



# INFLÁCIÓS JELENTÉS



2024  
JÚNIUS

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

*Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről*



# INFLÁCIÓS JELENTÉS

2024  
JÚNIUS

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

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

*A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2024. június 13-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 .....   | 14 |
| 1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk .....   | 20 |
| 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....  | 24 |
| 3. Makrogazdasági helyzetértékelés .....  | 29 |
| 3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése .....                                   | 29 |
| 3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése .....                                     | 36 |
| 3.3. Munkaerőpiac .....   | 39 |
| 3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója .....  | 47 |
| 3.5. Költségek és infláció .....  | 48 |
| 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók .....  | 54 |
| 4.1. Hazai pénzügyi folyamatok .....  | 54 |
| 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói .....  | 58 |
| 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója .....  | 61 |
| 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás .....   | 61 |
| 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra .....  | 65 |
| 5.3. Költségvetési folyamatok .....   | 67 |
| 6. Kiemelt témák .....  | 70 |
| 6.1. A Fed és az EKB monetáris politikája közötti divergencia .....                                   | 70 |
| 6.2. Az MNB negyedéves lakossági felmérése: optimistábban várják a háztartások a következő évet ..... | 74 |
| Ábrák és táblázatok jegyzéke .....  | 78 |

## Keretes írások jegyzéke

|   |    |
|---|----|
| 1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink .....                             | 14 |
| 3-1. keretes írás: A historikusan magas külkereskedelmi többlet mögött meghúzódó tényezők ..... | 33 |
| 3-2. keretes írás: A vállalati profitok alakulása: nemzetközi és hazai tapasztalatok .....      | 39 |
| 3-3. keretes írás: Külföldi munkavállalók a magyar gazdaságban .....                            | 43 |
| 3-4. keretes írás: A szolgáltatásinfláció forrásai .....  | 51 |
| 4-1. keretes írás: 2024 első negyedéves hitelpiaci helyzetkép .....                             | 56 |
| 5-1. keretes írás: Magas szinten alakulnak a lakossági megtakarítások .....                     | 63 |





# 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.*

**Továbbra is mérsékelt az Európai Unió gazdasági teljesítménye, ugyanakkor a bizalmi indikátorok enyhe javulást mutatnak. A külső konjunktúra alakulása szempontjából a folytatódó orosz-ukrán háború és az általánosan feszült geopolitikai helyzet számottevő kockázatot jelent.**

2024 első negyedében az EU gazdasága 0,5 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A mérsékelt növekedés mögött elsősorban a kedvezőtlen ipari folyamatok, valamint a javuló, de továbbra is alacsony szinten álló fogyasztói bizalom áll. Hazánk legfontosabb kereskedelmi partnere, Németország gazdasági teljesítménye 0,2 százalékkal mérséklődött éves alapon. Ugyanebben az időszakban az amerikai GDP enyhén a várakozások alatt, 3,0 százalékkal emelkedett éves összevetésben. A kínai gazdaság a várakozásokat meghaladó mértékben, 5,3 százalékkal bővült 2024 első negyedében, elsősorban a gazdaságpolitika keresletösztönző intézkedéseinek hatására. A külső konjunktúra alakulásának szempontjából kockázatot hordoz a folytatódó orosz-ukrán háború, az általánosan feszült geopolitikai helyzet és az európai ipari termelés várható alakulása.

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

Az Európai Unióban a korábbi gyors dezinfláció lassulása figyelhető meg. Az eurozóna inflációja májusban 2,6 százalékra emelkedett. Az Európai Unió 27 tagállamából 15-ben nem változott vagy emelkedett az infláció, a többi tagországban tovább folytatódott a dezinfláció. A régión belül a nemzeti statisztikai hivatalok adatai alapján Lengyelországban az infláció emelkedését (2,5 százalék), míg Csehországban és Romániában annak mérséklődését (2,6 és 5,1 százalék) regisztrálták. Szlovákiában az Eurostat adatai szerint 2,7 százalékra emelkedett az infláció. Az Egyesült Államokban az infláció 3 százalék felett ingadozik, májusban 3,3 százalékon alakult.

**A globálisan meghatározó jegybankok közül az Európai Központi Bank (EKB) 25 bázisponttal csökkentette az irányadó rátáit júniusban, míg a Federal Reserve (Fed) később kezdheti meg a kamatcsökkentést. A régióban a cseh jegybank tovább csökkentette az irányadó kamatlábat, a lengyel és a román jegybank pedig változatlan szinten tartotta az alapkamatot az elmúlt negyedév során.**

Az Egyesült Államokban a Fed 5,25–5,50 százalékos szinten tartotta az irányadó ráta célsávját. A jegybank elnöke jelezte, hogy adatvezérelt módon hozzák meg döntéseiket és nem akarnak előre elköteleződni egy adott kamatpálya mellett. A jegybank emellett bejelentette, hogy júniustól havi 60 milliárd dollárról 25 milliárd dollárra csökkenti a mennyiségi szigorítás állampapírokra vonatkozó célértékét. Az EKB a júniusi kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatokat. A jegybank közleménye szerint a további kamatdöntések az inflációs kilátásokon fognak alapulni a beérkező gazdasági és pénzügyi adatok, az inflációs alapfolyamatok, valamint a monetáris politika transzmissziójának erőssége fényében. A jegybank 2024 második felében havonta átlagosan 7,5 milliárd euróval kívánja csökkenteni a PEPP portfóliót és 2024 végére teljesen lezárna az újrabefektetéseket.

A régióban a cseh jegybank májusban 50 bázisponttal folytatta a tavaly decemberben megkezdett kamatcsökkentést, ezzel 5,25 százalékra mérsékelte az irányadó rátát. A lengyel jegybank változatlanul, 5,75 százalékon, a román jegybank pedig 7,0 százalékon tartotta az irányadó rátát az elmúlt negyedév során. A Magyar Nemzeti Bank márciusban 75 bázisponttal, majd áprilisban és májusban 50-50 bázisponttal csökkentette az alapkamatot, amely így május végére 7,25 százalékra csökkent.

**Az elmúlt negyedévben a globális befektetői hangulatot elsősorban a meghatározó jegybankok kamatpolitikájával kapcsolatos várakozások, a beérkező makrogazdasági adatok, az európai parlamenti választások, valamint a geopolitikai konfliktusokkal kapcsolatos fejlemények befolyásolták.**

Az eszközárak alakulásában leginkább a fejlett piaci jegybankok kamatpolitikájával kapcsolatos várakozások játszottak szerepet. A meghatározó jegybankok döntéshozóinak nyilatkozatai hatására a piacon árazott kamatpályák feljebb tolódtak. Ezzel párhuzamosan a fejlett és feltörekvő piaci hosszú kötvényhozamok is emelkedtek. Az amerikai és német 10 éves hozam 4,3, illetve 2,5 százalék fölé nőtt, míg a régiós hozamok 10-30 bázisponttal emelkedtek. Az amerikai dollár és az euro is összességében vegyesen alakult a főbb devizákhoz képest, míg az euro/dollár keresztárfolyam 1,075-ös szint közelébe mérséklődött.

