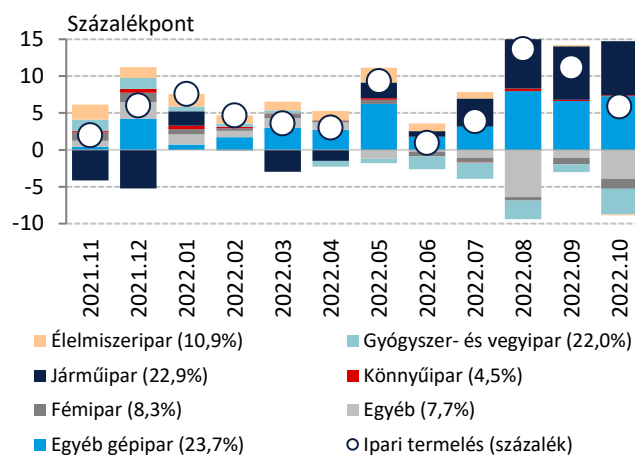
3-14. ábra: A teljes vállalati és a kvv-szektor hitelállományának éves változása



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

Forrás: MNB

3-15. 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

községekben 5,5 százalékkal drágultak a lakások nominális értelemben. Előzetes adatok alapján 2022 harmadik negyedévében a lakáspiaci aktivitás érdemi visszaesésével összhangban jelentősen lassult a lakások növekedési üteme, így országosan 1,0 százalékkal, Budapesten 2,8 százalékkal nőttek az ingatlanárak egy negyedév alatt.

**A vállalati hitelállomány 16 százalékot meghaladó mértékben növekedett a harmadik negyedévben, ez azonban reál értelemben gyakorlatilag stagnálást jelent.** A vállalati hitelállomány a teljes pénzügyi közvetítőrendszer tekintve az előző negyedévhez képest 0,7 százalékponttal gyorsulva 16,5 százalékkal növekedett 2022 harmadik negyedévében (3-14. ábra). A bankok által lejegyzett vállalati kötvényeket is figyelembe véve a hitelintézetek nem pénzügyi vállalati szektor felé fennálló hitel- és kötvényállománya mintegy 20 százalékkal növekedett a 2022. szeptembert megelőző egy évben. A vállalati hitelezésen belül a kvv hitelállomány éves növekedési üteme 13 százalék volt a harmadik negyedév végén.<sup>2</sup> Az újonnan szerződött vállalati hitelek 84 százaléka piaci<sup>3</sup> alapon kötött szerződés volt a harmadik negyedévben, mely arány jelentősen magasabb, mint az előző negyedévi 60 százalék. A hitelezési felmérés válaszai alapján a harmadik negyedévben a hitelsztenderdeken a bankok nettó értelemben vett 29 százaléka szigorított, míg előretekintve nettó értelemben vett 71 százaléka további szigorítást valószínűsít. A hitelkereslet tekintetében a bankok nettó értelemben vett 26 százaléka tapasztalt élénkülést 2022 harmadik negyedévében a rövid lejáratú hitelek iránt, míg a bankok négytizede keresletcsökkenést tapasztalt a hosszú lejáratú hitelek esetében, és előretekintve ezen szétartó tendencia felerősödése várható.

**A hazai ipari termelés az előző év azonos időszakához képest 9,6 százalékkal emelkedett a harmadik negyedévben** (3-15. ábra). Az ipari alágazatokon belül az akkumulátorgyártás dinamikus felfutása folytatódott. Az alacsony bázisnak köszönhetően jelentős mértékben bővült a járműgyártás, ugyanakkor a gyógyszer- és vegyipar, illetve a fémipar teljesítménye visszaesett. A külkereskedelmi termékforgalom egyenlege változatlanul hiányt mutatott az év harmadik negyedévében. A cserearány jelentősen, 8,3 százalékkal romlott éves bázison szeptemberben, amihez elsősorban az ásványi fűtőanyagok áremelkedése járult hozzá, amelynek hatása 11,1 százalékponttal rontotta a cserearányt.

<sup>2</sup> Az éves növekedési ütemek a Sberbank augusztusban visszakerülő hitelállománya miatti statisztikai hatástól szűrtek, lásd előző lábjegyzet.

<sup>3</sup> A piaci hitelek részarányának számítása során a nem „Normál piaci” kategóriába sorolt nem folyószámla jellegű hitelek arányát vizsgáljuk az MFB és EXIM nélkül vett hitelintézeti szerződéskötéseken belül.

**3-1. keretes írás: A várakozások felett alakult a gazdasági növekedés a harmadik negyedévben**

**2022 harmadik negyedévében a gazdasági növekedés Európa-szerte meghaladta az elemzői várakozásokat (3-1. táblázat).** A legnagyobb gazdaságokban az előző negyedévhez viszonyítva is emelkedett a GDP. A legfrissebb adatok alapján az eurozóna gazdasága negyedéves alapon 0,3 százalékkal bővült, így az idei évben a valutaövezet nem süllyed recesszióba.

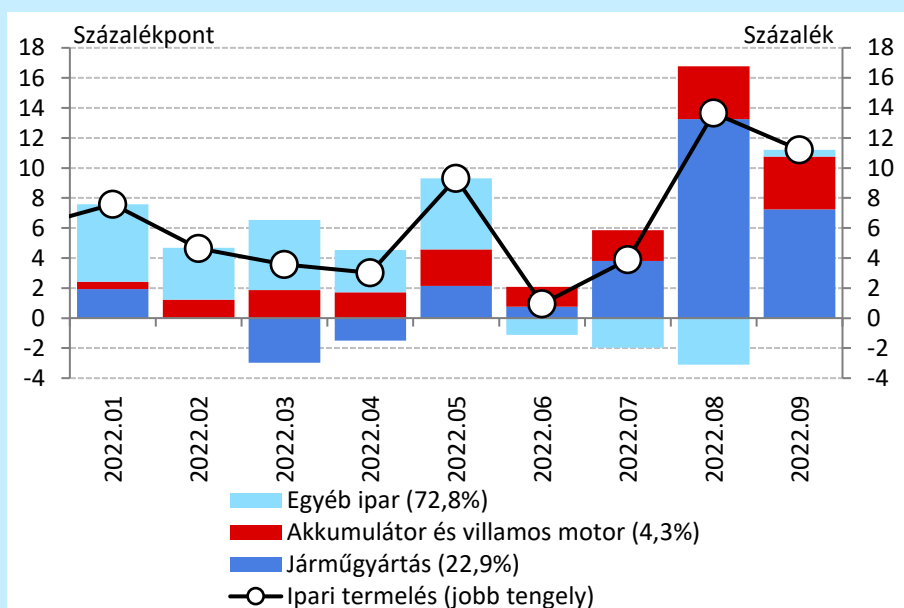
**3-1. táblázat: A 2022. III. negyedéves GDP-re vonatkozó várakozások és tényadatok**

GDP éves változása (százalék)	Várakozás	Tény
<b>EU</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>
<b>Eurozóna</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>
Ausztria	1,0	1,7
Belgium	1,2	1,9
Csehország	1,2	1,7
Franciaország	1,0	1,0
Lengyelország	3,0	4,4
Németország	0,7	1,2
Olaszország	2,0	2,4
Portugália	4,4	4,8
Spanyolország	3,9	4,2

Forrás: Bloomberg, Eurostat

**A hazai gazdasági teljesítmény szintén kedvezőbben alakult a harmadik negyedévben.** A 4,0 százalékos éves alapon mért növekedést elsősorban az ipar és a piaci szolgáltatások bővülése támogatta. Az ipari termelés augusztusban és szeptemberben is kétszámjegyű emelkedést mutatott. A kedvező ipari teljesítményhez legnagyobb mértékben a jármű- és akkumulátorgyártás járult hozzá (3-16. ábra). Az akkumulátorgyártás felfutása elsősorban a hazánkban jelenlévő ázsiai vállalatoknak (Samsung SDI, SK Innovation) köszönhető. Magyarország a jövőben is meghatározó szerepet tölthet be a járműipar és az akkumulátorgyártás terén. Pozícióikat a jelenleg is futó fejlesztések mellett új beruházások is erősítik. A kínai CATL, a világ legnagyobb akkumulátorgyártója a nyáron jelentette be, hogy mintegy 3000 milliárd forintból épít 100 GWh óra kapacitású gyárat Debrecenben, ami hazánk történetének legnagyobb zöldmezős beruházása. Ezenfelül a BMW szintén debreceni beruházása is bővül, ami így meghaladja a 800 milliárd forintot. A GDP éves növekedése kedvezően alakult, azonban negyedéves alapon csökkent a gazdaság teljesítménye. A most folyó beruházások termőre és exportra fordulása fontos szerepet játszik a gazdasági növekedés támogatásában.

3-16. ábra: Az ipari termelés dekompozíciója

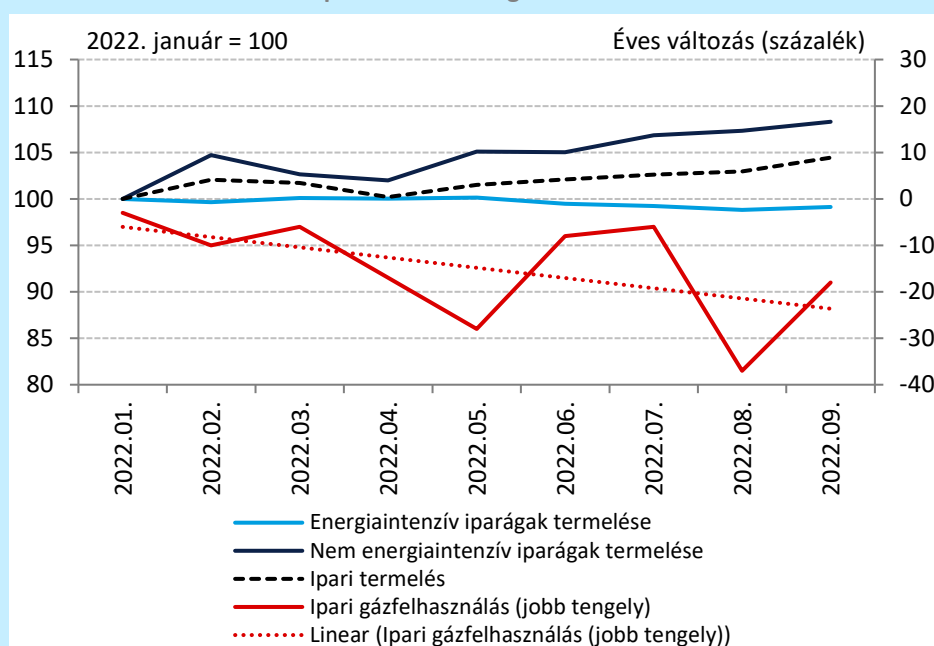


Megjegyzés: Zárójelben az ágazatok súlya szerepel 2021-es adatok alapján.

Forrás: KSH

**Az ipari termelés bővülése a gázfelhasználás csökkenése, tehát az energiahatékonyság javulása mellett ment végbe (3-17. ábra).** Az energiafelhasználási adatok alapján az iparban négy energaintenzív ágazat (vegyipar, élelmiszeripar, nemfém ásványi termék gyártása és gépgyártás) azonosítható, amelyek az elmúlt években az ipari energiafelhasználás mintegy 70 százalékát adták. A magas árak miatt az ipari gázfelhasználás már januártól csökkent az előző év azonos időszakához képest. Ugyanakkor, a fogyasztás visszaesése nem járt együtt az energaintenzív ágazatok termelésének érdemi csökkenésével. A kibocsátás enyhe mérséklődését figyelhettük meg, míg a nem energaintenzív iparágakban jelentős mértékben emelkedett a termelés volumene. Az ipari kibocsátás közel 70 százaléka a nem energaintenzív ágazatokban realizálódik, így a teljes ipari termelés szintén bővült az elmúlt hónapokban.

3-17. ábra: Az ipari termelés és gázfelhasználás alakulása



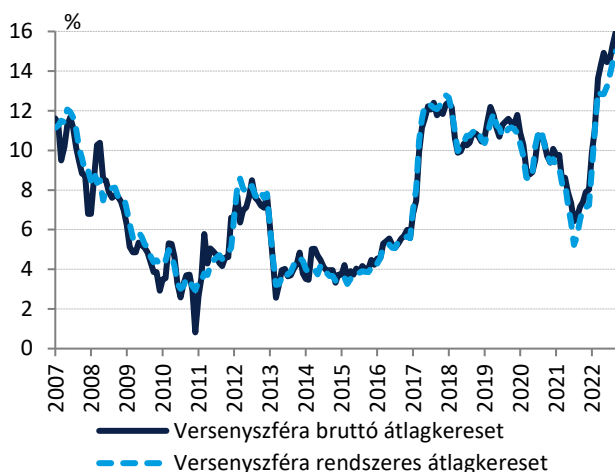
Forrás: KSH, MEKH



### 3.3. Munkaerőpiac

A nemzetgazdaságban a foglalkoztatottak száma továbbra is a piacgazdasági időszakban mért legmagasabb értékek körül alakul. Az előző év azonos időszakához képest tovább bővülő foglalkoztatást a versenyszféra létszám-bővítése magyarázta a harmadik negyedévben. A munkanélküliségi ráta nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony, emellett a kiírt üres álláshelyek száma a válság előtti tartományban van, így a munkapiac feszessége nem csökkent érdemben. Ennek a feszességnek, valamint a nagymértékű minimálbér-emelésnek és egyszeri juttatásoknak köszönhetően 2022 szeptemberében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 16,8 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.

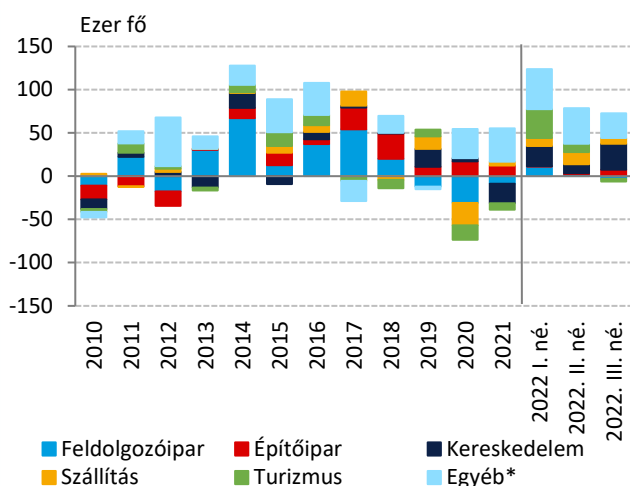
3-18. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3-19. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása



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

Forrás: KSH

#### 3.3.1. Bérek

**A bérezési folyamatok továbbra is erősek. 2022 szeptemberében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 16,8 százalékkal nőtt éves alapon (3-18. ábra).** A rendszeres átlagkereset 16,7 százalékkal emelkedett az előző év szeptemberéhez képest, míg a prémiumkifizetések meghaladták a korábbi évek átlagát.

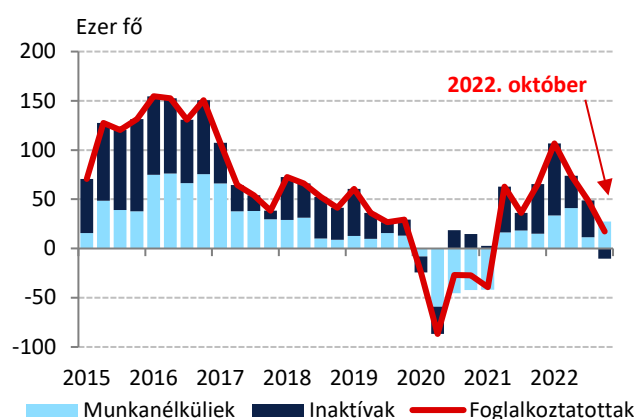
**A régiós országok körében a hazai bérdinamika volt a legmagasabb szeptemberben.** A részmunkaidőseket is figyelembe véve a bérnövekedés 17,8 százalék volt az év kilencedik hónapjában Magyarországon. Ezzel szemben Lengyelországban 14,5 százalékkal, Romániában 12,6 százalékkal, míg Szlovákiában 8,5 százalékkal nőttek a keresetek éves alapon.

#### 3.3.2. Foglalkoztatás és munkanélküliség

**A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is magas szinten alakul, 2022 októberében a 15-74 éves foglalkoztatottak átlagos létszáma 4 millió 705 ezer fő volt. A 2022. augusztus-októberi időszakban a foglalkoztatás 37 ezerrel fővel bővült az előző év azonos időszakához képest (3-19. ábra).** A szezonálisan igazított adatok alapján a foglalkoztatás szintje az előző havi értékhez képest enyhén emelkedett. Ezzel párhuzamosan a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta a harmadik negyedévben 3,7, októberben 3,5 százalékon alakult. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsonynak tekinthető a hazai munkanélküliségi ráta.