Az olajárak mérséklődtek, míg az európai gázárak emelkedtek az időszak során. Az Izrael és Irán közötti konfliktus ideiglenesen megemelte az olaj hordónkénti árát, azonban az a geopolitikai feszültségek enyhülése és a gyenge kereslet hatására összességében csökkent az elmúlt negyedévben. A gázárak emelkedése mögött főként a globális ellátást övező bizonytalanságok álltak.

**Az elmúlt negyedév első szakaszában a kedvező nemzetközi környezetben a forint összességében erősödött, míg az időszak végén főként a globális és európai befektetői hangulat romlásának hatására gyengült az euróval szemben. Az állampapírhozamok emelkedtek a negyedév során.**

A forint árfolyama változékonyan alakult az időszak során. A kedvező nemzetközi környezet hatására április első hetében erősödni tudott a hazai fizetőeszköz mind a dollárral, mind az euróval szemben. A globálisan meghatározó jegybankoktól várt kamatpályák felfelé tolódása, az amerikai dollár erősödése és a geopolitikai kockázatok növekedése azonban rövid időre nyomás alá helyezte a feltörekvő piacokat, amely hatására a forint is gyengült. Április végétől a forint ismét erősödésnek indult, amely háttérben részben a globális hangulatjavulás, részben a magyar jegybank óvatos és türelmes kamatcsökkentése állt, amelyet a piac kedvezően fogadott. Május utolsó napjaiban azonban a nemzetközi, azon belül leginkább az európai piaci hangulat romlásának hatására a régiós devizákkal párhuzamosan gyengült a forint árfolyama.

Az állampapírpiaci hozamgörbe rövid és hosszú szakasza kismértékben feljebb tolódott a magasabb várt fejlett piaci kamatpálya következtében növekvő hosszabb távú hazai kamatvárakozások hatására. A rövid bankközi kamatok minden futamidőn mérséklődtek, lekövetve az alapkamat csökkenését a részpiacokon.

**Magyarországon az infláció 2024 elején ismét a jegybanki toleranciasávba mérséklődött. Áprilistól az eddigi gyors ütemű dezinfláció megtorpant. Az áremelkedés üteme a következő hónapokban a jegybanki toleranciasávban, annak felső szélé közelében fog alakulni. Éves átlagban az infláció idén 3,0–4,5, míg 2025-ben és 2026-ban egyaránt 2,5–3,5 százalék között alakulhat.**

2024 első negyedévében folytatódott a dezinfláció, azonban áprilistól az európai folyamatokhoz hasonlóan hazánkban is enyhén nőtt az áremelkedés üteme. Májusban a fogyasztói árak éves összevetésben 4,0 százalékkal emelkedtek. Az infláció emelkedését az üzemanyagok árdinamikájának növekedése és bázishatások okozták. A maginfláció esetében a havi áremelkedés mértéke egyes piaci szolgáltatások visszatekintő átárazása következtében a historikus átlag felett alakult. A lakossági inflációs várakozások kismértékben emelkedtek májusban az előző hónaphoz képest.

A rövid távú inflációs kilátások javultak. A vártnál kedvezőbb tavaszi tényadatok, valamint a világpiacon olajárak süllyedése együttesen a márciusi prognózisnál alacsonyabb inflációs pályát eredményeznek 2024-ben. Az áremelkedés üteme várhatóan a következő hónapokban is a jegybanki toleranciasávban, annak felső szélé közelében fog alakulni. Ugyanakkor az alapfolyamatokat megragadó maginfláció csökkenése a második negyedévben megáll és az év végére 5,0 százalék közeli szintre emelkedik. Az MNB előrejelzése szerint éves átlagban idén 3,0–4,5 százalék közötti infláció várható. Az infláció 2025-ben és 2026-ban egyaránt 2,5–3,5 százalék között alakulhat. Az inflációs várakozások horgonyozottsága, a pénzügyi piaci stabilitás fenntartása és a fegyelmezett monetáris politika elengedhetetlen ahhoz, hogy a fogyasztóiár-index a jövő évtől tartósan visszatérjen a jegybanki célra.

**2024 első negyedévében megindult a hazai gazdasági növekedés, amelyet az idei évben főként a belső kereslet erősödése támogat. A magyar gazdaság 2024-ben várhatóan 2,0–3,0, 2025-ben 3,5–4,5, majd 2026-ban 3,0–4,0 százalékkal bővül.**

2024 első negyedévében a magyar gazdaság éves alapon 1,1 százalékkal, míg negyedéves alapon 0,8 százalékkal bővült. A reálbérek jelentős emelkedése, az óvatossági motívum fokozatos oldódása, illetve a fogyasztói bizalom javulása egyaránt tükröződött a háztartások első negyedévben bővülő fogyasztásában. A beruházások általános csökkenése 1,5 százalékponttal fékezte a gazdasági növekedést. A belföldre és az exportpiacra termelő ágazatokban lassult a visszaesés

mértéke, azonban az államhoz és a lakossághoz kapcsolódó beruházások jelentősebben csökkentek. Az export 5,3 százalékos, míg az import 9,2 százalékos visszaesést mutatott, így a nettó export növekedési hozzájárulása az összességében visszafogott importkereslet mellett pozitívan alakult az első negyedévben. A foglalkoztatás magas szintje mellett a munkaerőpiac feszessége az elmúlt negyedévekben enyhült. A munkanélküliségi ráta 4,4 százalékon alakult áprilisban.

2024-ben főként a belső kereslet erősödése támogatja a hazai GDP fokozatos bővülését. Az óvatossági motívum oldódása mellett az erőteljes reálbér-növekedés fogyasztást bővítő hatása az év hátralévő részében egyre markánsabban jelenik meg. A beruházások az idei évben még lassíthatják a növekedést. Az állami beruházások csökkenhetnek idén, míg a lakossági beruházások emelkedhetnek. A vállalati szféra beruházási aktivitását kivárás jellemzi, azonban a kereslet tartós javulásával 2025-ben megkezdődik ezeknek a bepótlása. Az exportra ellentétes irányú erők hatnak. A mérsékelt európai konjunktúra visszafogja a hazai kivitel, azonban a folyamatban lévő és az újonnan bejelentett jelentős kapacitásbővítő külföldi közvetlentőke-beruházások a következő években folyamatosan élénkítik az exportot. A kiépülő új ipari kapacitások termelésének felfutásával 2025-től kiegyensúlyozott szerkezetű hazai növekedés várható, és hazánk exportpiaci részesedése is emelkedik. A hazai GDP 2024-ben várhatóan 2,0-3,0 százalékkal, 2025-ben 3,5-4,5, majd 2026-ban 3,0-4,0 százalékkal bővül.

### **A háztartási hitelpiac élénkült 2024 első negyedévében, ugyanakkor a vállalati hitelpiac keresletét továbbra is a kivárás jellemezte.**

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállományának éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 2,6 százalékponttal lassult, így 3,2 százalékot ért el 2024 első negyedév végén. A mikro-, kis- és középvállalkozások éves hiteldinamikája, amely jobban megragadja a hitelezési alapfolyamatokat, 2,5 százalék volt. Az első negyedévben az újonnan szerződött – nem folyószámla jellegű – vállalati hitelek értéke jelentősen, mintegy 25 százalékkal maradt el az egy évvel korábbtól. Ezzel párhuzamosan a hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok negyede az első negyedévben a vállalati hitelkereslet csökkenését tapasztalta, azonban 2024 második és harmadik negyedévében már a válaszadó intézmények nettó értelemben vett 14 százaléka a kereslet növekedését valószínűsíti. A továbbra is bizonytalan növekedési kilátások miatt a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2024. év végén 5 százalékot érhet el, míg 2025. év elejétől 8-9 százalék körüli szinten stabilizálódhat a bővülés mértéke.

2024 első negyedévében a háztartási hitelállomány éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 1,3 százalékponttal gyorsulva 3,6 százalékot ért el. A hitelintézetek által 2024. első negyedévben szerződött lakáshitelek értéke az előző év azonos időszak, alacsony bázist jelentő értékét 130 százalékkal haladta meg, míg a személyi hitelek kibocsátása 48 százalékkal volt magasabb. Az új hitelszerződések bővülését az év elejével módosuló családtámogatások és a 2023. októberben meghirdetett önkéntes THM plafon is támogatta. A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok a lakáshitelek és a fogyasztási hitelek esetében is növekvő keresletről számoltak be az első negyedévben, és előretételek is mindkét szegmensben a kereslet további növekedésére számítanak. A háztartási hitelállomány éves növekedése 2024. év végén mintegy 8 százalékot érhet el, 2025. év elejétől pedig 9-10 százalék körüli lehet a bővülés mértéke.

### **A folyó fizetési mérleg többlete várhatóan tovább emelkedik.**

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2023-ban historikus összevetésben is kiemelkedő mértékben emelkedett. A külső egyensúly kedvező alakulása 2024-ben is folytatódott: a folyó fizetési mérleg áprilisi 1 milliárd euro feletti többlete újabb historikus csúcst jelent. A folyó fizetési mérleg aktívuma a következő években a jegybank korábbi várakozásánál is nagyobb lehet. Az egyenleg 2024 egészében is várható növekedése elsősorban a tovább javuló cserearányra, illetve a magas importarányal rendelkező, de csökkenő beruházási aktivitásra és készletfelhalmozásra vezethető vissza. Hosszabb távon a korábban végrehajtott feldolgozóipari beruházások termelővé válásával hazánk emelkedő exportpiaci részesedése támogatja a külső egyensúly javulását. Az előrejelzési horizonton tovább folytatódik a folyó fizetési mérleg többletének növekedése, ami 2024-ben várhatóan eléri a GDP 1,5-2,7 százalékat, míg 2025-26-ban a GDP 3-4 százalékára emelkedhet.

A költségvetés GDP-arányos hiánya 2024-ben 4,5-5,0 százalék között alakulhat, majd 2025-ben 3,5-4,5 százalék, 2026-ban pedig 2,8-3,8 százalék között lehet a deficit a makrogazdasági folyamatok alakulása és a költségvetési kontroll mértékének függvényében. Az elsődleges egyenleg az idei évben egyensúly közelébe javul. A hiány csökkenését a világgpiaci energiaárak

stabilizálódása és az infláció csökkenése segíti, míg a költségvetési törvény előirányzatától elmaradó adóbevételek és a magas állami kamatkidadások nehezítik. A GDP-arányos államadósság folyamatosan mérséklődik, amihez a kitűzött hiánycélok fegyelmezett elérése is szükséges.

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

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. A lassuló globális konjunktúrát feltételező forgatókönyv megvalósulása esetén az alappályához képest alacsonyabban alakulhat mind a gazdasági növekedés, mind az infláció. A Fed és az EKB monetáris politikája közti divergenciával számoló alternatív pálya magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztens. A gyorsabb bérdinamikát és a fogyasztás gyorsabb helyreállítását feltételező forgatókönyv az alappályához képest magasabb növekedési és inflációs pályával áll összhangban. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a magasabb energiaárakat valószínűsítő és a termelékenység és energiahatékonyság gyorsabb javulásával számoló pályákat tárgyalta. A geopolitikai konfliktusok továbbra is jelentős kockázatot hordoznak, mindenekelött az orosz-ukrán háború, a közel-keleti helyzet, valamint a multilaterális kereskedelmi rendszer széttöredezése következtében.

## AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

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

|  | 2023 | 2024            | 2025            | 2026            |
|--|------|-----------------|-----------------|-----------------|
|  | Tény |                 | Előrejelzés     |                 |
| <b>Infláció (éves átlag)</b>                     |      |                 |                 |                 |
| Maginfláció                                      | 18,2 | 4,1 - 5,3       | 2,7 - 3,5       | 2,7 - 3,3       |
| Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció         | 18,1 | 4,1 - 5,3       | 2,7 - 3,5       | 2,7 - 3,3       |
| Infláció   | 17,6 | 3,0 - 4,5       | 2,5 - 3,5       | 2,5 - 3,5       |
| <b>Gazdasági növekedés</b>                       |      |                 |                 |                 |
| Háztartások fogyasztási kiadása                  | -2,2 | 3,3 - 3,7       | 2,7 - 3,7       | 2,7 - 3,7       |
| Közösségi végső fogyasztás <sup>1</sup>          | 1,3  | (-0,1) - 0,7    | (-0,3) - 0,9    | (-0,1) - 1,1    |
| Bruttó állóeszköz-felhalmozás                    | -7,4 | (-1,5) - 0,5    | 3,1 - 6,3       | 0,7 - 3,6       |
| Belföldi felhasználás                            | -5,6 | 0,5 - 1,3       | 2,6 - 3,8       | 1,8 - 3,0       |
| Export   | 0,9  | 0,6 - 1,4       | 6,1 - 7,9       | 4,6 - 6,4       |
| Import   | -4,3 | (-1,5) - (-0,7) | 5,4 - 7,4       | 3,1 - 5,1       |
| GDP  | -0,9 | 2,0 - 3,0       | 3,5 - 4,5       | 3,0 - 4,0       |
| Munkatermelékenység <sup>2</sup>                 | -1,1 | 2,1 - 2,6       | 3,4 - 4,7       | 2,8 - 4,2       |
| <b>Külső egyensúly<sup>3</sup></b>               |      |                 |                 |                 |
| Folyó fizetési mérleg egyenlege                  | 0,2  | 1,5 - 2,7       | 2,2 - 3,6       | 3,0 - 4,6       |
| Külső finanszírozási képesség                    | 1,2  | 3,1 - 4,3       | 4,1 - 5,5       | 4,8 - 6,4       |
| <b>Államháztartás<sup>3</sup></b>                |      |                 |                 |                 |
| ESA-egyenleg                                     | -6,7 | (-5,0) - (-4,5) | (-4,5) - (-3,5) | (-3,8) - (-2,8) |
| <b>Munkaerőpiac</b>                              |      |                 |                 |                 |
| Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>4</sup> | 14,3 | 12,4 - 13,0     | 7,1 - 8,3       | 7,7 - 9,0       |
| Nemzetgazdasági foglalkoztatottság               | 0,6  | 0,1 - 0,3       | (-0,3) - 0,4    | (-0,2) - 0,6    |
| Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>4</sup>   | 16,3 | 11,0 - 11,6     | 7,5 - 8,6       | 6,9 - 8,1       |
| Versenyszféra foglalkoztatottság                 | 1,0  | 0,1 - 0,3       | 0,0 - 0,5       | 0,0 - 0,5       |
| Munkanélküliségi ráta                            | 4,1  | 4,2 - 4,3       | 3,5 - 4,0       | 3,2 - 4,1       |
| Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség | 17,5 | 8,8 - 9,7       | 2,9 - 4,5       | 3,1 - 4,9       |
| Lakossági reáljövedelem <sup>5</sup>             | 2,0  | 3,4 - 4,0       | 2,1 - 3,3       | 2,1 - 3,3       |