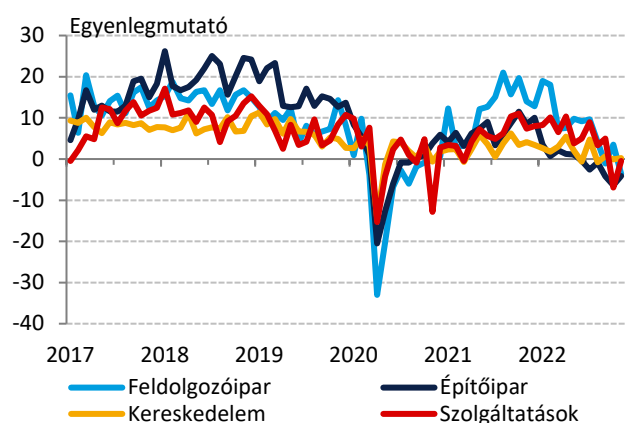
**A foglalkoztatás bővüléséhez legnagyobb mértékben a versenyszféra járult hozzá.** A harmadik negyedévben a létszám bővülését leginkább az elsődleges munkaerőpiac támogatta, a közfoglalkoztatottak száma 16 ezer fővel mérséklődött, míg a külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma 10 ezer fővel emelkedett éves alapon. A versenyszféra foglalkoztatása az előző év azonos időszakához képest 66 ezer fővel bővült. A ledolgozott munkaórák enyhén nőttek, a teljes munkaidő egyenértékes (TME) létszám így 3,5 százalékkal volt magasabb az előző év azonos időszakához képest. A negyedéves frekvencián rendelkezésre álló részletes ágazati adatok alapján elsősorban a piaci szolgáltató szektorokban (pl.

3-20. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása



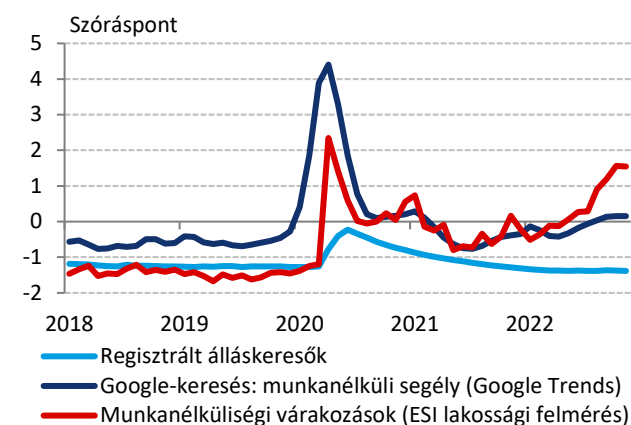
Megjegyzés: 2022. IV. negyedéve helyett októberi adatok állnak rendelkezésre. A munkanélküliek és az inaktívák számának változása ellentétes előjellel szerepel. Forrás: KSH

3-21. 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

3-22. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók



Megjegyzés: Standardizált értékek Forrás: NFSZ, ESI, Google

kereskedelem, ingatlanügyletek, pénzügyi tevékenység, szakmai, tudományos, műszaki tevékenység, szállítás) nőtt érdemben a létszám, az oktatás és az egészségügy területén csökkent a foglalkoztatottak száma éves alapon. Az építőiparban kis mértékben nőtt, a feldolgozóiparban nem változott számottevően a foglalkoztatás (3-20. ábra).

**Az ESI – konjunktúrahangulatot monitorozó – vállalati felmérése alapján novemberben a vállalatok foglalkoztatására vonatkozó várakozásai vegyes képet mutattak.** Az építőiparban, a feldolgozóiparban és kisebb mértékben az egyéb szolgáltató ágazatokban létszámcsökkentést tervez a vállalatok többsége a következő három hónapra, míg a kereskedelemben novemberre kissé bizakodóbbra fordult a hangulat (3-21. ábra).

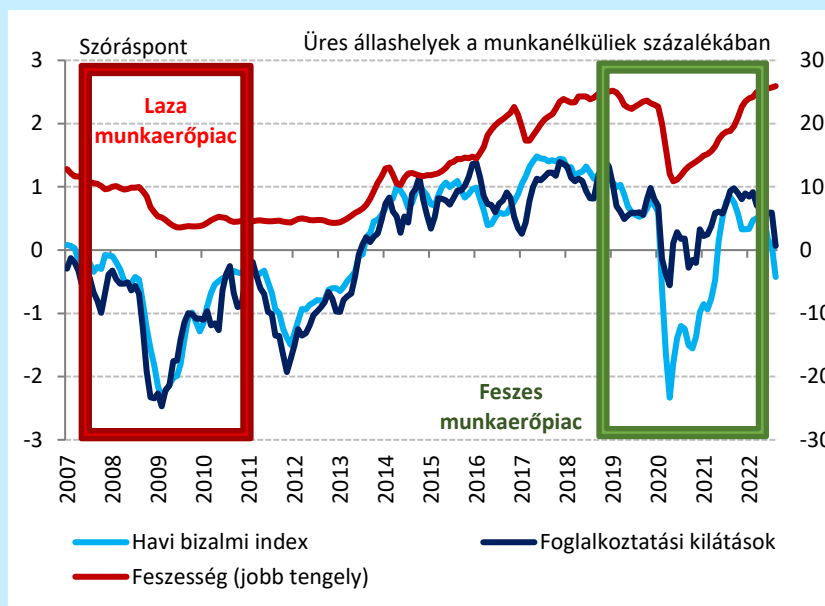
**A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók vegyes képet mutatnak (3-22. ábra).** A regisztrált munkanélküliek száma novemberben 234 ezer fő volt, ami nem mutat érdemi változást a tavasz óta megfigyelt értékekhez képest, és továbbra is alacsony európai összehasonlításban. A munkanélküli segélyre vonatkozó Google Trends indikátor április óta romló tendenciát mutat, és magasabb a Covid-válság előtti értékeknél. Az ESI lakossági felmérése alapján a lakosság munkanélküliségtől való félelme az utóbbi hónapokban jelentősen nőtt, és már megközelíti a járvány idején mért legmagasabb, 2020 áprilisi értéket.

### 3-2. keretes írás: Bérezési és munkaerőpiaci folyamatok

**A munkaerőpiac jellemzően több hónapos késéssel reagál a reálgazdasági eseményekre.** Az elmúlt időszakban a globális és európai recessziós kockázatok megemelkedtek, amelyek hatása a munkaerőpiacot is elérheti. A konjunktúrát övező kockázatok először jellemzően a foglalkoztatási várakozások (vállalati és lakossági) romlásában tükröződnek, és csak ezután reagál a munkakereslet, vagyis kezdik el csökkenteni a vállalatok a kiírt új álláshelyek számát. A vállalkozások a prémiumkifizetések csökkentésével is reagálhatnak a romló kilátásokhoz. Mindezeket követően indul csak meg az extenzív oldali alkalmazkodás, vagyis, elbocsátások következtében a munkanélküliség emelkedése.

**A hazai munkaerőpiac feszsége továbbra is historikusan magas, a foglalkoztatottak száma meghaladja a 4 millió 700 ezer főt, míg a munkanélküliségi ráta mindössze 3,7 százalék, ami erősíti az ellenállóképességet a válsággal szemben.** Laza munkaerőpiac esetén a konjunktúra és a foglalkoztatási kilátások romlása mellett a foglalkoztatás szintje is jelentősen csökken. Ezzel szemben feszes munkaerőpiac esetén a vállalatok minden eszközzel igyekeznek megtartani munkavállalóikat, az állásukat elvesztők pedig hamar új munkahelyet találnak. A munkapiac már a Covid-válság idejében ellenállónak bizonyult, a foglalkoztatás csökkenése mérsékelt volt. (3-23. ábra)

**3-23. ábra: A munkaerőpiaci feszség alakulása, ágazati várakozások (bizalmi index) és foglalkoztatási kilátások a szolgáltatóipari vállalatok körében (ESI felmérés)**

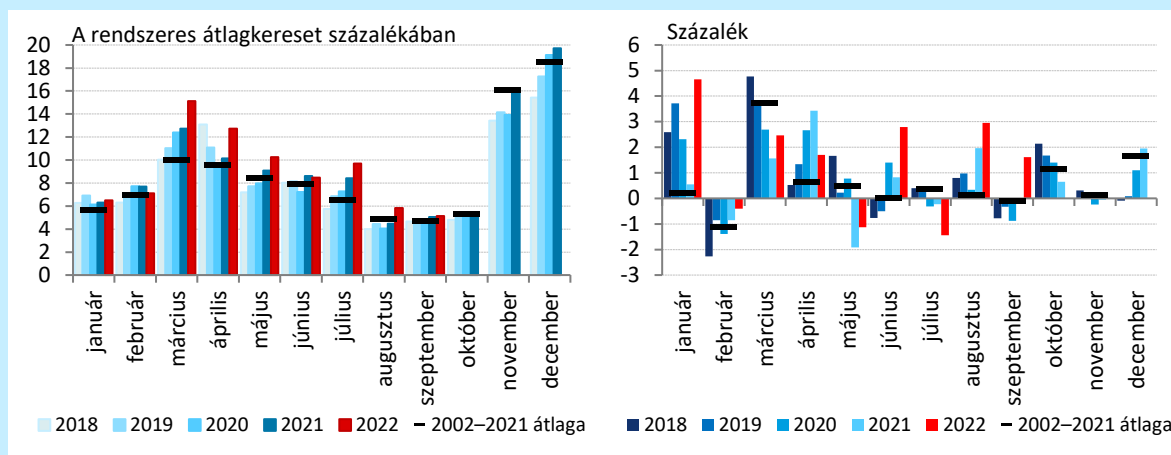


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok, három havi mozgóátlag.

Forrás: KSH, NFSZ, Európai Bizottság

**A megélhetési költségek növekedésére és a háztartások inflációs várakozásaira a munkáltatók egyszeri prémiumkifizetésekkel válaszolnak,** de az évközi béremeléseknek köszönhetően a prémiumok mellett a rendszeres keresetek növekedése is a historikus átlag felett alakul (3-24 ábra). A versenyszférában a prémiumkifizetések mértéke idén minden hónapban meghaladta a historikus átlagot, méghozzá átlagosan közel 2 százalékponttal. A prémium kifizetések magas aránya az év második felében jelentős mértékben magyarázható azzal, hogy a vállalatok egy része az emelkedő energiaárakra hivatkozva egyszeri rezsitámogatást fizetett munkavállalóinak. A prémiumok mellett a rendszeres átlagkeresetek havi dinamikája is kimagasló. 2022 első 9 hónapjában átlagosan 1,5 százalékkal emelkedtek a rendszeres átlagkeresetek, ami a historikus átlag háromszorosa.

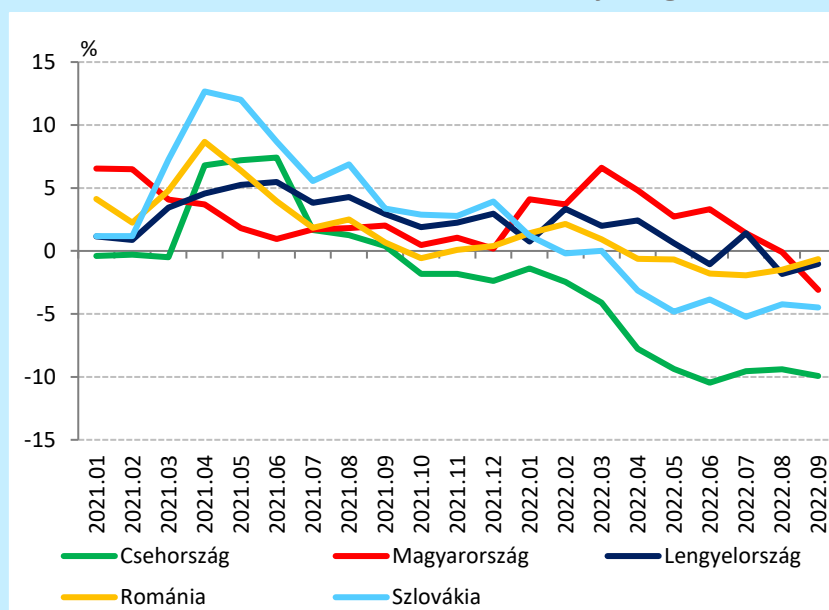
3-24. ábra: A prémium kifizetések (bal panel), és a rendszeres átlagkeresetek (jobb panel) alakulása



Forrás: KSH, MNB

Magyarország azon régiós országok közé tartozik, ahol csak kismértékben mérséklődtek a reálbérek az utóbbi hónapokban. Csehországban már év eleje óta csökkennek a reálbérek, és az elmúlt hónapokban a visszaesés meghaladta a 10 százalékot. Lengyelországban és Szlovákiában, ahol a leginkább hasonló a reálbérek alakulása hazaihoz, a reálbérek csökkenése jelenleg 1,0, illetve 4,5 százalék (3-25 ábra). A fogyasztói árak emelkedése várhatóan a következő hónapokban a régió valamennyi országában magasabban alakul, mint a bérek növekedési üteme, így a reálbér csökkenés folytatódik.

3-25. ábra: A bruttó reálkeresetek dinamikája a régióban

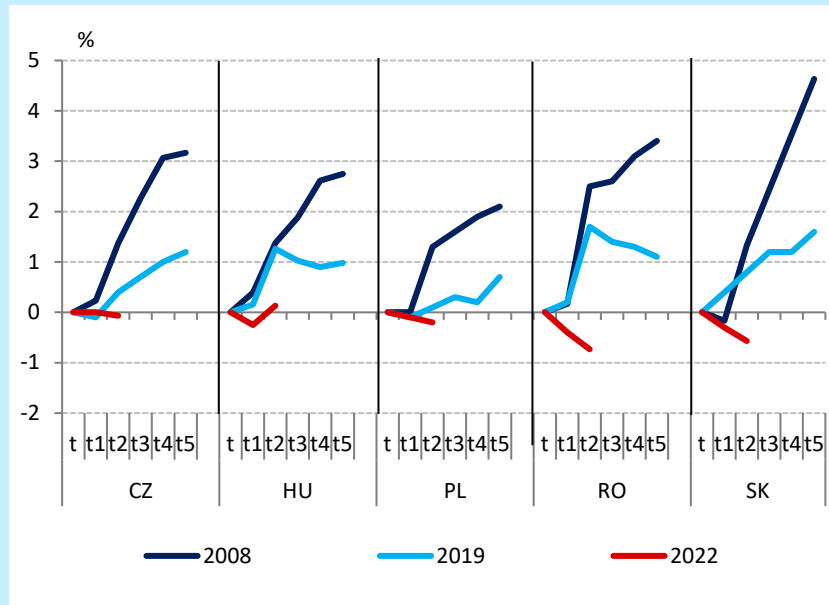


Megjegyzés: Szezonálisan igazított havi adatok, Csehország esetében negyedéves, Lengyelország esetén versenyszféra

Forrás: Nemzeti statisztikai hivatalok, KSH

A feszes munkaerőpiacnak köszönhetően a régió egyik országában sem emelkedett jelentősen a munkanélküliségi ráta a korábbi válságidőszakokhoz képest. A 2008-as pénzügyi válság során, laza munkaerőpiaci környezetben a régió összes országában jelentősen, átlagosan 3,2 százalékponttal emelkedett a munkanélküliségi ráta a válság kezdetét követő időszakban. Ezzel szemben a COVID-válság idején a feszes munkaerőpiacnak köszönhetően 2008-asnál jóval enyhébb, átlagosan 1,3 százalékpontos emelkedés volt megfigyelhető a régió országaiban (3-26. ábra). Az ideai gazdasági lassulás hatásai jelenleg nem érzékelhetők a környező országok munkanélküliségi adataiban, ami jelentős részben a COVID-válságot megelőző szinthez közeli munkaerőpiaci feszesség.