<sup>1</sup> Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transfereket.

<sup>2</sup> Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

<sup>3</sup> A GDP arányában.

<sup>4</sup> Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

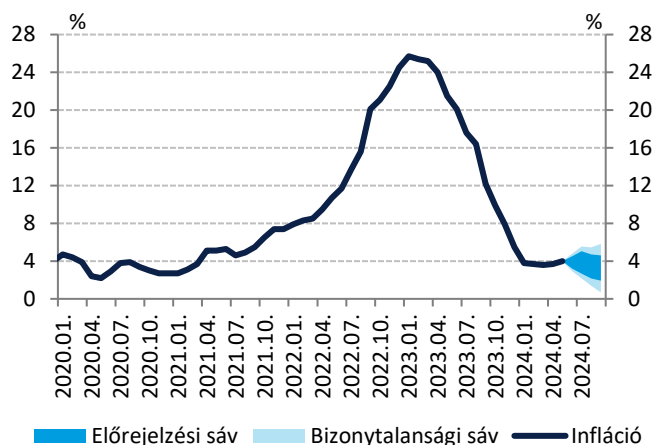
<sup>5</sup> MNB-becslés.

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

## 1.1. Inflációs előrejelzésünk

Májusban a fogyasztói árak éves összetételében 4,0 százalékkal emelkedtek. Előrejelzésünk szerint az infláció a következő hónapokban a jegybanki toleranciasávbán, annak felső széle közelében fog alakulni. Az alapfolyamatokat megragadó maginfláció csökkenése a második negyedévben megáll és az év végére 5,0 százalék közeli szintre emelkedik. A fogyasztóiár-index várhatóan 2025-ben tér vissza tartósan a jegybanki inflációs célra. Az infláció az idei év során 3,0–4,5, 2025-ben és 2026-ban egyaránt 2,5–3,5 százalék között alakulhat éves átlagban. Az adószűrt maginfláció 2024-ben 4,1–5,3, 2025-ben 2,7–3,5, míg 2026-ban a 2,7–3,3 százalék között alakulhat.

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



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

Forrás: KSH, MNB

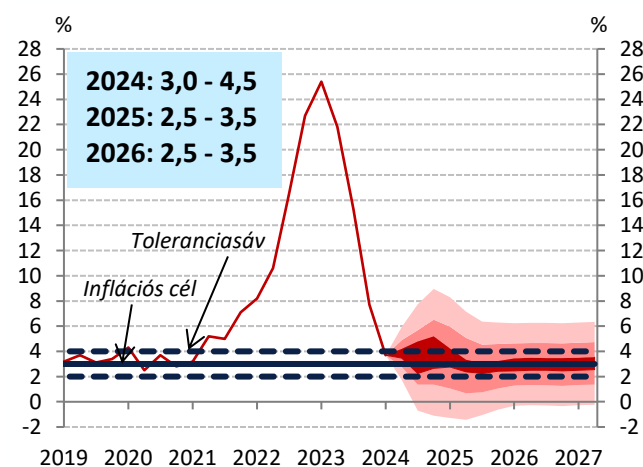
**Előrejelzésünk szerint az infláció a következő hónapokban a jegybanki toleranciasávbán, annak felső széle közelében fog alakulni (1-1. ábra).** Az alapfolyamatokat megragadó maginfláció csökkenése a második negyedévben megáll és az év végére 5,0 százalék közeli szintre emelkedik.

**A fogyasztóiár-index 2025-ben tér vissza tartósan a jegybanki inflációs célra.** A márciusi prognózisunkhoz képest az idei inflációra vonatkozó előrejelzésünk sávjának alsó és felső széle is 0,5 százalékponttal csökkent, míg 2025-re és 2026-ra vonatkozó prognózisunk változatlan maradt. Az alacsonyabb idei inflációs pályát az üzemanyagárak április második felében megkezdődött mérséklődése, valamint a beérkezett tényadatok magyarázzák. **Az infláció 2024-ben 3,0 – 4,5 százalék között alakulhat, míg 2025-ben és 2026-ban egyaránt 2,5 – 3,5 százalék lehet (1-2. ábra).**

**Előrejelzésünk szerint az alapfolyamatokat megragadó indirekt adóktól szűrt maginfláció 2024-ben 4,1–5,3 százalék között, 2025-ben 2,7–3,5 százalék között, míg 2026-ban a 2,7–3,3 sávban alakulhat éves átlagát tekintve.** A dollárban kifejezett világpiaci olajárak érdemben csökkentek áprilistról májusra, miközben a hátralévő időszakra vonatkozó feltevésünk érdemben nem változott a márciusi prognózisunkhoz képest. A Brent kőolaj világpiaci jegyzésére az áprilisi 90 dollár/hordó körüli árszint után jelenleg a 80 dollár/hordó árszint körül alakul. Az elmúlt évek kiugró értékei után 2024-ben alacsonyabb szinten mozognak az európai gáz- és áramárak. 2024 februárjában a gáz világpiaci ára 30 euro/MWh alá csökkent, jelenleg pedig 35 euro/MWh körüli szintre emelkedett a globális ellátást övező bizonytalanságok következtében.

**Az élelmiszerek utóbbi hónapokban tapasztalt visszafogott árváltozását az éves alapon csökkenő globális élelmiszer-alapanyagárak mellett az erősebb verseny generáló kormányzati intézkedések is elősegítik.** A feldolgozatlan élelmiszerek esetében az idei évben 0,3 százalék körül, míg a jövő évben 3,3, 2026-ban pedig 4,3 százalékon alakulhat a termékcsoport éves áremelkedése.

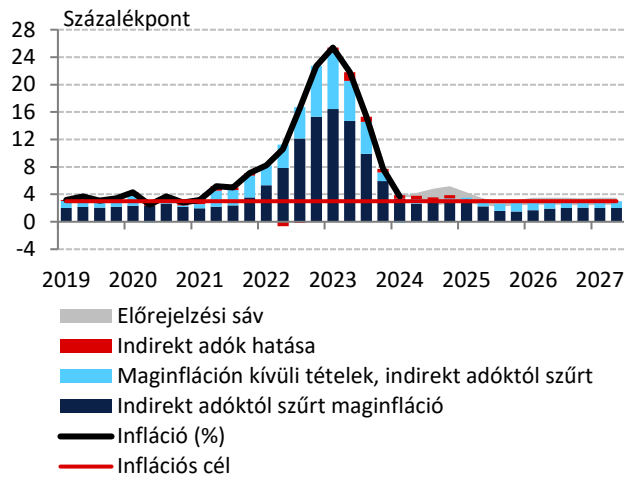
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója



Megjegyzés: A dekompozíció az előrejelzésünk sávközepe alapján készült.

Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

|                                    |                                 | 2024             | 2025             | 2026             |
|------------------------------------|---------------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Indirekt adóktól szűrt maginfláció |                                 | 4,1 - 5,3        | 2,7 - 3,5        | 2,7 - 3,3        |
| Maginfláció                        |                                 | 4,1 - 5,3        | 2,7 - 3,5        | 2,7 - 3,3        |
| Maginfláción kívüli tételek        | Feldolgozatlan élelmiszerek     | 0,3              | 3,3              | 4,3              |
|                                    | Járműüzemanyag és piaci energia | 0,1              | 2,6              | 2,6              |
|                                    | Szabályozott árú termékek       | 3,0              | 1,9              | 2,2              |
|                                    | Alkohol, dohány                 | 4,5              | 3,5              | 3,4              |
| <b>Infláció</b>                    |                                 | <b>3,0 - 4,5</b> | <b>2,5 - 3,5</b> | <b>2,5 - 3,5</b> |

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

Forrás: MNB

A globális élelmiszer-alapanyagárak változatlanul csökkennek éves alapon, ami abba az irányba mutat, hogy az élelmiszer-infláció továbbra is visszafogott maradjon.

**A járműüzemanyag és piaci energia termékkör éves inflációja idén 0,1, jövőre és 2026-ban pedig 2,6 százalék körül alakulhat (1-1. táblázat).** Az idei év visszafogott áremelkedéséhez hozzájárul a világpiaci olajárak és a hazai üzemanyagárak április második felében megindult mérséklődése. A szabályozott árú termékek és szolgáltatások inflációja 2024-ben előrejelzésünk szerint átlagosan 3,0 százalék körül alakul. Elemzésünkben azzal a technikai feltevéssel éltünk, hogy a lakossági energiaárakat érintő intézkedések a teljes előrejelzési horizonton változatlan formában érvényben maradnak.

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

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

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

| Meghatározó feltevések          | 2024      |           | 2025      |           | 2026      |           | Változás |            |          |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|------------|----------|
|                                 | Előző     | Aktuális  | Előző     | Aktuális  | Előző     | Aktuális  | 2024     | 2025       | 2026     |
| EUR/USD                         | 1,09      | 1,08      | 1,09      | 1,08      | 1,09      | 1,08      | -0,6%    | -0,6%      | -0,6%    |
| Olajár (USD/hordó)              | 82,5      | 81,1      | 77,8      | 77,0      | 76,9      | 75,7      | -1,7%    | -1,0%      | -1,5%    |
| Olajár (EUR/hordó)              | 75,7      | 74,9      | 71,3      | 71,0      | 70,5      | 69,8      | -1,1%    | -0,4%      | -1,0%    |
| Gázár (EUR/MWh)                 | 28,8      | 33,4      | 30,0      | 37,9      | 29,2      | 37,6      | 16,0%    | 26,2%      | 28,9%    |
| Eurozóna inflációja (%)         | 2,3       | 2,5       | 2,0       | 2,2       | 1,9       | 1,9       | 0,2 szp. | 0,2 szp.   | 0,0 szp. |
| Eurozóna növekedése (%)         | 0,6       | 0,9       | 1,5       | 1,4       | 1,6       | 1,6       | 0,3 szp. | - 0,1 szp. | 0,0 szp. |
| Felvevőpiacaink növekedése* (%) | 1,1 - 1,9 | 1,2 - 1,8 | 1,9 - 2,7 | 1,9 - 2,7 | 1,3 - 2,2 | 1,3 - 2,2 | 0,0 szp. | 0,0 szp.   | 0,0 szp. |

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

**Főbb kereskedelmi partnereink 2024. évi GDP növekedésére vonatkozó várakozások nem változtak érdemben.** Az első negyedévben az Európai Unió gazdasága a várakozásoknak megfelelően 0,5 százalékkal nőtt. A növekedést támogatta, hogy a jelentősen alacsonyabb inflációs környezet mellett a tagországok többségében a lakossági fogyasztás kis mértékben bővülni tudott. Az USA-ban éves alapon enyhén lassult a GDP növekedése. Az Egyesült Államok gazdasága éves bázison 2,9, míg negyedéves alapon 0,3 százalékkal bővült. Kínában 2024 első negyedévében a várakozások felett alakult az éves növekedési dinamika, a tavalyi negyedik negyedévinél nagyobb, 5,3 százalékos növekedést regisztráltak, míg negyedéves alapon 1,6 százalékkal bővült a GDP. A külső konjunktúra alakulásának szempontjából kockázatot hordoz a dezinfláció megtorpanása és korábbinál magasabbra várt kamatpályák, a kedvezőtlen európai ipari termelési kilátások, valamint a folytatódó orosz-ukrán háború és az általánosan feszült geopolitikai helyzet. 2024 első negyedévben visszafogott maradt a globális ipari termelés és a világerkedelem is stagnált. A fejlett gazdaságokban továbbra is feszes munkaerőpiac támogatta a globális konjunktúrát. A konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom az EU gazdaságaiban kis mértékben javult, de továbbra is alacsony szinten áll. Ezzel párhuzamosan az üzleti hangulat a szolgáltatások esetében stagnált, míg az iparban enyhén romlott. Az idei évre vonatkozó globális és európai növekedési kilátások a márciusi előrejelzéshez képest nem változtak érdemben, így külső keresleti feltevésünk sem változott.