3-26. ábra: A munkanélküliségi ráta változása az elmúlt időszak válságaiban



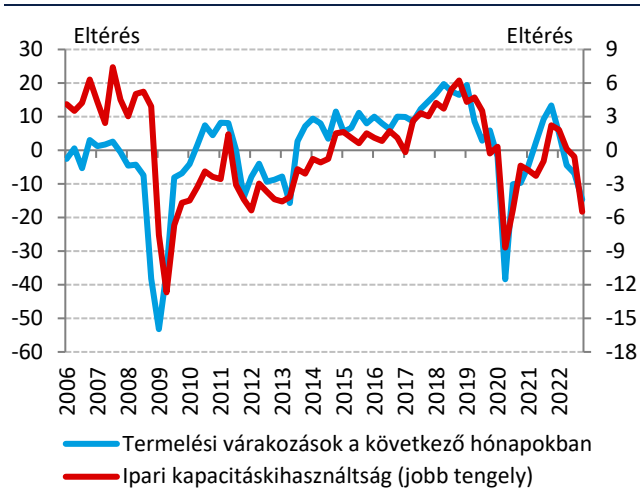
Megjegyzés: Szezonálisan igazított negyedéves adatok

Forrás: Eurostat, KSH

### 3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A hazai gazdaság teljesítménye éves bázison bővülést mutatott 2022 harmadik negyedévében, az előző negyedévhez képest azonban már enyhén csökkent. A gazdaság idei ciklikus pozícióját kettősség jellemez. A gazdaság ciklikus pozíciója javult az év első felében, amivel a kibocsátás meghaladta a potenciális szintjét. Az év első felében jelentkező élénk kereslet és az ellátási láncokban enyhülő sűrűlódások inflatorikus hatású ciklikus pozíciót eredményeztek. A harmadik negyedévi lassuló gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan azonban a gazdaság ciklikus pozíciója elkezdett záródni. Előretekintve mind a kereslet lassulása, mind a kínálati korlátok várt oldódása a reálgazdaság felől dezinflációs hatásokat eredményez. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága és termelési várakozása egyaránt csökkent az elmúlt hónapokban, és elmaradnak a historikus átlaguktól.

3-27. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI alapján MNB

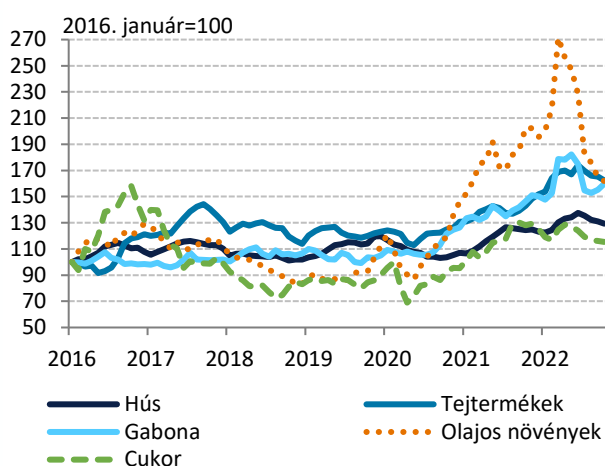
**Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója javult az év első felében, amivel a kibocsátás meghaladta a potenciális szintjét, azonban a harmadik negyedévi lassuló gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan a gazdaság ciklikus pozíciója elkezdett záródni.** 2022 első felében a gazdasági növekedéshez legnagyobb mértékben a fogyasztás járult hozzá, amelyhez az év eleji jelentős kormányzati transzferek is hozzájárultak. Az év első felében jelentkező élénk kereslet és az ellátási láncokban enyhülő sűrűlódások inflatorikus hatású ciklikus pozíciót eredményeztek. A harmadik negyedévi lassuló gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan azonban a gazdaság ciklikus pozíciója elkezdett záródni. Előretekintve mind a kereslet lassulása, mind a kínálati korlátok várt oldódása a reálgazdaság felől dezinflációs hatásokat eredményez.

**A kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága csökkent az elmúlt hónapokban, amivel a historikus átlag alá esett (3-27. ábra).** A következő hónapokra vonatkozó termelési várakozások szintén romlottak és tartósan a historikus átlag alatti szinten alakultak.

### 3.5. Költségek és infláció

A fogyasztói árak éves növekedési üteme novemberben 22,5 százalékon alakult. Az infláció elmúlt hónapokban megfigyelt számottevő növekedésének hátterében elsősorban az élelmiszerek és a lakossági energia árindexének emelkedése állt. A számos csatornán keresztül begyűrűző magas energiaárak, valamint a geopolitikai feszültségek továbbra is nyomást gyakorolnak a fogyasztói árakra, a költségek emelkedése a fogyasztói kosár széles körét érinti, historikusan magas, az elemzői várakozásokat is meghaladó inflációt eredményezve világszerte. Az adószűrt maginfláció novemberben 23,8 százalékra emelkedett. A maginfláció elmúlt időszaki növekedéséhez a maginflációs részletek közül leginkább a feldolgozott élelmiszerek áralakulása járult hozzá. A feldolgozott élelmiszerek inflációja 50 százalék fölé gyorsult, míg az iparcikkek inflációja 18 százalék fölé emelkedett. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink az elmúlt hónapokban növekedtek.

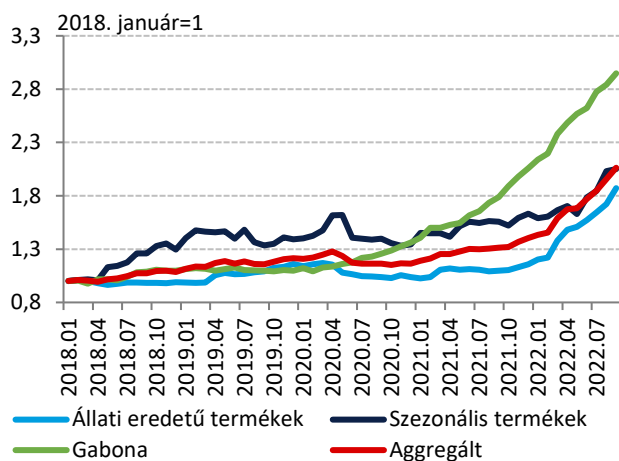
3-28. ábra: A világszertei élelmiszerárak alakulása



Megjegyzés: Reálértékben vett árindexek.

Forrás: FAO

3-29. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján

Forrás: KSH

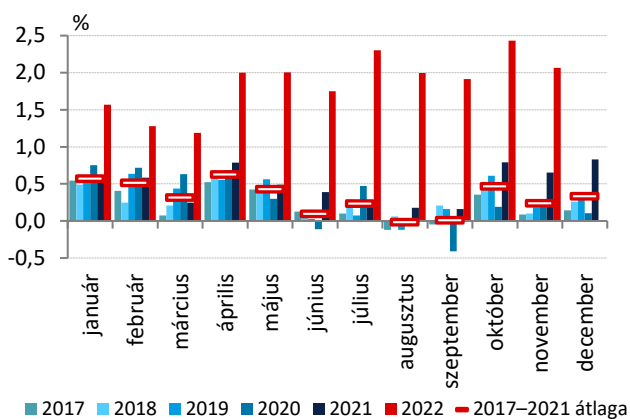
#### 3.5.1. Termelői árak

A világszertei élelmiszerárak alakulásában a korábban tapasztalt jelentős emelkedés megállt, és az utóbbi hónapokban az élelmiszeripari nyersanyagok árának csökkenését figyelhettük meg. Az őszi hónapokban a gabonafélék kivételével valamennyi tétel árindexe fokozatos mérséklődést mutatott. A gabonafélék esetében a búza ára elsősorban a fekete-tengeri gabonaszállítást övező fokozódó bizonytalanság következtében emelkedett, míg a kukorica esetében az árak növekedését a globális termésre vonatkozó romló kilátások okozták. Az olajos növények árának folytatódó korrekcióját a globális kínálat bővülése támogatta (3-28. ábra).

A hazai mezőgazdasági termelői árak az előző negyedévhez képest tovább emelkedtek, így 2022 harmadik negyedévében éves összehasonlításban közel 50 százalékos növekedést mutattak. A legnagyobb emelkedés továbbra is a gabonafélék áraiban figyelhető meg, melyek 2022 harmadik negyedévében az előző év azonos időszakához képest több, mint 65 százalékkal emelkedtek. Az állati eredetű termékek árai szintén jelentősen nőttek 2022 második negyedévéhez képest, melyek közül a legnagyobb emelkedést a sertéshús és a tej ára mutatta. A szezonális termékek éves összetételében 48 százalékkal, a burgonya 56 százalékkal drágult októberben. (3-29. ábra).

A fogyasztási cikkek esetében a hazai termelői árak a historikus átlagot többszörösen meghaladó mértékben emelkedtek, 2022 októberéig az előző év azonos időszakához képest 39 százalék közelébe nőtt az árdinamika. A teljes ipar belföldi értékesítési árai az elmúlt hónapokban éves összehasonlításban a historikus átlagot jelentősen meghaladva, 68 százalék közelébe emelkedtek, melyhez főként az energiatermelő ágazatok, illetve az alapanyagárak emelkedése járult hozzá. Az energiatermelő ágazatok 130 százalék körüli éves áremelkedése összhangban van az európai energiaárak emelkedésével,

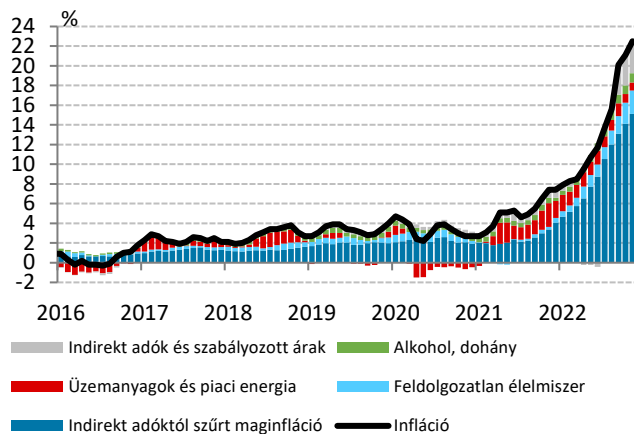
3-30. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül



Megjegyzés: Adószűrt, szezonálisan nem igazított havi változás

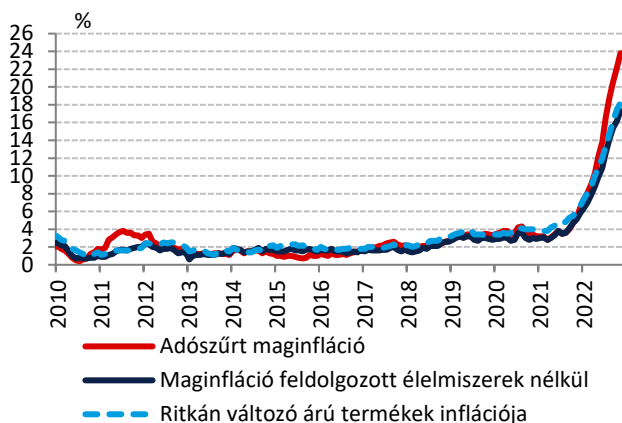
Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-31. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

3-32. 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 félreértelmezhető 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 novemberben 22,5 százalékon alakult (3-30. ábra). Novemberben az üzemanyagok és szabályozott árak nélkül számított kosár havi árváltozása 2,1 százalék volt. A piaci folyamatokat jobban tükröző, a feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginfláció havi értéke 1,6 százalék volt, ami megegyezik az októberi átárazással, ugyanakkor nem éri el a nyári hónapok átlagát. Az infláció elmúlt hónapokban megfigyelt számottevő növekedésének hátterében elsősorban az élelmiszerek, valamint a szabályozott árú termékek és szolgáltatások árindexének emelkedése állt (3-31. ábra). Utóbbi esetben szeptemberben a jelentős emelkedés döntő része a lakossági rezsiárak módosításához kapcsolódott (gáz és áram árak), melyek 2,8 százalékponttal járultak hozzá a fogyasztóiár-index gyorsulásához.

Az adószűrt maginfláció novemberben 23,8 százalékra emelkedett. A maginfláció elmúlt időszakai növekedéséhez a maginflációs résztelemek közül leginkább a feldolgozott élelmiszerek áralakulása járult hozzá. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink az elmúlt időszakban emelkedtek (3-32. ábra).

Az iparcikkek inflációja az elmúlt hónapokban meghaladta a 18 százalékot. Az iparcikkek éves áremelkedése számottevően magasabb a korábbi évek átlagánál. A termékkörön belül a tartós iparcikkek inflációja novemberben 14,4 százalékra emelkedett, a nem tartós iparcikkek inflációja pedig a 20,7 százalékon alakult (3-33. ábra és 3-34. ábra).

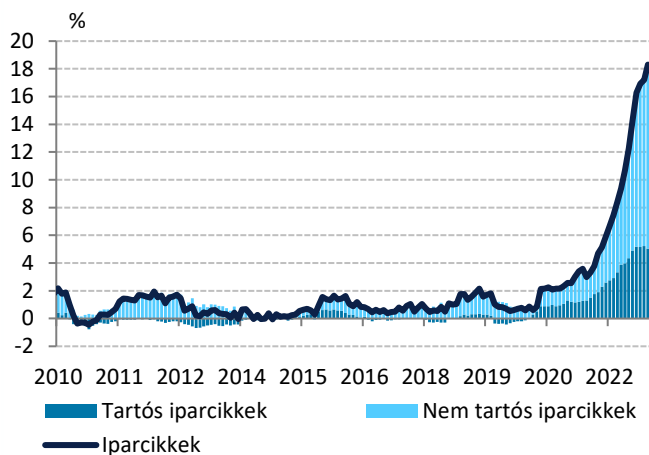
A piaci szolgáltatások inflációja őszele tovább gyorsult és 14 százalék fölé emelkedett. A szolgáltatások havi átárazásainak üteme továbbra is 1 százalék fölött alakul, és a szolgáltatások széles körét érinti. A korábbi időszakhoz hasonlóan az élelmiszerekhez kapcsolódó szolgáltatások (éttermi és étkezési szolgáltatások) árai tovább gyorsultak (3-35. ábra).

Az alkohol- és a dohánytermékek ára az elmúlt hónapokban kétszámjegyű növekedést mutatott, novemberben a termékkör inflációja 13,8 százalékon alakult. A termékkör éves árindexét a júliusi jövedékiadó-emelés alakította, melynek begyűrését októberig figyeltük meg. A termékkör jövedékiadó-emelésének hatása októberre érvényesült, a korábbi tapasztalatoknál azonban alacsonyabb begyűrést tapasztaltunk.

Az élelmiszerek inflációja novemberben 48,7 százalékra emelkedett, ami jelentősen meghaladja a termékkör



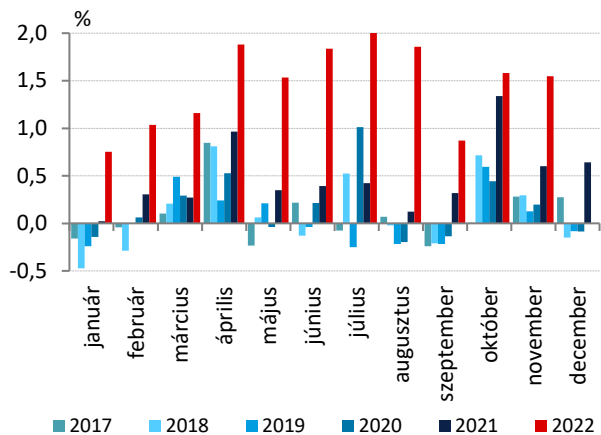
3-33. ábra: Az iparcikkek árváltozása



Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

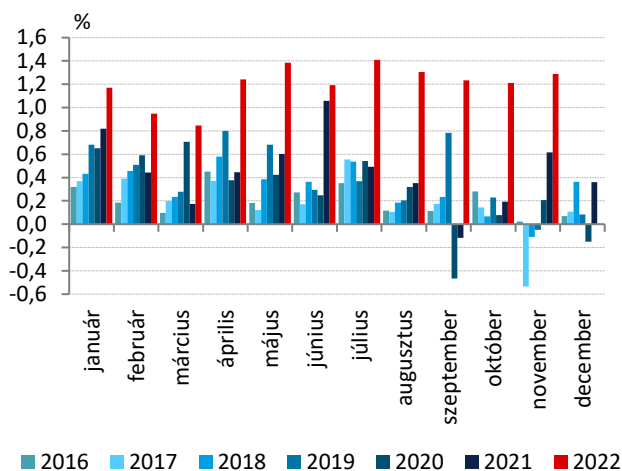
3-34. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, havi változás

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-35. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.

Forrás: KSH, MNB

**historikus átlagát.** A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja 42,2 százalékra, a feldolgozott élelmiszerek inflációja pedig 51,7 százalékra gyorsult. Az utóbbi hónapokban a feldolgozatlan élelmiszerek esetében az áremelkedés széles körben jellemző volt. A feldolgozott élelmiszerek körében az árak növekedése elsősorban a tej, a tejtermékek és a kenyér árváltozásához kapcsolódott. 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 újabb kormányzati intézkedés értelmében az árstopos élelmiszerek köre 2022. november 10-től kibővült a friss tojással és az étkezési burgonyával, melyek bruttó kiskereskedelmi ára a 2022. szeptember 30-i szinten került rögzítésre.

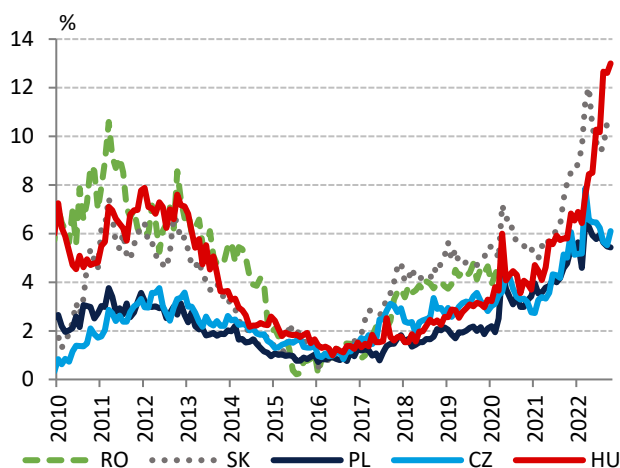
**Az üzemanyagok fogyasztói árait az elmúlt időszakban a kormányzati intézkedés alakította.** Az üzemanyagok inflációja a tavaly őszi jelentős áremelkedés bázisát követően októberre -1,4 százalékra mérséklődött. A 2021. november 15-től érvényben lévő árplafon a világpiaci kőolajár-emelkedés üzemanyagárakra gyakorolt inflációs hatását tompította, 480 forintban maximálva az árakat a hazai fogyasztók számára. Az üzemanyag árstop 2022. december 7-ei kivezetése 1,5 – 2,0 százalékponttal emelheti az inflációt decemberben.

**Az elmúlt hónapok adatait tekintve az infláció megfelelt a szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzési sávjának, azonban a sáv felső részén alakult.**

### 3.5.3. Inflációs várakozások

**Hazánkban a lakosság inflációs várakozásai emelkedtek, és a mutatót 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. A régióban hazánkban és Lengyelországban érdemben nem változtak, míg Szlovákiában enyhén csökkentek, Csehországban pedig enyhén emelkedtek a lakosság inflációs várakozásai szeptemberhez képest. (3 36. ábra).

3-36. ábra: Inflációs várakozások a régióban



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

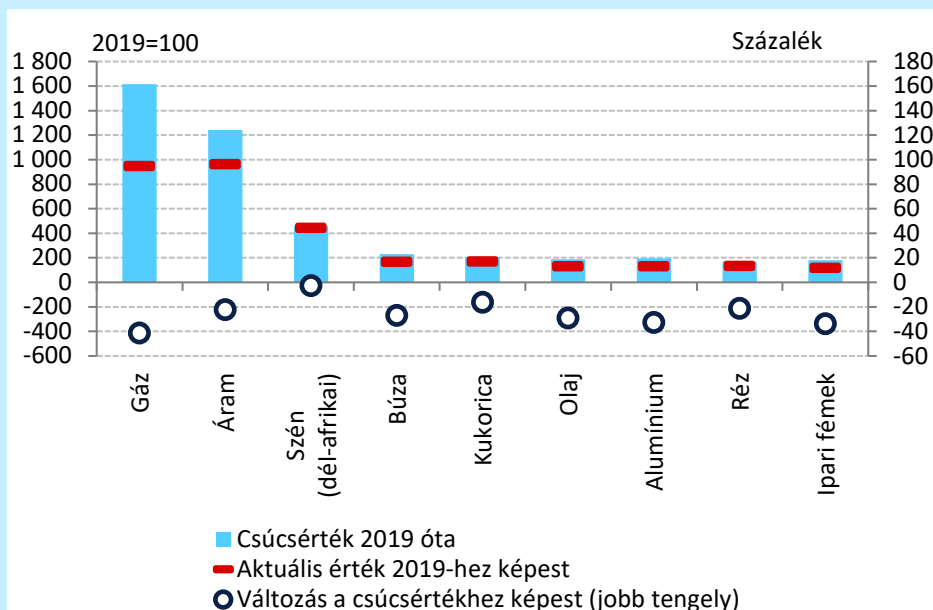
Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

### 3-3. keretes írás: A globális inflációs fordulat jelei

**Ötven éve nem látott inflációs hullám söpört végig a világon, globálisan az inflációs ráták évtizedek óta nem látott magasságokban alakulnak.** A globális gazdaságot sorozatos ársokkok érték a tavalyi év közepe óta. A koronavírus-járvány, az ellátási láncok szakadozása, az energia- és nyersanyagár-robbanás, valamint az orosz-ukrán háború kitörése világszerte a fogyasztói árak jelentős, sokszor kétszámjegyű növekedését okozta. A magas infláció globális jelenség, amit elsősorban a magas szintre emelkedő világgpiaci nyersanyag- és energiaárak, valamint élelmiszerárak magyaráznak. A költségsokkok a hazai fogyasztói árakba is begyűrűztek, melynek eredményeként a hazai áremelkedés jelentős részét külső tényezők magyarázzák.

**Több területen megjelentek a közelgő inflációs fordulatra utaló jelek.** Az erősödő globális recessziós kockázatok jellemzően az áru piacokon éreztetik legkorábban hatásukat. Hónapok óta széles körben csökkennek a világgpiaci energia- és nyersanyagárak. Az ipari fémek, az alumínium és a réz ára például már 20-30 százalékkal van a csúcspont alá. Az áram és gáz európai tőzsdei jegyzésai szintén jelentősen korrigáltak. November végére – az elmúlt hetek áremelkedésének ellenére – a gáz és az áram jegyzésére közel harmadára esett vissza az augusztusban megfigyelt historikus csúcsot jelentő árszinthez képest (3-37. ábra). Az árak további mérséklődéséhez az is hozzájárulhat, hogy az áram- és gázfogyasztási adatok alapján már látszanak jelei az európai háztartások és vállalatok magasabb energiaárakhoz történő alkalmazkodásához. A mérséklődő nyersanyagárak pedig gyorsíthatják a deflációt 2023-tól.

3-37. ábra: Főbb nyersanyag- és energiapiaci termékek árváltozása



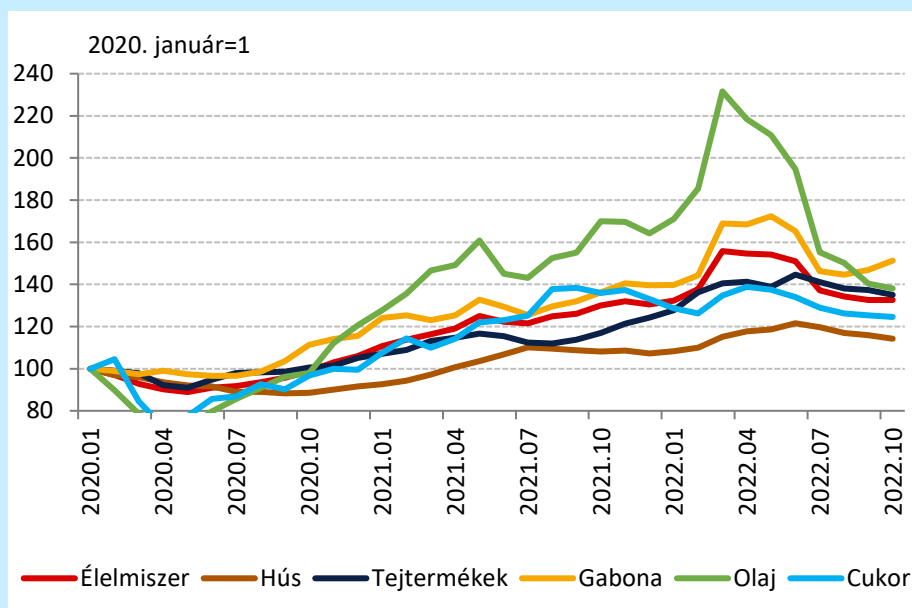
Megjegyzés: A gáz, az áram és az olaj esetében napi frekvenciájú adatokat vizsgáltunk, míg a többi nyersanyag esetében a havi adatok állnak rendelkezésre.

Forrás: Bloomberg és Világbank adatok alapján MNB-számítás

**Az EU 27 tagállama közül, az előzetes novemberi adatok alapján már 19 országban állt meg vagy mérséklődött az árdinamika.** Az Egyesült Államokban az infláció a 40 éves (9,1 százalékos) júniusi csúcst követően fokozatosan mérséklődik, novemberben éves összehasonlításban 7,1 százalékkal nőttek az árak. A nemzetközi tényadatok mellett az régiós inflációs várakozások is mérséklődtek az elmúlt időszakban. Globálisan szintén számos országban már az árdinamika mérséklődését figyelhetjük meg, 103 ország rendelkezésre álló adatai alapján 48 országban lassult vagy nem változott az infláció az előző hónaphoz képest 2022 októberében. Ez pedig a lakosság inflációs várakozásaira is hatással van. Az Európai Bizottság legfrissebb, lakossági inflációs várakozásokra vonatkozó novemberi felmérése alapján októberhez képest a visegrádi régió minden országban csökkent azon válaszadók részaránya, akik arra számítanak, hogy az infláció előretekinve a jelenleginél gyorsabb mértékben nő.

**Az élelmiszer-nyersanyagok árai is jelentősen mérséklődtek a tavaszi árcsúchhoz képest.** A koronavírus válság az ellátási láncok megszakadását és a globális kereslet-kínálat egyensúlyának felbomlását eredményezte, a válságot követő gyors kilábalás 2019 és 2022 tavasza között az élelmiszer-nyersanyagok közel 80 százalékos emelkedését okozta. A legnagyobb emelkedést a növényi olajok és a gabonafélék áraiban figyelhettük meg, melyek esetében az elmúlt hónapokban árkorrekciója ellenére, továbbra is több mint 50 százalékkal a koronavírus válságot előtti árakat figyelhetünk meg az ENSZ Élelmiszerügyi és Mezőgazdasági Szervezetének (FAO) adatai alapján. A búza és a kukorica árai 10 százalékot meghaladó mértékben csökkentek az idei év májusa óta (3-37 ábra). Az globális élelmiszerek árai novemberben már nyolcadik egymást követő hónapja csökkentek, mely legnagyobb mértékben a növényi olajokhoz kapcsolódott, de a cukor, a hús, illetve a tejtermékek árai is mérséklődést mutattak (3-38 ábra).

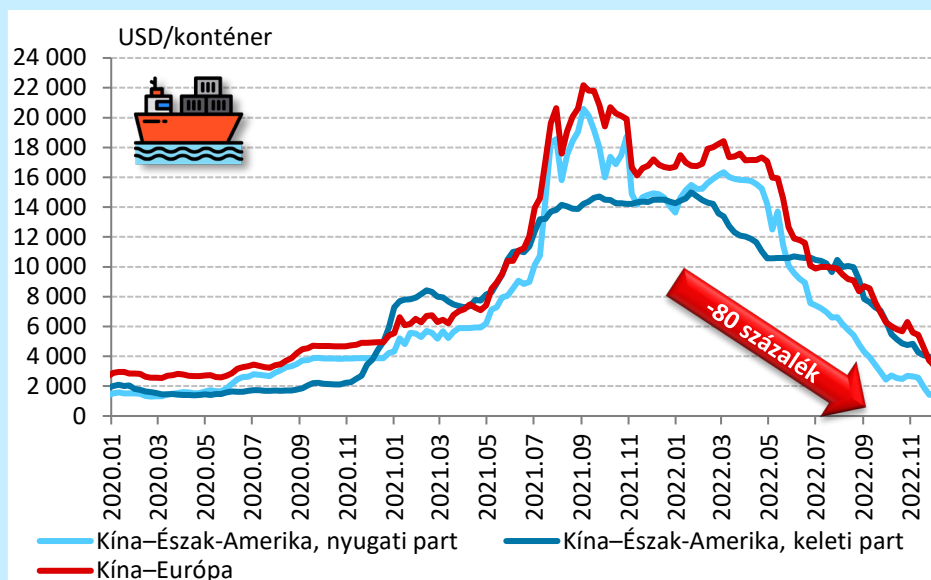
3-38. ábra: A FAO élelmiszerár-index éves változása



Forrás: FAO

**A globális értékláncokban lévő feszültségek oldódását figyelhettük meg az elmúlt félévben.** A 2021 végén látott historikus csúcstól jelentősen mérséklődtek az elmúlt hónapokban az ellátási láncok sűrűlódásai, mely megmutatkozik a globális szállítási költségek meredek csökkenésében is. Az idei év eleje óta a szállítványozási költségekben egyértelmű fordulat azonosítható. A Kínából Észak-Amerikába érkező szállítványok esetében a díjak alakulása már a Covid előtti szinteket közelíti, míg az európai útvonalakon 80 százalékkal csökkentek a szállítási költségek, ami a költségoldali inflációs hatások enyhülését vonhatja maga után (3-39. ábra). Emellett az ellátási láncok szakadozása és a szállítási nehézségek következtében megugró félvezető (chip) árak a 2021 közepén megfigyelt 20 USD/4GB közeli szintről a legfrissebb, októberi adatok alapján 13 dollár alá, vagyis a válság előtti szintre mérséklődtek.

3-39. ábra: A Freightos Baltic Index alakulása a Kínából érkező szállítványok esetében



Megjegyzés: A Freightos Baltic Index (FBX) összesített és anonimizált valós idejű üzleti adatokon alapul a globális teherfuvarozóktól és szállítványozóktól, amelyek a WebCargo by Freightos fuvardíj-kezelő platformot használják. Az FBX globális index a 12 mögöttes regionális útvonalindex súlyozott átlaga. Minden egyes kereskedelmi irányt az indexben az egyes régiók 5-7 fő kikötője képvisel.  
Forrás: Bloomberg

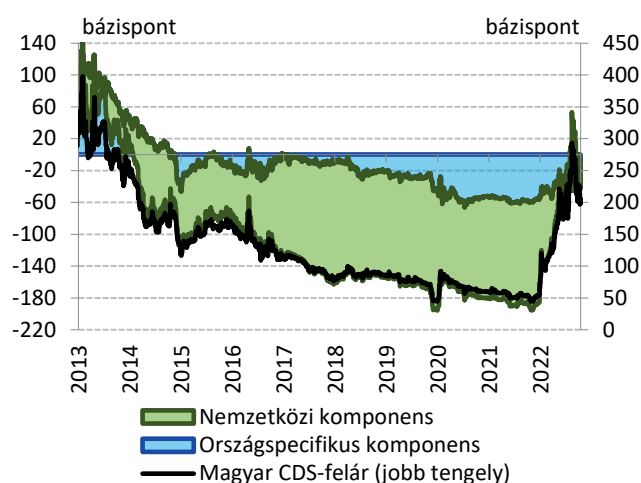
**Magyarországon az infláció a következő hónapokban a jelenlegi magas szintje körül alakulhat, azonban 2023-ban a hazai és a nemzetközi folyamatok is hazai infláció csökkenését vetítik előre.** Az infláció a következő hónapokban a jelenlegi magas szintje körül alakulhat a magas energiaárak begyűrzésének eredményeként. 2023-ban azonban inflációs fordulat várható, ugyanis a költségsokkok mérséklődtek, a globális kereslet lassul, a szigorú monetáris kondíciók pedig segítik a másodkörös inflációs hatások elkerülését.

## 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

### 4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A fejlett és feltörekvő pénz- és tőkepiaci hangulat az elmúlt negyedévben összességében javult. Október közepétől a lassuló amerikai fogyasztóiár-index és a vártnál kedvezőbb növekedési adatok, a mérséklődő energiaárakkal párhuzamosan kedvezően hatottak a pénz- és tőkepiaci hangulatra és folyamatokra. A dollár gyengülése, a nemzetközi tőzsdeindexek emelkedése és a fejlett piaci hozamok mérséklődése a hazai állampapír hozamokat is mérsékelte, ugyanakkor a hazai bankközi hozamok összességében emelkedtek. A forint ugyan nagy volatilitás mellett, de a régiós devizákkal párhuzamosan értékelődött fel az euróval szemben. Összességében a forint 2,6 százalékkal erősödött az euróhoz képest, míg a cseh korona ennél kisebb, 1,0 százalékkal és a lengyel zloty pedig nagyobb, 3,5 százalékkal értékelődött fel az elmúlt három hónap során.