**Az EKB 2024-re és 2025-re magasabb inflációs pályát, míg az idei évre magasabb, jövőre alacsonyabb növekedési rátát vár a márciusi előrejelzéséhez képest.** Az intézmény várakozásai szerint az eurozóna GDP-növekedése 2024-ban 0,3 százalékponttal lehet magasabb a korábbi előrejelzéshez képest, így az idei évre 0,9 százalékos növekedési dinamikát prognosztizál az EKB, míg 2025-ben márciusához képest 0,1 százalékponttal visszafogottabb növekedést várnak, így a jövő évi növekedés 1,4 százalék lehet. Az EKB júniusi előrejelzése alapján az euroövezet inflációja idén és jövőre egyaránt 0,2 százalékponttal magasabb lehet, ezzel 2024-ben 2,5, míg 2025-ben 2,2, százalékon alakulhat.

**A Brent nyersolaj ára április második feléig emelkedett, majd ezt követően érdemben csökkent.** Az Izrael és Irán közötti konfliktus ideiglenesen megemelte az olaj hordónkénti árát, majd a geopolitikai feszültségek enyhülése és a gyenge kereslet hatására csökkent. A Brent nyersolaj világpiaci ára jelenleg 80 dollár körül ingadozik hordónként. Az OPEC+ országok június elején 2025 végéig meghosszabbították az olajtermelés csökkentésére vonatkozó terveiket. Az olajkínálat szűkítéséből fakadó felfelé mutató árnyomást ugyanakkor ellensúlyozzák a globálisan gyenge kereslettel kapcsolatos aggodalmak, miközben a geopolitikai konfliktusok továbbra is kockázatokat hordozhatnak. A Brent és az orosz típusú Ural kőolaj közötti árkülönbség az elmúlt időszakban is fennmaradt.

**A benzin és a gázolaj hazai ára az elmúlt hetekben érdemben csökkent.** Hazánkba továbbra is érkezik vezetéken az orosz Ural típusú kőolaj, azonban a benzin és a gázolaj piaci árának kialakításánál a Brent nyersolaj az irányadó, így annak dollárban kifejezett ára és az USD/HUF árfolyam nagy hatással van az üzemanyagárakra. A nemzetközi folyamatokkal összhangban a benzin és a gázolaj piaci ára április második feléig emelkedett hazánkban, azóta azonban érdemi csökkenés volt megfigyelhető mindkét üzemanyagár esetében.



**Az elmúlt évek kiugró értékei után 2024-ben alacsonyabb szinten mozognak az európai gáz- és áramárak.** A földgáz hazai és európai beszerzési árának alakulása a holland TTF gáz jegyzésárát követi, amely 2022 augusztusában érte el historikus, 300 euro feletti csúcst. A földgáz árának 2022 decemberében indult tartós csökkenése eredményeként 2024 februárra 30 euro/MWh alá csökkent a világgpiaci jegyzés. Ezt a folyamatot az európai gáztárolók magas töltöttségi szintje és az LNG-kapacitások növekedése, az enyhe téli időjárás, az alacsony lakossági fogyasztás, valamint a recesszióval küzdő európai ipar mérsékeltebb gázkereslete is támogatta. Február óta a gázárak a globális ellátást övező bizonytalanságok, valamint a Norvégia felől érkező európai gázszállítás akadozása miatt emelkedtek, jelenleg 35 euro/MWh körüli szinteken tartózkodnak. A földgáztüzelésű erőműveken keresztül a gázárak változása az áram árára is hat. A gáz elmúlt hetekben látott drágulásával összhangban az elektromos energia ára is emelkedett, a német Phelix típusú áramár 7 napos mozgóátlaga 80 euro körül alakul, ami még így is érdemben alacsonyabb a 2023-as évre jellemző átlagosan közel 100 euro árnál.

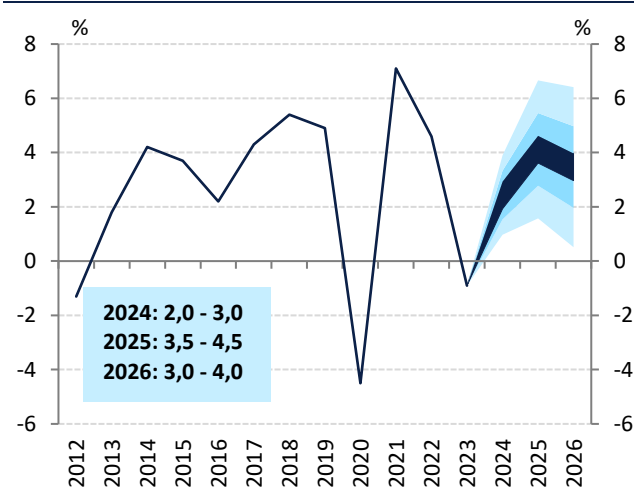
**A költségvetés GDP-arányos hiánya 2024-ben előrejelzésünk szerint 4,5-5,0 százalék között alakulhat, majd 2025-ben 3,5-4,5 százalék, 2026-ban 2,8-3,8 százalék között lehet a deficit a makrogazdasági folyamatok alakulása és a költségvetési kontroll mértékének függvényében.** A hiány csökkenését a világgpiaci energiaárak stabilizálódása és az infláció csökkenése segíti, míg az előirányzattól elmaradó adóbevételek és a magas állami kamatkidadások nehezítik. A GDP-arányos államadósság folyamatosan mérséklődik előrejelzésünk szerint, amihez a kitűzött hiánycélok elérése is szükséges.

**A 2021-2027-es kohéziós források lehívása folyamatosan halad, az RRF forrásaihoz ugyanakkor továbbra sem fér hozzá Magyarország.** Hazánk összesen 12,2 milliárd euro értékben férhet hozzá a 2021-2027-es kohéziós keret részhez, ugyanakkor továbbra sem elérhető a helyreállítási és kohéziós forrásokból összesen közel 20 milliárd euro, amelyek döntő része a Bizottság által meghatározott 27 szupermércföldkő teljesítéséhez kapcsolódik. Az év eleji költségvetési adatok alapján az uniós kifizetések alacsonyabban alakulnak az előirányzat alapján várhatóanál, ami a megelőlegezések mérséklésére utal.