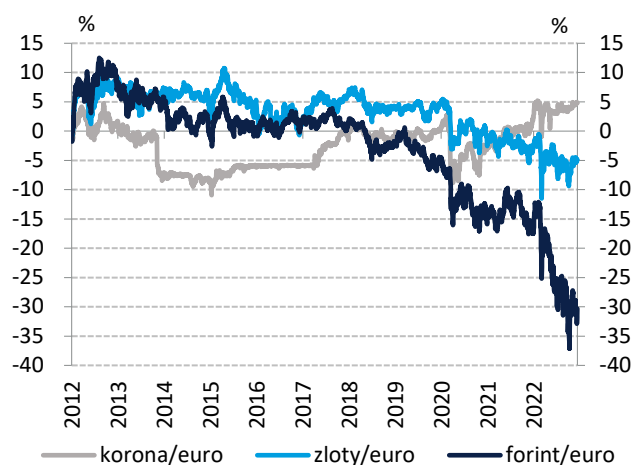
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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 kismértékben emelkedett, majd október közepétől csökkent, összességében az időszak folyamán pedig mérséklődött. (4-1. ábra). Az időszak elején országspecifikus, míg decemberre a nemzetközi tényezők csökkentették a CDS felárat, amely jelenleg 198 bázisponton áll.

#### 4.1.2. Devizapiaci folyamatok

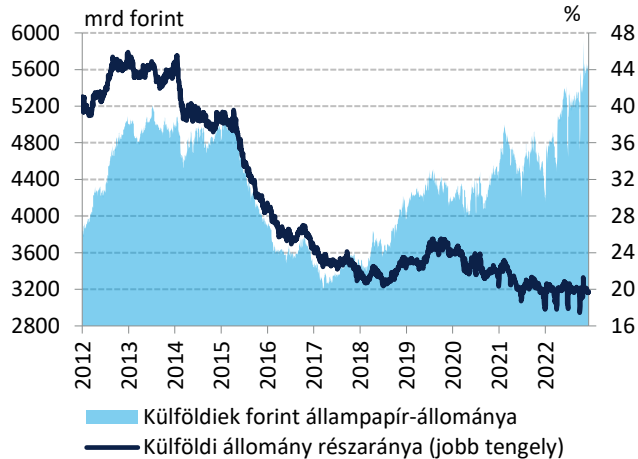
**A forint nagy volatilitás mellett 2,6 százalékkal erősödött az euróhoz képest, míg a cseh korona ennél kisebb, a lengyel zloty pedig nagyobb mértékben értékelődött fel.** A régióban a lengyel zloty 3,5 százalékkal, míg a cseh korona árfolyama 1,0 százalékkal erősödött az időszak végére. (4-2. ábra). A régiós devizák árfolyamának alakulását a nyersanyagpiaci fejlemények mellett a fejlett és régiós jegybankok monetáris politikai lépései befolyásolták elsősorban. A forint a dollárral szemben 10,2 százalékkal értékelődött fel, míg a régiós devizák közül a zloty 10,9 százalékos, a cseh korona 8,6 százalékos mértékben erősödött az amerikai fizetőeszközzel szemben.

#### 4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

**Jelentősen emelkedett a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben** (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya az elmúlt három hónap során számottevően, 900 milliárd forinttal, 5701 milliárd forintra nőtt. A forint állampapírokon belüli tulajdoni részarány szintén emelkedett, így 20 százalék körül alakul.

**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 hozamszinttel összhangban a rövidtávú futamidőkön jellemzően emelkedtek, míg a hosszabb futamidőkön csökkentek az elmúlt negyedévben.

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



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

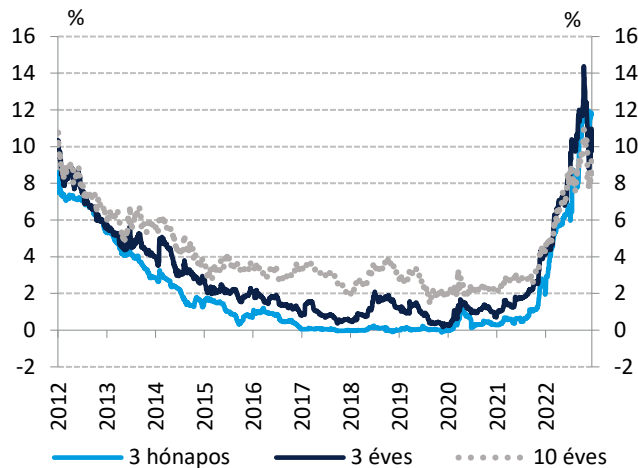
Forrás: MNB

A 3 hónapos DKJ aukción 195 bázisponttal emelkedett, míg a tízéves aukción 158 bázisponttal mérséklődött, így az időszak végén előbbi esetében 13,87, utóbbinál 8,21 százalékon alakult az aukciós átlaghozam.

Jellemzően az állampapír-piaci hozamgörbe rövid szakaszán emelkedett, míg közép és hosszú szakaszán mérséklődtek a hozamok. A közép és hosszú hozamok mérséklődése október közepétől jellemző. (4-4. ábra). Összességében a 3 éves hozam 193, míg a 10 éves hozam 128 bázisponttal mérséklődött a negyedév során, melyhez az amerikai fogyasztóiár-index lassulása és a globális kamatemelési pályára vonatkozó várakozások mérséklődése járultak hozzá. A bankközi hozamok közül a 3 hónapos BUBOR 303 bázisponttal 16,29 százalékra emelkedett.

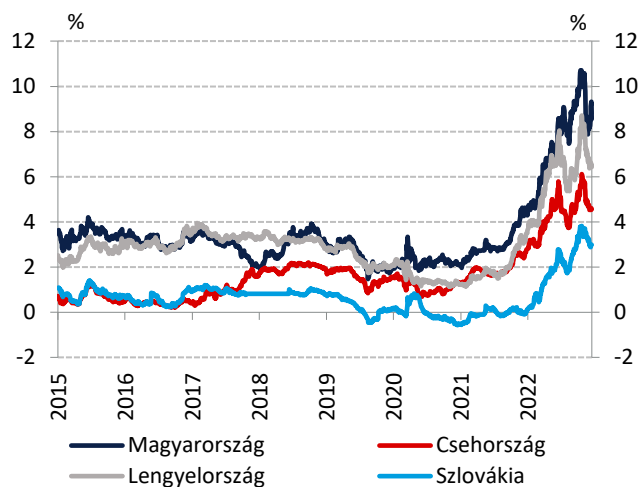
A régiós hosszú referenciahozamok többségében mérséklődtek az időszak során (4-5. ábra). A tízéves lengyel hozam 82 bázisponttal csökkent, míg a cseh 77 bázisponttal alacsonyabb, mint az előző negyedév végén. A szlovák (euró) hozamok pedig 37 bázisponttal csökkentek.

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása

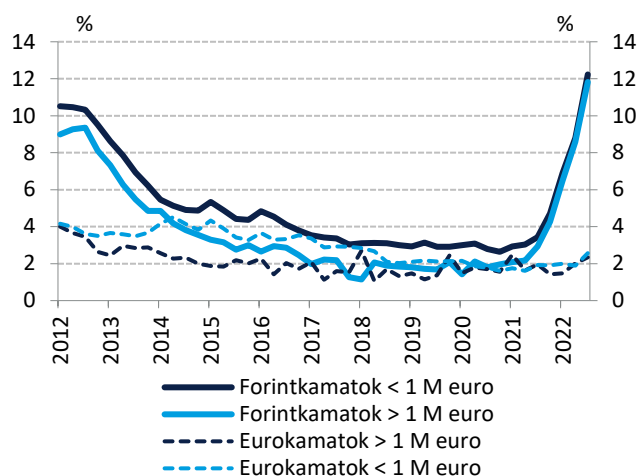


Forrás: Bloomberg

## 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2022 harmadik negyedévében szigorodtak a vállalati hitelfeltételek, a kis- és nagyvállalatok, illetve az üzleti célú ingatlanhitelezés esetében egyaránt. A bankok 2022 utolsó és 2023 első negyedévére előreintve is a hitelsz tenderdek további szigorítását jelezték. A lakáshitelek esetében a bankok nettó értelemben vett 32, míg a fogyasztási hitelek esetén 60 százalék szigorított a sztenderdeken, és a következő fél évre előreintve mindkét szegmens esetében további szigorítás várható. Az újonnan szerződött vállalati forintbitelek átlagos finanszírozási költsége, és az újonnan kötött hosszú távra rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége is növekedett a vizsgált időszakban. A negyedév során megkötött, legalább 5 évre kamatfixált lakáshitelszerződésekben belül 61 százalék Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel (MFL) minősítéssel rendelkezett, biztosítva a hosszabb távon kiszámítható törlesztőrészeket.

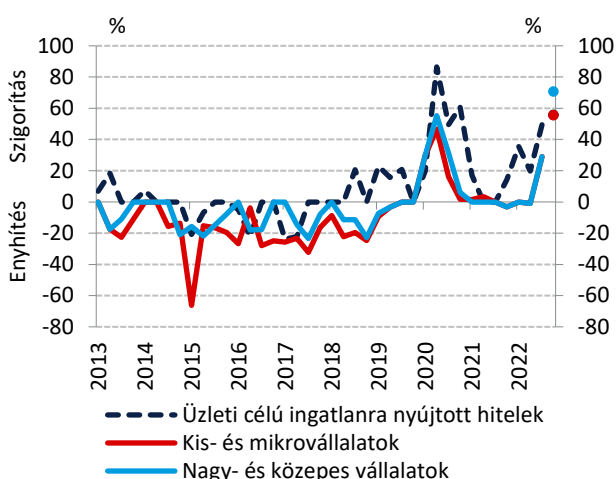
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



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

Forrás: MNB

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



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2022 negyedik és 2023 első negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

**2022 harmadik negyedévében a vállalati forintbitelek átlagos kamatlába a kamatkörnyezet emelkedésével párhuzamosan tovább növekedett.** Az újonnan szerződött, éven belül változó kamatozású, jelentős részben piaci alapon kötött vállalati forintbitek-szerződések simított átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 343 bázisponttal, míg a nagyösszegű hitelek esetében 323 bázisponttal emelkedett az előző negyedévhez képest (4-6. ábra). Ezzel az átlagos forintbitek-kamat 12 százalékot tett ki szeptemberben az éven belül változó kamatozású hiteleken belül. A kisösszegű euróbitek kamatszintje 67, míg nagyösszegű euróbitek 32 bázisponttal növekedett a negyedév során, ezzel szeptember végén az euróbitek átlagos finanszírozási költsége 2,4 százalékon állt. A vállalati forintbitek jelentős emelkedése a bankközi kamatok emelkedésének banki hitelkamatokba történő gyorsütemű begyűrésére vezethető vissza.

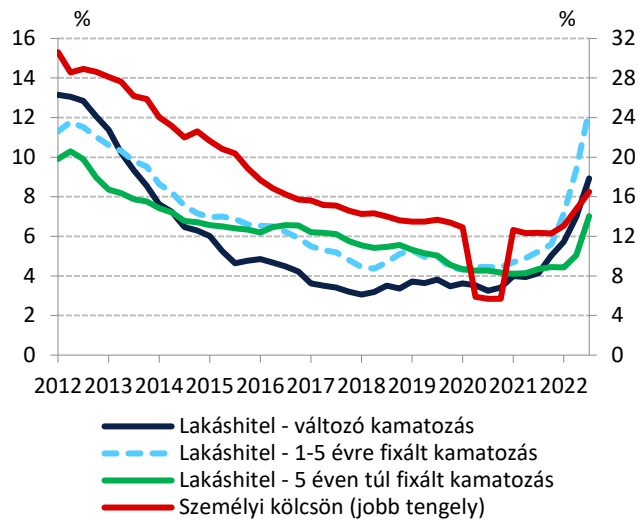
**A negyedév során mindkét vállalatméret kategóriában szigorodtak a sztenderdek, és előreintve is szigorítás várható.** A harmadik negyedévben a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok mindkét vállalatméret kategóriában, illetve az üzleti célú ingatlanhitelezés szegmensében is szigorítottak a hitelhez jutás feltételein. A következő fél évre előreintve a vállalati hitelfeltételek további szigorítása várható: az üzleti célú ingatlanhitelezésben a bankok nettó értelemben vett 56, a nagy- és közepes vállalatok esetében 71, míg a kis- és mikro-vállalatok esetében 55 százaléka tervez szigorítást (4-7. ábra). Mindkét vállalatméret kategóriában a bankok előreintve elsősorban az ügyféllel szembeni adatszolgáltatási követelményeken, a fedezeti követelményeken, illetve a kockázatosabb hiteleken lévő prémiumon kívánnak szigorítani.

### 4.2.1. Háztartási hitelkondíciók

**A lakáshitelek átlagos kamatlába jelentősen emelkedett a negyedév során.** A 2022 harmadik negyedévében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 1–5 évre kamatfixált hitelek (jelentős részben a Családi



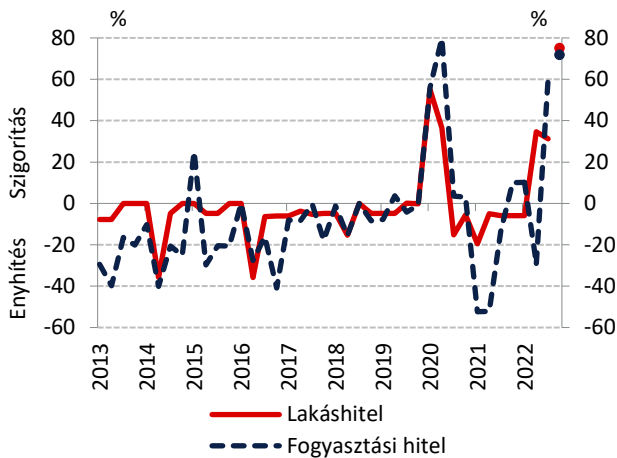
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



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 negyedik és 2023 első negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

Otthonteremtési Kedvezményhez kötődő kamattámogatott hitelek) esetében 300 bázispontos növekedés után 12,4 százalékon állt, míg az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált hitelek esetében 197 bázispontos emelkedés történt, ezzel az átlagos hitelköltség 7 százalékot ért el a negyedév során (4-8. ábra). 2022 harmadik negyedévében a legalább 5 éves kamatperiódussal elérhető Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek volumene a negyedéves új lakáshitel-kibocsátás (a Zöld Otthon Program szerződéskötései nélkül) 61 százalékát adta. A személyi kölcsönök átlagos simított THM-szintje 175 bázisponttal emelkedve 16,5 százalékot ért el a vizsgált időszak végén.

#### A negyedévben szigorodtak a háztartási hitelek sztenderdjei, és előretekintve további szigorítás várható.

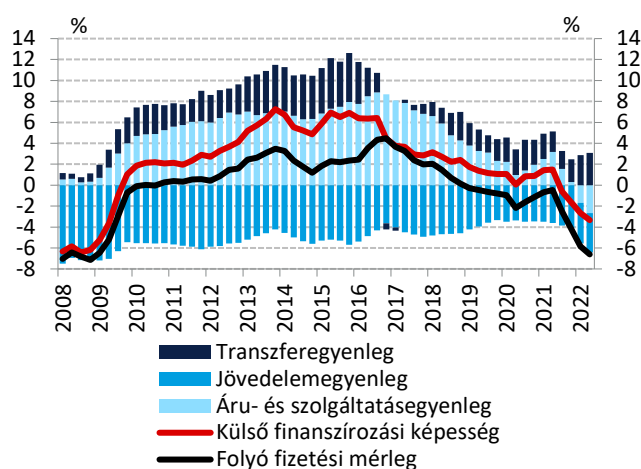
A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2022 harmadik negyedévében a bankok nettó értelemben vett 31 százaléka szigorított a lakáshitelek sztenderdjein, a részfeltételek tekintetében azonban a válaszadó intézmények több mint fele a felárak mérséklését jelezte. 2022 utolsó és 2023 első negyedévére előretekintve a bankok nettó értelemben vett 75 százaléka tervez tovább szigorítani a lakáshitelek feltételein, és a részfeltételek tekintetében a bankok nettó értelemben vett 46 százaléka már a hitelkamat és a forrásköltségek közötti spread növelését helyezte kilátásba (4-9. ábra). A fogyasztási hitelek tekintetében a hitelintézetek nettó értelemben vett 60 százaléka szigorított a hitelhez jutás feltételein a harmadik negyedév során. Az ezt követő fél évre előretekintve pedig a bankok nettó értelemben vett 72 százaléka a sztenderdek további szigorítását tervezi a fogyasztási hitelek piacán.