## 1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Az első negyedévi 1,1 százalékos növekedést követően a gazdasági teljesítmény várhatóan fokozatosan tovább gyorsul 2024-ben, így az év egészében 2,0–3,0 százalék között alakulhat a hazai GDP növekedése. Az év elején a reálbérek emelkedése és a fogyasztói bizalom fokozatos javulása tükröződött a háztartások fogyasztásán, amely pozitívan járult hozzá a gazdasági teljesítményhez. A beruházások korábbi várakozásunknál nagyobb mértékben csökkentek az első negyedévben. A szolgáltatások segítették a gazdaság élénkülését, míg a csökkenő ipari teljesítmény fékezte azt. Előretekintve 2024-ben főként a piaci szolgáltatások támogathatják a növekedést, míg az alacsony rendelésállomány, valamint a vállalati bizalmi indexek alapján az ipar teljesítménye visszafogottan alakulhat az év során. Várakozásaink szerint idén főként a háztartások fogyasztása, valamint a nettó export járulnak hozzá a GDP fokozatos emelkedéséhez, míg 2025-től a dinamizálódó beruházási aktivitás és kedvező külső keresleti folyamatok következtében kiegyensúlyozott növekedés várható. Előrejelzésünk szerint a gazdaság 2025 során visszatér hosszú távú növekedési trendjéhez, a GDP emelkedése 2025-ben 3,5–4,5 százalék, 2026-ben 3,0–4,0 százalék közötti ütemben folytatódhat.

1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

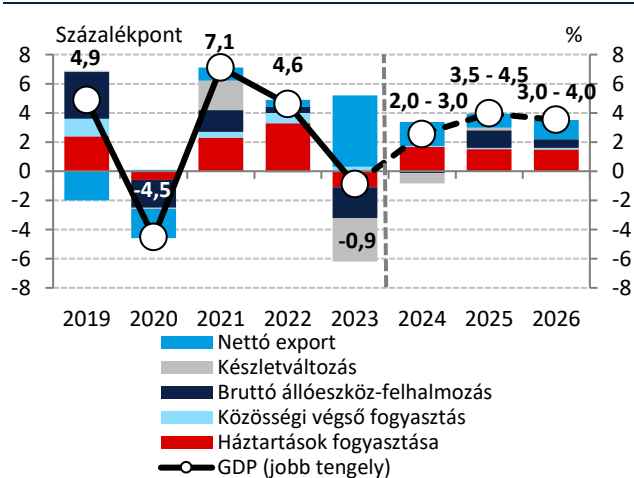
Forrás: KSH, MNB

**A hazai GDP 2024 első negyedévében 1,1 százalékkal növekedett éves bázison.** A gazdasági teljesítmény a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján 1,7 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, míg negyedéves bázison 0,8 százalékos bővülést regisztráltak. A beérkező adat megfelelt a márciusi Inflációs jelentésben közölt várakozásunknak. A fő nemzetgazdasági ágak közül elsősorban a szolgáltatások segítették a gazdaság növekedését, míg a visszafogott ipari teljesítmény 0,9 százalékponttal fékezte azt. A felhasználási tételek kettősséget mutattak. A reálbérek emelkedése és a fogyasztói bizalom javulása tükröződött a háztartások fogyasztásán, amely az első negyedévben 3,6 százalékkal bővült éves alapon. A bruttó állóeszköz-felhalmozás esetében az előző év azonos időszakához képest 6,9 százalékos csökkenés volt megfigyelhető, ami 1,5 százalékponttal lassította a gazdasági növekedést. A készletváltozás hozzájárulása érdemben negatívan alakult, 2,3 százalékponttal fogta vissza a növekedést. A nettó export növekedési hozzájárulása 3,1 százalékpont volt, ami annak tulajdonítható, hogy az import (-9,2 százalék) volumene nagyobb mértékben csökkent, mint az exporté (-5,3 százalék).

**Az idei évben fokozatosan élénkül a gazdaság teljesítménye.** A pozitív reálbérdinamika, valamint az emelkedő lakossági jövedelem segíti a szolgáltatások iránti kereslet folytatódó bővülését. Az ipari termelés az alacsony rendelésállomány, valamint a vállalati bizalmi indexek alapján továbbra is visszafogott maradhat, és várhatóan majd az év végétől segíti újra a gazdasági növekedést. Az építőipari teljesítmény a szerződésállományok alapján visszafogott marad idén ellenére, hogy az első negyedévben növekedést regisztráltak.

**Előrejelzésünk szerint az idei évben 2,0–3,0 százalékkal bővül a magyar gazdaság.** A 2024 közepétől dinamizálódó gazdasági teljesítmény előrejelzésünk szerint 2026 során tér

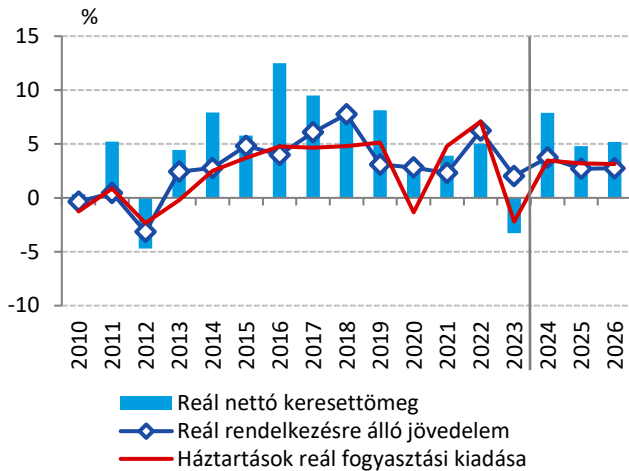
1-5. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése



Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

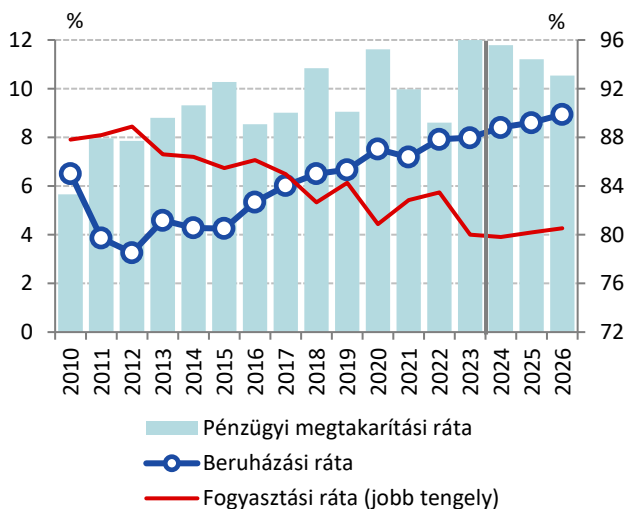
Forrás: KSH, MNB

1-6. ábra: A nettó keresettömeg, a rendelkezésre álló jövedelem és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása reálértéken



Forrás: KSH, MNB

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



Forrás: KSH, MNB

vissza a hosszú távú növekedési trendjéhez, a **GDP emelkedése 2025-ben 3,5–4,5 százalék, 2026-ban 3,0–4,0 százalék közötti ütemben folytatódik** (1-4. és 1-5. ábra).