## 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

### 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

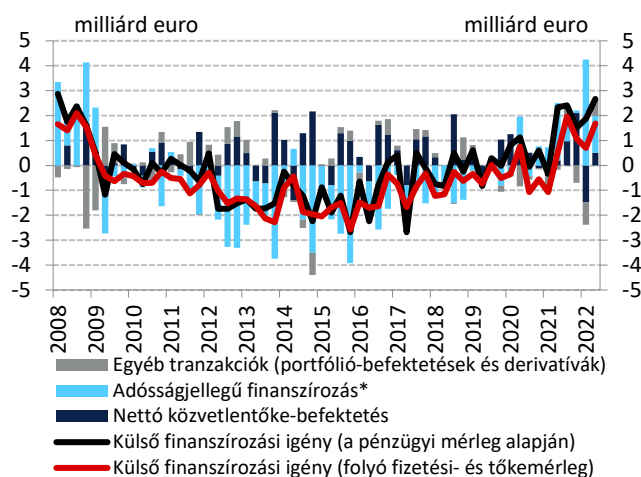
2022 második negyedében a GDP 6,6 százalékára emelkedett a folyó fizetési mérleg hiánya, miközben a gazdaság külső finanszírozási igénye is bővült. A külkereskedelmi egyenleg folytatódó csökkenése az energiaárak megugrásához köthető. Az év első felében finanszírozási oldalon a nettó közvetlentőke források és a portfólió-befektetések kiáramlást mutattak, miközben adósságbeáramlás valósult meg. Az ország GDP-arányos külső adósságmutatói 2022 június végére kismértékben csökkentek: a forrásbevonás hatását ellensúlyozta az adósságállomány átértékelődése és a GDP bővülése. Az előzetes havi adatok alapján külső egyensúlyi pozíciónk a magas energiaárak következtében emelkedő energiainport miatt tovább romlott – emellett azonban jelentős közvetlentőke befektetés történt, amivel párhuzamosan lassult az adósságbeáramlás.

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



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

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 idősorból. Forrás: MNB

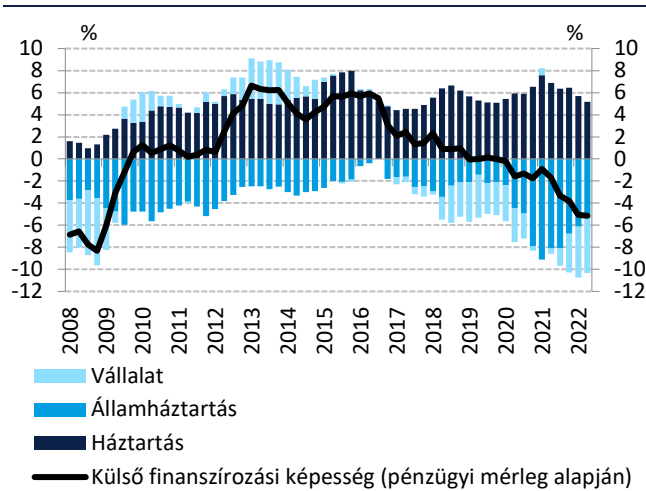
#### 5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciónk alakulása

A gazdaság külső finanszírozási igénye 2022 közepén a GDP 3,3 százalékára, míg a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 6,6 százalékára emelkedett (5-1. ábra). A külső egyensúlyi pozíció második negyedévi romlásához döntően a külkereskedelmi egyenleg növekvő hiánya járult hozzá. Ezen belül az áruegyenleg bővülő hiányát a megugró energiaárak következtében emelkedő nettó energiainport határozta meg, miközben az energiaegylegen kívüli tételek stabilan alakultak. A szolgáltatásigyleg többlete a turizmus helyreállításával párhuzamosan tovább emelkedett. A vállalati jövedelmek csökkenése a jövedelemegyleg javulásának irányába hatott, miközben a transzferegyleg többlete is bővült. Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben folytatódott az áruegyenleg hiányának a szárnyaló energiaárakhoz köthető emelkedése, amit részben ellensúlyozott a szolgáltatásigyleg többletének – az idegenforgalom élénkülésével magyarázható – bővülése. Így a harmadik negyedévben – szinten maradó jövedelem- és transzferegyleg mellett – a folyó fizetési mérleg hiánya és a gazdaság külső finanszírozási igénye tovább emelkedett.

#### 5.1.2. Finanszírozási folyamatok

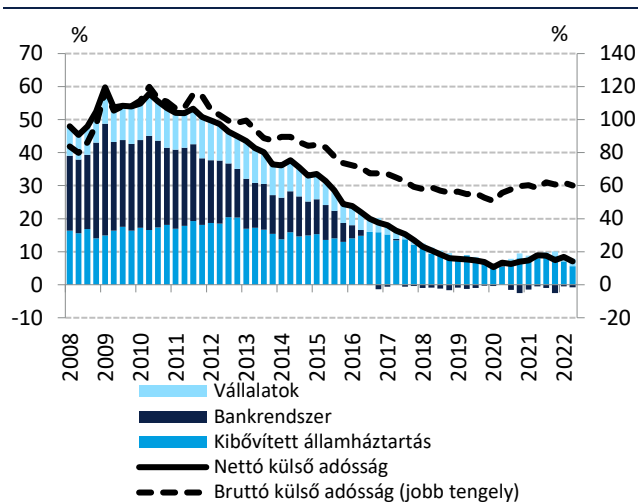
2022 második negyedében növekedett a hazai nettó FDI állomány, amivel párhuzamosan az adósságjellegű források beáramlása csökkent (5-2. ábra). A nettó közvetlentőke első negyedévi, egyedi tételekhez köthető átmeneti csökkenése után a második negyedévben újra nőtt az FDI-állomány. Az első félévben folytatódott a nettó portfólió-befektetések csökkenése, aminek háttérben a rezidens szereplők növekvő külföldi befektetései, valamint a nem rezidensek hazai részvénybefektetései mérséklődése húzódt meg. Az adósságjellegű források emelkedéséhez mindhárom szektor hozzájárult. Az előzetes havi adatok alapján – részben egy külföldi technológiai vállalat hazai befektetésének köszönhetően –

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 idősről. A GDP százalékában.

Forrás: MNB

a harmadik negyedévben jelentős nettó közvetlentőke beáramlás valósult meg. Mindezzel párhuzamosan nettó portfólió-részvény befektetések – a korábbi negyedévek csökkenése után – növekedésbe fordultak, elsősorban a rezidens szereplők mérséklődő kifejtetéseihez köthetően. A harmadik negyedévben lassuló mértékben folytatódott az adósságjellegű forrásbeáramlás: az államháztartás és a bankrendszer forrásbevonása mellett a vállalatok csökkentették külföldi adósságukat.

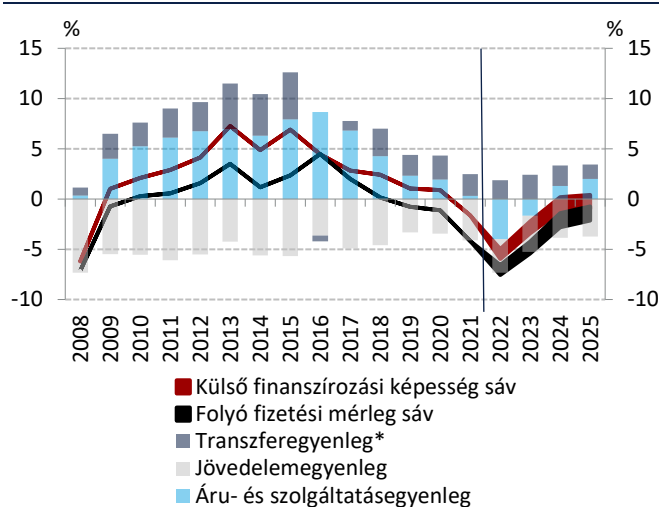
**2022 első felében tovább folytatódott az állam finanszírozási igényének a mérséklődése, amivel párhuzamosan a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása érdemben csökkent** (5-3. ábra). Az év első felében az erős belső kereslet a magánszektor nettó pénzügyi pozíciójának csökkenése irányába hatott, miközben az adóbevételek emelkedéséhez köthetően az javult államháztartás nettó pozíciója. Az előzetes pénzügyi számlák alapján a harmadik negyedévben az államháztartás finanszírozási igényének csökkenése megállt, miközben a magánszektor nettó pozíciója is finanszírozási igénybe fordult. A vállalatok növekvő nettó finanszírozási igénye az élénk beruházási aktivitásra, készletfelhalmozásra, valamint a magasabb energia és nyersanyagárak vállalati jövedelmet csökkentő hatására volt visszavezethető. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a továbbra is élénk fogyasztással összhangban mérséklődött.

**2022 júniusának végén a gazdaság nettó külső adóssága a GDP 7 százalékára mérséklődött** (5-4. ábra). A mutató historikus mélypont közelébe történő csökkenése ellentétes hatások eredőjeként alakult ki. Bár a tranzakciók emelték az állományt, ennek hatását az adósságállomány – elsősorban a hozamemelkedéshez kötődő – átértékelődésének és a nominális GDP bővülésének hatása ellensúlyozta. A bruttó külső adósság a GDP 60 százalékára mérséklődött, ami szintén az adósságbeáramlást meghaladó átértékelődési hatásokra vezethető vissza.

## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A gazdaság egyensúlyi pozíciója 2022-ben elérheti a mélypontját, majd a következő években fokozatosan javul. Az idei évben az emelkedő energiaárak miatt romló cserearányok érdemben emelik a külkereskedelem hiányát, amit részben ellensúlyoz az év mások felében élénkülő export. Előretekintve 2023-ban a dinamikus exportbővülés mellett a lassuló belső kereslet fékezi az import emelkedését, ami a külkereskedelmi egyenleg mérséklődő hiányában tükröződik. 2024-től a világgazdasági környezet normalizálódása és a termelőre forduló beruházások összességében a külső egyensúlyi pozíciónk további javulásának irányába hatnak. Megtakarítási oldalról 2022-ben a magánszektor finanszírozási pozíciója érdemben romlik, miközben az államháztartási hiány számottevően mérséklődik a gazdasági növekedésből eredő bevételnövekedés, a rezsikonszolidáció, valamint az egyéb költségvetési intézkedések hatására. 2023-tól az infláció csökkenése és a lakossági jövedelmek bővülése a háztartási megtakarítás emelkedését eredményezi, amivel párhuzamosan – a csökkenő energiaárak, az élénkülő külső kereslet és a beáramló uniós források következtében – mérséklődik a vállalatok finanszírozási igénye.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

Forrás: MNB

**2022-ben a folyó fizetési mérleg hiánya – a külkereskedelmi egyenleg folytatódó romlásával párhuzamosan – tovább emelkedik (5-5. ábra).** 2022-ben az elszálló energiaárak miatt romló cserearány növeli az importot, miközben a külső környezet lassulása ellenére az év második felében jelentősen élénkül a kivitel. Összességében a külkereskedelem hiánya számottevően romlik, amit csak részben ellensúlyoz az extraprofit adó hatására átmenetileg javuló jövedelemegyenleg. 2022-ben a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 7 százalékára tetőzhet. 2023-ban a lassuló belső kereslet fékezi az importbővülést, miközben az export dinamikus növekedése fennmarad, ami a külkereskedelmi egyenleg jelentős javulásában tükröződik. Mindeközben a kamatkiadás bővülése és a dinamikus exportnövekedés eredményeként növekvő külföldi vállalati profit a jövedelemegyenleg romlásával jár, amit továbbra is mérsékel a fennmaradó extraprofitadó. 2024-től a világgazdasági környezet normalizálódásával és az elmúlt években kiépült jelentős új exportkapacitások termelőre fordulásával a külső egyensúlyi pozíció jelentősebb mértékben javulhat, így a horizont végére a folyó fizetési mérleg hiánya az egyensúlyi szint közelébe csökkenhet.

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

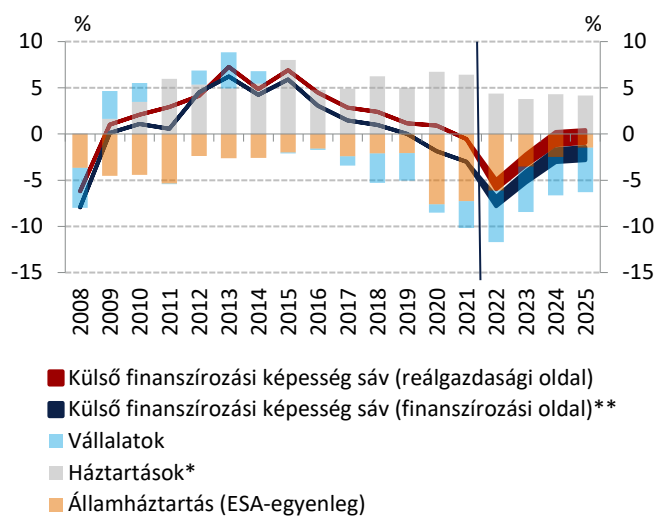
	2021	2022	2023	2024	2025
Áru egyenleg	-3,0	-8,4	-6,5	-4,0	-2,9
Energia- egyenleg	-4,4	-10,1	-8,8	-7,0	-6,0
Egyéb áru egyenleg	1,4	1,7	2,3	3,0	3,2
Szolgáltatás- egyenleg	3,3	4,4	4,8	5,3	4,9
<b>Külkereskedelmi egyenleg</b>	<b>0,3</b>	<b>-4,0</b>	<b>-1,7</b>	<b>1,3</b>	<b>2,0</b>

Forrás: KSH, MNB

**A folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulását döntően befolyásolja az energiaegyenleg.** 2021-ben a nettó energiaimport a GDP csupán 4,4 százalékát tette ki, azonban idén a megugró energiaárak miatt a mutató várhatóan több mint kétszeresére nő. Bár a hazai gazdasági szereplők fokozatos alkalmazkodása fékezi az importbővülést, az energiaegyenleg hiánya 2023-ban is magas maradhat. 2024-től az energiaárak normalizálódásával a nettó energiaimport tovább mérséklődhet, ami a továbbra is visszafogott fogyasztással párhuzamosan a GDP 3 százalékára csökkenti az áru egyenleg hiányát (5-1.táblázat).

**A szektorok megtakarítási folyamatai szerint az államháztartási hiány mérséklődik, miközben a**

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

**magánszektor pozíciója 2022-ben finanszírozási igénybe fordul** (5-6. ábra). Előretekintve az állam finanszírozási igénye folyamatosan csökken, összefüggésben a bevételek jelentős emelkedésével, a rezsizabályok konszolidációjával, valamint a kiadásokat csökkentő és adóbevételeket tovább növelő költségvetési intézkedésekkel, amelyek részben ellensúlyozzák a magas energiaárak és az orosz-ukrán háború kiadásnövelő hatásait. A magas infláció és az emelkedő rezsikiadások a mérséklődő reáljövedelem mellett a lakossági megtakarítások csökkenésében tükröződnek. Előretekintve az inflációs nyomás enyhülésével és a lakossági jövedelem bővülésével a lakosság nettó megtakarítása kissé magasabb szint körül stabilizálódik. 2022-ben a továbbra is élénk beruházások és a magas nyersanyag- és energiaárak a vállalatok finanszírozási igényének emelkedést eredményezik. 2023-tól a csökkenő energiaárak, az élénkülő külső kereslet, valamint a beáramló uniós források összességében a vállalatok finanszírozási pozíciójának javulása irányába hatnak.

### 5.3. Költségvetési folyamatok

A költségvetés 2022-ben 6,1 százalékos, 2023-ban 3,5 százalékos hiánycélt határozott meg, míg 2024-ben 2,5 százalékos, 2025-ben 1,5 százalékos céllal számol a költségvetés. 2022-ben a megemelt hiánycélnak megfelelő egyenleg elérését támogatják a magas adóbevételek, a 2023. évi költségvetési törvény készítésével párhuzamosan és az év második felében bejelentett kiadáscsökkentő és bevételnövelő intézkedések, valamint a szabályozott energiaárakkal kapcsolatos módosítások. 2023-tól kezdődően azonban feszes költségvetési gazdálkodásra és a várakozáson felüli többletbevételek egy részének megtakarítására van szükség a hiánycélok elérése érdekében. A 2023-as költségvetés módosítására várhatóan december végén kerül majd sor, így annak részleteit még nem ismertük az előrejelzés készítésekor. Előrejelzésünk szerint az államadósság-ráta az előző év végi 76,8 százalékról a nominális GDP jelentős növekedésének köszönhetően 2022 végére GDP-arányosan 74 százalék közelébe csökken, majd az előrejelzési horizont végére 70 százalék alá süllyed.

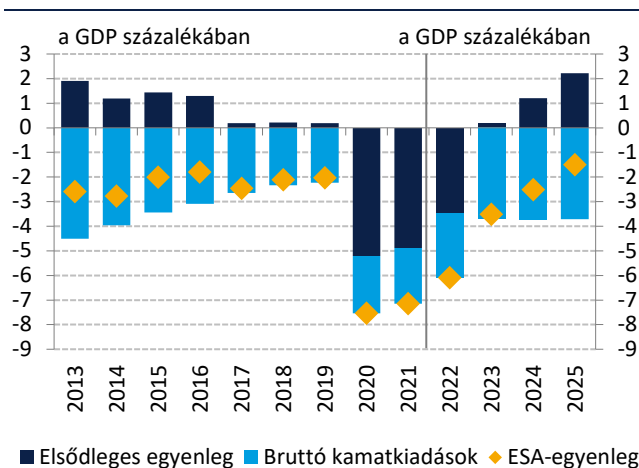
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2022	2023	2024	2025
ESA-egyenleg	-6,1	-3,5	-2,5	-1,5
Elsődleges ESA-egyenleg	-3,5	0,2	1,2	2,2

Megjegyzés: A GDP százalékában.

Forrás: KSH, MNB

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



Forrás: KSH, MNB

#### 5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

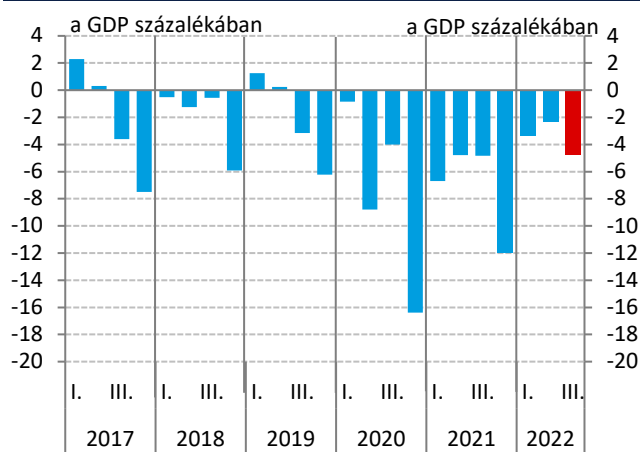
**A kormányzati szektor GDP-arányos eredményszemléletű hiánycélja 2022-ben 6,1 százalék, míg 2023-ban 3,5 százalék** (5-2. táblázat). 2021-ben a költségvetés hiánya 7,1 százalékot tett ki, amihez képest mérséklődhet idén a deficit. A csökkenés 2022-ben és 2023-ban is a gazdasági növekedésből eredő bevételnövekedés mellett elsősorban a 2023-as költségvetési törvényjavaslattal párhuzamosan bejelentett intézkedéseknek köszönhető, miközben a szomszédban folyó háború, valamint a magas 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). A GDP-arányos deficit csökkenése 2025-ben folytatódhat.

**Az európai uniós költségvetési szabályok átmeneti felfüggesztése 2023-ban is fennmarad, majd az Európai Bizottság kommunikációja alapján várhatóan legkorábban 2024-től kezdődhet meg a fiskális szabályok ismételt alkalmazása.** Az EU-s szabályok átmeneti felfüggesztésével 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 megemelt kormányzati célkitűzés alapján.** A 2022. évi költségvetési törvény 5,9 százalékos GDP-arányos költségvetési hiánycélt tartalmazott, amit a kormányzati várakozás előbb 4,9 százalékra csökkentett, majd 6,1 százalékra visszaemelt a különleges földgázkészletek felhalmozásával összefüggésben. Az első féléves eredményszemléletű hiány a féléves GDP 2,8 százaléka volt a KSH tényközlése szerint, a harmadik negyedévben az MNB által publikált előzetes pénzügyi számla adatok alapján a negyedéves GDP 4,8 százaléka volt az eredményszemléletű

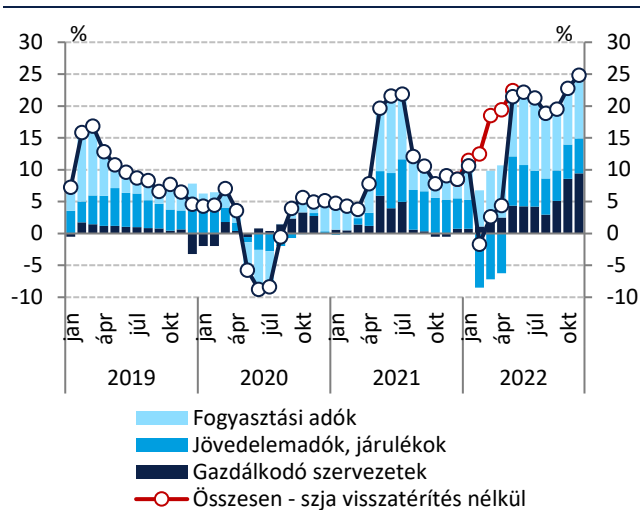
5-8. ábra: A kormányzati szektor eredményzempléletű egyenlege



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

Forrás: KSH, MNB

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



Forrás: MÁK, MNB

deficit (5-8. ábra). A kedvező első féléves adatokat követően, az év második felében a költségvetési kiadások emelkednek: az energiaárakkal kapcsolatos kiadások, a nyugdíjak és a kamatkidadások várhatóan számottevően magasabbak lesznek a korábban tervezettnél, ugyanakkor az emelkedés mértékét mérsékli a világgpiaci energiaárak csökkenése.

Az első tizenegy hónap hiányát mérsékelte az adóbevételek kedvező alakulása. A bérek és a fogyasztás gyors nominális növekedéséből, illetve az év második felében befizetett különadókból fakadóan novemberben közel 24 százalékkal haladták meg az adóbevételek az egy évvel korábbi összegüket. Az év egészében is a bevételek számottevő felülteljesülésére számítunk az előirányzatokhoz képest (5-9. ábra).

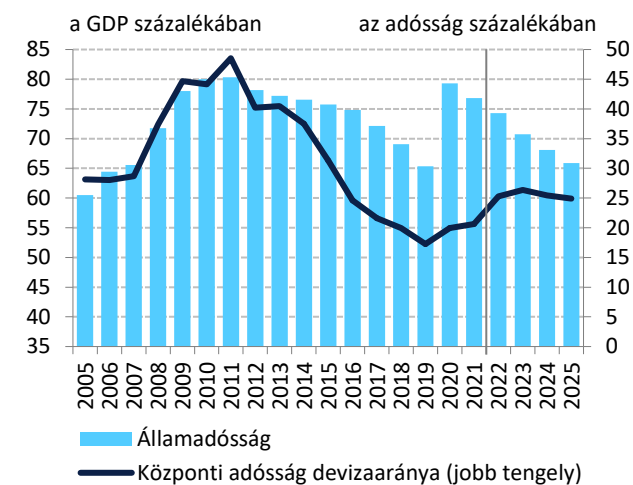
### 5.3.3. A 2023-2025. évi egyenlegek

**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 törvényjavaslat készítésével párhuzamosan bejelentett bevételi és kiadási intézkedések, másrészt a tervezettnél várhatóan jelentősen magasabb adóbevételek, valamint a feszes költségvetési gazdálkodás segíthetik. Az üzemanyagár-stop 2022. decemberi kivezetése szintén a 2023-as hiány mérséklődését támogathatja az üzemanyag-kiskereskedelemről származó magasabb forgalmi- és más adóbevételeken keresztül. A 2023-as költségvetés módosítására várhatóan december végén kerül majd sor, így annak részleteit még nem ismertük az előrejelzés készítésekor.

Az energiaárakkal kapcsolatos kormányzati kiadások alakulása fontos tényező marad 2023-ban is. Ennek fedezésére szolgál a GDP mintegy 1 százalékát kitevő Rezsivédelmi Alap, míg a Honvédelmi Alap a megemelkedő honvédelmi kiadások finanszírozására szolgál, az alapok rendelkezésére bocsátott extraprofitra kivetett különadóknak köszönhetően. A 2023 és 2025 közötti hiánycélok teljesülésére a magas energiaárak kockázatot jelentenek, ami mellett a hozamemelkedés miatt megugró kamatkidadások, az infláció kompenzálása céljából emelkedő nyugdíjkifizetések, illetve a pedagógusbérek 2023-tól tervezett felzárkóztatása is kiadásnövelő hatással bír. A hiánycélok elérése érdekében szoros költségvetési gazdálkodásra és a várakozáson felüli többletbevételek egy részének megtakarítására van szükség.

Rendelkezésre álló költségvetési törvény hiányában 2024-re és 2025-re technikai előrejelzést készítünk, amely szerint a várt makrogazdasági pálya és a becült kiadások alapján, a kockázatok mérséklődését követően a hiánypálya további csökkenése várható.

5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása



Forrás: MNB, ÁKK

#### 5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

**A költségvetési egyenleg alakulására a legjelentősebb kockázatot az energiaárak szintje jelenti.** A magas energiaárak a világpiaci árak közelmúltban bekövetkezett csökkenése és az új szabályok alkalmazása mellett is jelentős költségvetési többletkiadással járnak, ami a következő években kockázatot jelent a hiánycélok teljesülésére nézve. A rezsicsökkentés júliusban bejelentett módosítása, a közintézmények fűtési költségének mérséklése és a további energiatakarékosági intézkedések részben ellensúlyozzák a magas gázár okozta többletkiadásokat.

**A magyar Helyreállítási és Ellenállóképeségi Terv elfogadását követően jelentősen csökkent az európai uniós támogatások alakulását övező bizonytalanság.**

Amennyiben végleges forrásvesztés nem merül fel, akkor a 2021-2027-es uniós ciklus 3 operatív programjának 55 százalékos felfüggesztése nem befolyásolja jelentősen a következő évek forrásbeáramlását. A támogatások megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását, míg a végrehajtásának ütemezése az eredményszemléletű 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. harmadik negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 75,9 százalék volt.** Az adósságráta az előző év azonos időszakához képest mintegy 3,2 százalékponttal, míg a 2021. év végi értékhez képest 0,9 százalékponttal csökkent. Az államadósság csökkenését főként a nominális GDP dinamikus növekedése okozta.

**Előrejelzésünk szerint a költségvetési hiánycél teljesülése esetén a GDP-arányos bruttó államadósság 2022. év végére 74 százalék közelébe csökken, és előrejelzési horizontunkon az adósságráta folyamatos csökkenésével számolunk.** Az államadósság-ráta a nominális GDP dinamikus bővülése, illetve az év második felében visszafogottabb adósságkibocsátás következtében csökken, az adósságkezelő kibocsátási tervének teljesülése esetén. Az államadósság-ráta értéke az előrejelzési horizonton évente átlagosan 2,5-3,0 százalékponttal csökkenhet (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 0,45 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot. A központi államadósság devizaaránya 2022 végére 25 százalék fölé emelkedhet a tavaly év végi 20,6 százalékról a devizakibocsátások következtében.

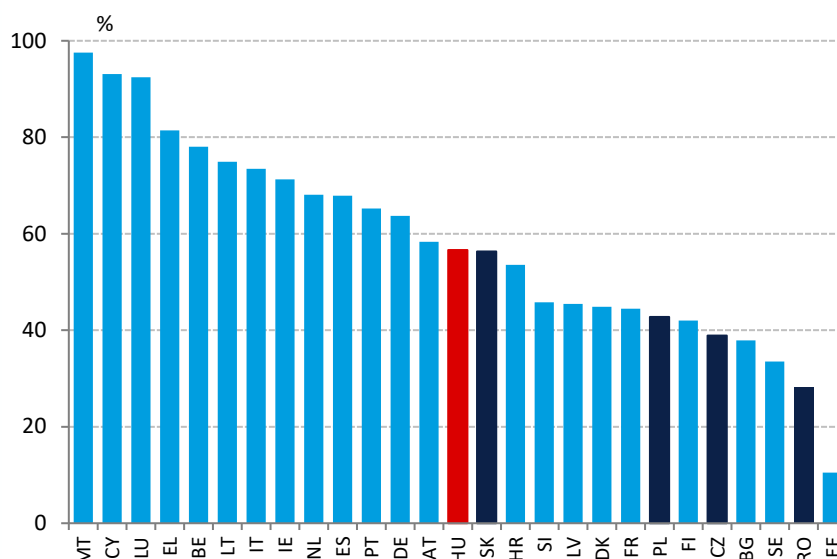


## 6. Kiemelt téma

### 6.1. Az energiakrízis hatása az uniós és hazai folyó mérlegre

A világszerte energiára 2021 második felében elkezdődött emelkedése a háború kitörését követően számottevően gyorsult, amely jelentős energiakitettsége miatt érzékenyen érinti az európai kontinens (6-1. ábra). Az energiaárak hirtelen és drasztikus növekedése azért jelent problémát, mert a fejlett gazdaságok, illetve a legtöbb európai ország jellemzően nettó energiaimportőr, vagyis a mennyiségi alapon mért függőség alapján ezen országok energiafelhasználásuk felét vagy akár kétharmadát külső forrásból fedezik. A régiós országokban az energiafüggőség aránya 2020-ban átlagosan 42 százalék körül mozgott, amit hazánk 57 százalékos kitettsége érdemben meghaladt – ráadásul ez az arány várhatóan 2022-ben a megugró nyersanyag- és energiaárak, valamint az ukrán-orosz konfliktus miatt mind az európai országokban, mind a régiós országokban (és hazánk esetében) is magasabban alakulhat. Ezt kiegészítő módon a félvezetőhiány miatti lassuló termelés és a külső kereslet lassulása miatt visszafogottabb export Európa országainak külkereskedelmi és folyó fizetési mérleg egyenlegének romlását eredményezheti 2022-ben.

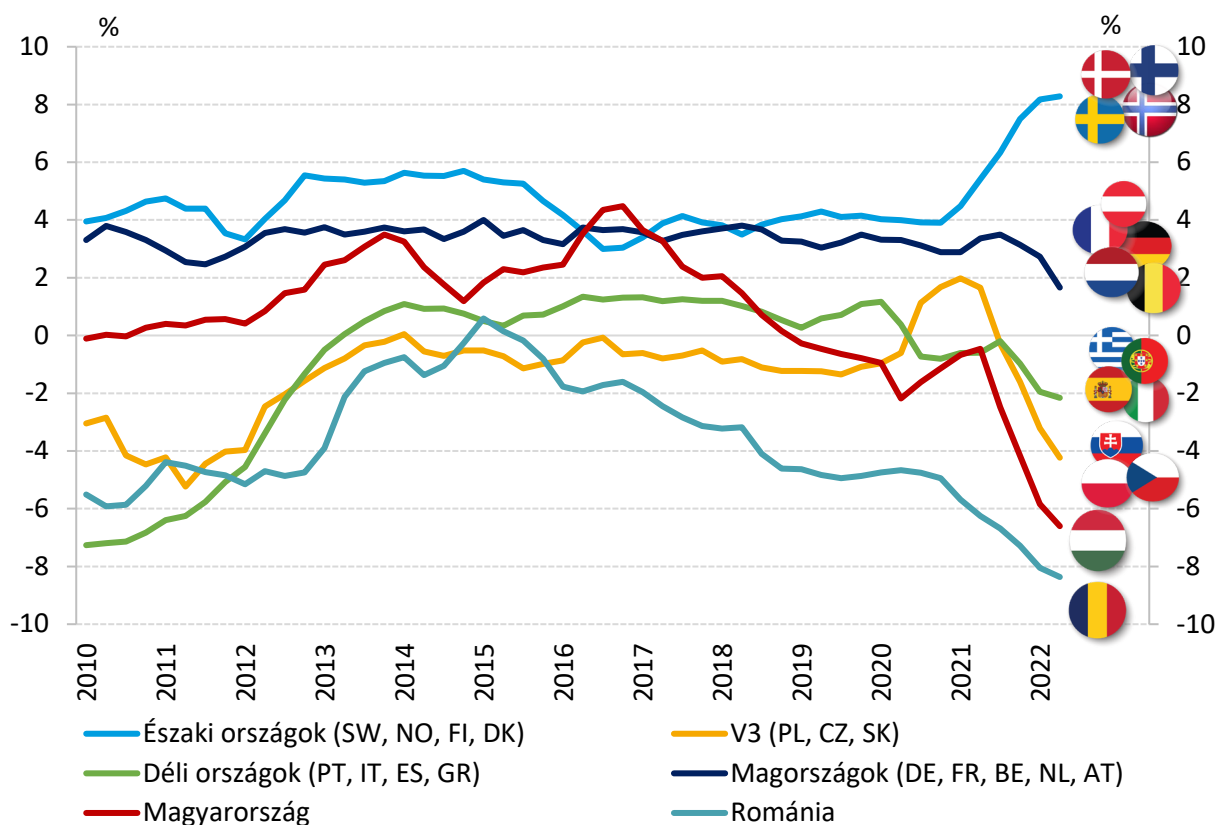
6-1. ábra: Az energiakitettség európai viszonylatban (2020)



Forrás: Eurostat.

Az EU-s országok többségében az energiaegyenleg árhoobbanás miatt bekövetkező visszaesése a folyó fizetési mérleg egyenlegének romlásában is tükröződik (6-2. ábra). A globális nyersanyag- és energiaár emelkedés hatására az uniós országokban jellemzően romlottak az energiaegyenlegek, amely az egyes országok folyó fizetési mérleg hiányának emelkedését is okozta 2022-ben. Ez alól kivételt képeznek az energiaforrásokkal jobban ellátott északi országok. Ugyanakkor az eurozóna magországainak korábban stabilan 4 százalék közeli folyó mérleg többlete 2 százalék alá csökkent, míg a folyó mérleg egyenlegében a legnagyobb mértékű visszaesés a közép-kelet-európai régiós országok esetében volt megfigyelhető.

6-2. ábra: A folyó mérleg egyenlegek átlaga Európa egyes régióiban

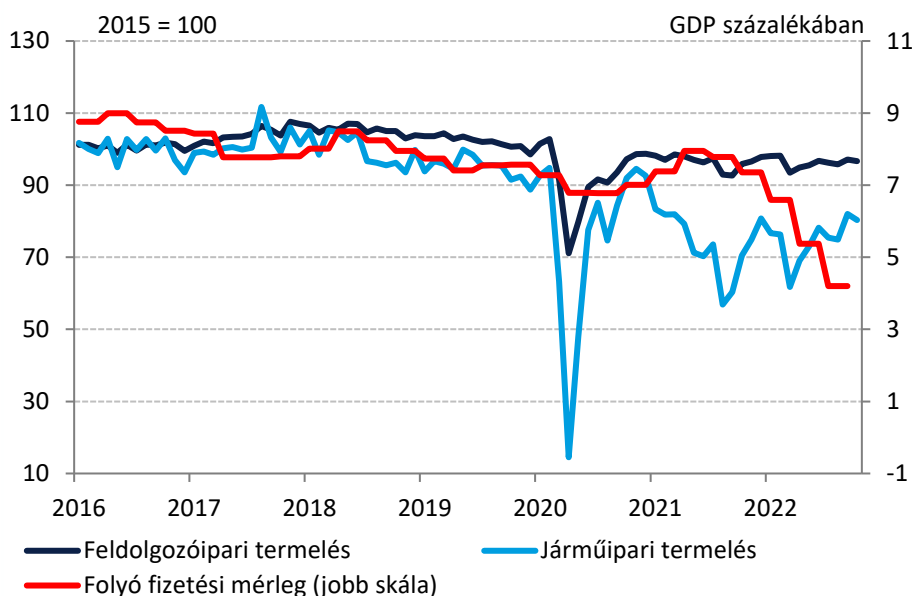


Megjegyzés: Négy negyedéves GDP-arányos értékek.

Forrás: Eurostat, MNB

**Az uniós országokat ugyanakkor az energiaválság mellett számottevő versenyképességi problémák is fenyegetik, aminek megoldásához a teljes gazdaság üzleti modelljének a megújítására lehet szükség.** Az EU egyik legmeghatározóbb gazdaságának, Németországnak a példája jól mutatja, hogy az uniós országok külső egyensúlyának nehézségei az egyébként is jelentős kihívást jelentő energiahiánynál sokkal többértébbek. Kínálati oldalról a magas energia- és nyersanyagárak mellett a gázhiány és az ellátási láncokban továbbra is jelenlévő súrlódások okoznak problémát, míg az ukrán háború és a folyamatos geopolitikai bizonytalanságok miatt visszafogott kilátások, illetve a várhatóan év végére kétszámjegyűre gyorsuló infláció mellett erodálódó lakossági jövedelem miatt a pénzügyi válság, illetve a koronavírus-járvány idején tapasztaltnál is alacsonyabb szintre süllyedő fogyasztói bizalom pedig a keresleti oldalt mérsékli. Ennek lehet a következménye, hogy az utóbbi hónapokban is kifejezetten alacsony, a koronavírus-járvány kitörése alatti szinten alakul a német feldolgozó-ipari, illetve járműipari termelés, ami az elszálló energiaárak mellett jelentősen hozzájárulhatott a német folyó mérleg korábban stabilan magas többletének gyors apadásához (6-3. ábra). A régiós országok gazdasági folyamataira tekintve is negatív fejlemény lehet, hogy a német gazdaság lassulása az uniós többi részét is kedvezőtlenül érinti, és a gyengülő külső kereslet a közép-kelet-európai régió egészében lassíthatja a növekedést és ronthatja a külső egyensúlyt. Mivel az aktuális világgazdasági folyamatok veszélyeztetik az eddig megvalósult, az olcsó orosz energián és importból készülő minőségi termékek exportjára épülő gazdasági modellt, az uniós országoknak a közeljövőben az energiahatékonysági beruházásokra, a zöld átállásra és a versenyképességet megőrző intézkedésekre kell fókuszálniuk.

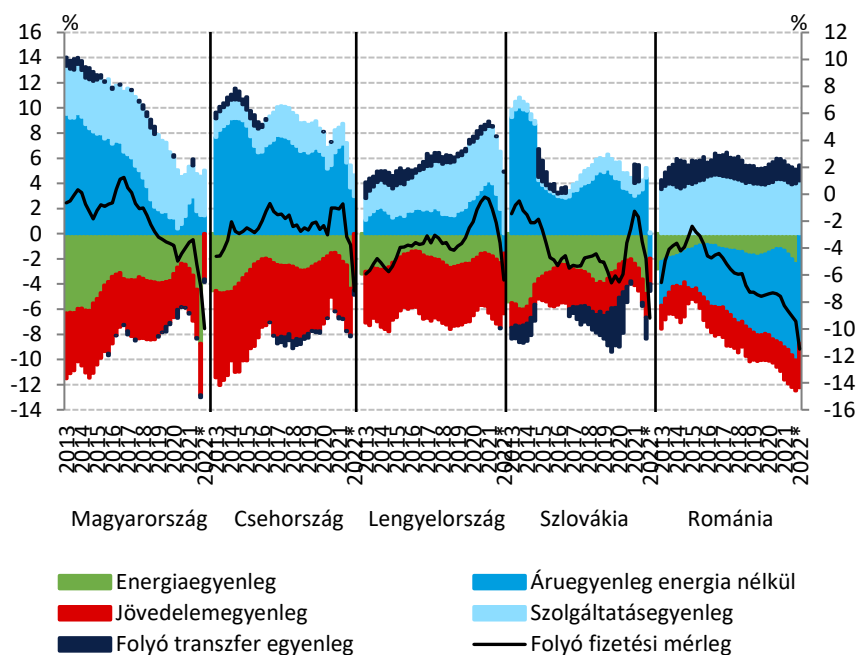
6-3. ábra: Németország fontosabb ágazatainak termelése és folyó mérlegének egyenlege



Forrás: Destatis, Eurostat

A globális nyersanyag- és energiaár emelkedés hatására, illetve a külső kereslet gyengélkedésével összefüggésben a régiós országokban is jelentős mértékben romlottak a külső egyensúlyi mutatók, és a régió összes országában emelkedett a folyó fizetési mérleg hiánya (6-4. ábra). A régiós országok közül Románia (9,2 százalék) után Magyarországon (7,5 százalék) a legmagasabb a folyó fizetési mérleg hiánya. Az energiaegyenleg legnagyobb mértékben hazánk esetében rontotta a folyó fizetési mérleg egyenlegét, amely elsősorban a globális nyersanyag- és energiaár-emelkedésre vezethető vissza. Magyarországot Szlovákia viszonylag magas folyó hiánya követi, de Csehország és Lengyelország külső egyensúlya is számottevően romlott az elmúlt negyedévekben. Bár Romániában a legnagyobb a fizetési mérleg hiánya, annak finanszírozási szerkezete kedvezőbb, mivel stabilan magas szinten alakul a nettó közvetlen tőke beáramlás és az adósságnövekedést is fékezi az EU-források beáramlása, ami a hazainál kedvezőbb külső eladósodottsági rátákban is tükröződik.

6-4. ábra: A finanszírozási képesség komponensei a régióban (négy negyedéves GDP-arányos értékek)



Forrás: MNB, Eurostat

**Kiemelten fontos a folyó mérleg hazai hiányának csökkentése, amihez az energiafüggőség csökkentése mellett a hazai gazdaságszerkezet versenyképességi fordulatára is szükség van.** A régió belül nemcsak Magyarországon volt az egyik legnagyobb mértékű a folyó fizetési mérleg egyenlegének csökkenése, hanem a korábbi évek kedvezőbb pozícióját követően 2022-ben vélhetően szintben is az egyik legnagyobb hiányt hazánk fogja elérni (Romániát követően). Az energiaárak elmúlt hónapokban megkezdődött csökkenése jelentősen mérsékli a külkereskedelmi egyenlegre helyeződött nyomást, azonban a fenntartható külső egyensúly eléréséhez a mennyiségi dimenzióban is alkalmazkodásra van szükség. Ennek egyrészt érintenie kell a hazai gazdaság energiafüggőségének mérséklését és az energiafelhasználás racionalizálását, másrészt azonban a hazai gazdaságpolitikának a nem-energiajellegű tételek egyenlegének javítását is célul kell kitűznie. Ahogy ugyanis az 6-4. ábra is mutatja, a magyar gazdaság külső egyensúlyának elmúlt években tapasztalt romlásához az energia nélküli áruegyenleg trendszerű csökkenése is hozzájárult, ami kezdetben ugyan a későbbi gazdasági növekedést megalapozó beruházásokhoz kötődött, azonban az elmúlt időben a lakossági fogyasztás bővülése mellett az export visszafogottabb teljesítménye is hozzájárult – így a külső egyensúly javítása hosszabb távon a hazai gazdaság versenyképességének további erősítését igényli.

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

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

	Inflációs hatás 2022-re			Inflációs hatás 2023-ra		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,1	1,1	1,2	2,1	0,2	2,3
Piaci	2,8	10,7	13,5	11,3	2,7	14,0
Indirekt adók és intézkedések	0,1	-0,2	-0,1	0,2	0,7	0,9
<b>Infláció</b>	<b>3,0</b>	<b>11,6</b>	<b>14,6</b>	<b>13,6</b>	<b>3,6</b>	<b>17,2</b>

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó 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 áthúzó 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 áthúzó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)

	2022					2023				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	3,6	0,0	25,2	0,0	28,8	24,5	0,0	5,2	0,0	29,7
nem feldolgozott	0,9	0,0	24,0	0,0	24,9	20,4	0,0	8,0	0,0	28,4
feldolgozott	4,9	0,0	25,7	0,0	30,6	26,4	0,0	4,0	0,0	30,4
Ipari termékek	3,2	0,0	9,9	0,1	13,2	8,9	0,1	3,2	0,0	12,2
tartós	4,2	0,0	8,5	0,0	12,7	9,8	0,0	2,7	0,0	12,5
nem tartós	2,7	0,0	10,6	0,1	13,4	8,1	0,1	3,6	0,0	11,8
Piaci szolgáltatások	2,2	0,0	8,0	0,0	10,2	6,8	0,0	5,3	0,0	12,1
Piaci energia	6,0	0,0	19,3	0,0	25,3	39,2	0,0	0,0	0,0	39,2
Alkohol, dohány	1,9	0,8	5,3	2,1	10,1	6,6	0,9	-1,0	5,3	11,8
Üzemanyag	7,3	-0,5	10,5	-6,5	10,8	20,3	2,6	-2,9	1,8	21,8
Szabályozott árak	1,0	0,0	8,8	0,0	9,8	16,8	0,0	1,6	0,0	18,4
<b>Infláció</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>11,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>14,6</b>	<b>13,2</b>	<b>0,3</b>	<b>3,0</b>	<b>0,7</b>	<b>17,2</b>
Maginfláció	3,2	0,0	12,5	0,0	15,7	12,0	0,0	4,2	0,0	16,2

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának sávós felbontását mutatják, a részletek esetében az előrejelzési sávközép szerepel. Az éves változás az úgynevezett áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó 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 áthúzó 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: Bruttó működési eredmény és vegyes jövedelem alakulása a régióban .....	12
1-3. ábra: Bruttó működési eredmény éves változása ágazonként a harmadik negyedévben .....	13
1-4. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája .....	13
1-5. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója .....	14
1-6. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája .....	17
1-7. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése .....	17
1-8. ábra: A lakossági reáljövedelem alakulása .....	18
1-9. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása .....	18
1-10. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában .....	18
1-11. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	19
1-12. ábra: A következő három hónapban a beruházást tervezők és a tervezett beruházásokat elhalasztók arányainak különbsége .....	20
1-13. ábra: Az exportpiaci részesedés változása .....	20
1-14. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása .....	21
1-15. ábra: A foglalkoztatás alakulása a versenyszférában .....	21
1-16. 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 .....	28
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása .....	28
3-3. ábra: Globális kereskedelmi célú repülőjáratok számának alakulása .....	29
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása .....	29
3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban .....	30
3-6. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban .....	31
3-7. ábra: A GDP éves változása 2022 harmadik negyedévében az Európai Unió országaiban .....	33
3-8. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás .....	33
3-9. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása .....	34
3-10. ábra: Az építőipari termelés és a válság előtti trend alakulása .....	34
3-11. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és a válság előtti trend alakulása .....	34
3-12. ábra: A beruházások éves változásának felbontása .....	35
3-13. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban .....	35
3-14. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	36
3-15. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása .....	36
3-16. ábra: Az ipari termelés dekompozíciója .....	38
3-17. ábra: Az ipari termelés és gázfelhasználás alakulása .....	38
3-18. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása .....	39
3-19. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása .....	39
3-20. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása .....	40
3-21. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében .....	40
3-22. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók .....	40
3-23. ábra: A munkaerőpiaci feszesség alakulása, ágazati várakozások (bizalmi index) és foglalkoztatási kilátások a szolgáltatóipari vállalatok körében (ESI felmérés) .....	41
3-24. ábra: A prémium kifizetések (bal panel), és a rendszeres átlagkeresetek (jobb panel) alakulása .....	42
3-25. ábra: A bruttó reálkeresetek dinamikája a régióban .....	42
3-26. ábra: A munkanélküliségi ráta változása az elmúlt időszak válságaiban .....	43

3-27. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban.....	44
3-28. ábra: A világszerte élelmiszerárak alakulása .....	45
3-29. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása.....	45
3-30. ábra: A fogyasztói árak havi átváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül.....	46
3-31. ábra: Az infláció dekompozíciója .....	46
3-32. ábra: Az inflációs alapmutatók .....	46
3-33. ábra: Az iparcikkek átváltozása .....	47
3-34. ábra: Az iparcikkek havi átváltozásának alakulása .....	47
3-35. ábra: A piaci szolgáltatások havi átváltozása .....	47
3-36. ábra: Inflációs várakozások a régióban .....	48
3-37. ábra: Főbb nyersanyag- és energiapiaci termékek átváltozása.....	49
3-38. ábra: A FAO élelmiszerár-index éves változása .....	50
3-39. ábra: A Freightos Baltic Index alakulása a Kínából érkező szállítmányok esetében .....	50
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői .....	52
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása .....	52
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	53
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása .....	53
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása .....	53
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába .....	54
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részesegmensben .....	54
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje.....	55
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben.....	55
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei .....	56
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása .....	56
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint.....	57
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása.....	57
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása .....	58
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása .....	59
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása.....	60
5-8. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege.....	61
5-9. ábra: Az adó- és járulékbévételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2019-2022-es időszakban .....	61
5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása.....	62
6-1. ábra: Az energiakitűtség európai viszonylatban (2020) .....	63
6-2. ábra: A folyó mérleg egyenlegek átlaga Európa egyes régióiban.....	64
6-3. ábra: Németország fontosabb ágazatainak termelése és folyó mérlegének egyenlege.....	65
6-4. ábra: A finanszírozási képesség komponensei a régióban (négy negyedéves GDP-arányos értékek) .....	65

## 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: A 2022. III. negyedéves GDP-re vonatkozó várakozások és tényadatok .....	37
5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása .....	58
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	60
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódo hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	67
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódo és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	67

---

# 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. december**

Nyomda: Prospektus Kft.  
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1013 BUDAPEST, KRISZTINA KÖRÚT 55.