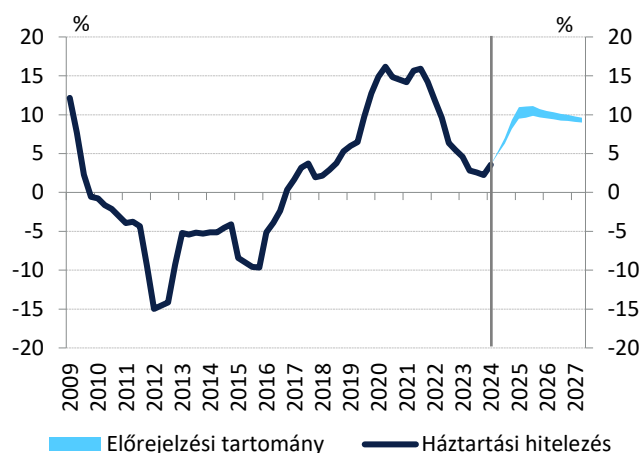
**2024-ben a kedvező bérezési és jövedelmi folyamatok eredményeképpen a háztartási fogyasztás a gazdasági növekedés támasza lehet.** A reálbérek emelkedése mellett a lakosság keresletét erősíti a fokozatosan javuló fogyasztói bizalom, valamint a háztartási hitelállomány várható növekedése (1-8. ábra). A hitelintézetek által 2024. első negyedévében szerződött lakáshitelek értéke az előző év azonos időszaki alacsony bázishoz képest 130 százalékkal bővült, míg a személyi hitelek kibocsátása 43 százalékkal volt magasabb. Az inflációs és bérezési folyamatok alapján a háztartások reáljövedelme bővül az idei évben, ami a lakossági fogyasztás növekedését is segíti. A fogyasztás idén 3,3–3,7, 2025-ben és 2026-ban 2,7–3,7 százalék közötti ütemben növekedhet (1-6. ábra).

**Az előrejelzési horizonton a megtakarítási ráta fokozatos mérséklődésére számítunk, amellyel összhangban a lakossági beruházási ráta és a fogyasztási ráta is emelkedik.** 2023-ban a bizonytalan gazdasági környezet és a magas infláció eredményeképpen a háztartások jelentős megtakarításokat halmoztak fel, miközben fogyasztási rátájuk visszaesett. A kedvező bérezési folyamatokkal összhangban az idei évtől megkezdődhet a megtakarítási ráta csökkenése, így a háztartások beruházási és fogyasztási rátája növekedhet (1-7. ábra).

**A beruházások az idei évi enyhe csökkenést követően 2025-ben és 2026-ban is bővülnek előrejelzésünk szerint.** A bruttó állóeszköz-felhalmozás 6,9 százalékkal esett vissza az első negyedévében, ami érdemben elmaradt a várakozásunktól. A beruházások szerkezete kettősséget mutat az idei évben előretekintve. Az előretekintve egyre kedvezőbbé váló hitelezési dinamikának, valamint a fokozatosan helyreálló belső keresletnek köszönhetően a lakossági és vállalati szektor beruházásaiban enyhe bővülés következhet be az idei évben, ezt azonban ellensúlyozza az állami beruházások csökkenése. A beruházások változása várakozásunk szerint 2024-ben (-1,5) – 0,5, 2025-ben 3,1–6,3, 2026-ban 0,7–3,6 százalék között alakulhat. A nominális beruházási ráta 25-26 százalék közelében stabilizálódhat az előrejelzési horizonton, míg a 2015-ös árakon számított reál beruházási ráta ennél alacsonyabban, 22-23 százalék közelében alakulhat (1-3. táblázat).

**A hiteldinamika gyorsulásával a vállalati beruházások volumene az év második felétől bővülhet.** Az MNB konjunktúra felmérése szerint a vállalati szegmensben az elmúlt hónapokban stagnáltak a beruházási várakozások. A

1-8. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése



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

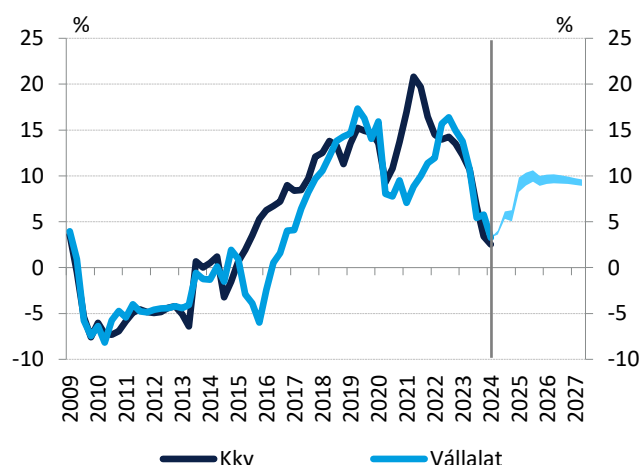
Forrás: MNB

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

|                               | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|-------------------------------|------|------|------|------|
| Bruttó állóeszköz-felhalmozás | -7,4 | -0,5 | 4,7  | 2,2  |
| Állami beruházás              | -8,2 | -8,0 | -2,6 | -5,2 |
| Privát beruházás              | -7,3 | 1,3  | 6,3  | 3,7  |
| Beruházási ráta               | 26,3 | 25,6 | 25,9 | 25,8 |

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

1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



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

Forrás: MNB

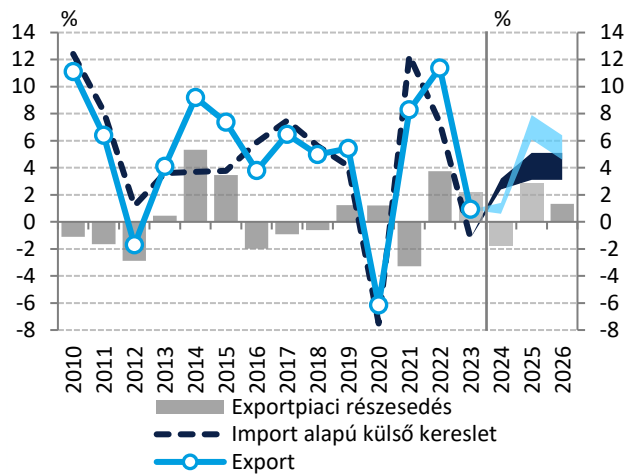
vállalati hitelállomány növekedési üteme 2024 elején korábbi várakozásunk alatt alakult, elsősorban a nagyüyletek vállalati hitel dinamikát mérséklő hatása miatt. A bankok mintegy 25 százaléka az első negyedévben a vállalati hitelkereslet csökkenését tapasztalta, azonban 2024 második és harmadik negyedévében már a válaszó intézmények nettó értelemben vett 14 százaléka a kereslet növekedését valószínűsíti. Becslésünk szerint a vállalati hitel dinamika előretekintve gyorsulhat, 2024 év végén 5 százalékosra érhet el, 2025 év elejétől pedig 8-9 százalékos szinten stabilizálódhat az előrejelzési horizont végéig (1-9 ábra). Összességében a vállalatok investíciói az idei évben csak enyhébb ütemben emelkedhetnek, míg a jövő évtől érdemi bővülésre számítunk, melyhez hozzájárul a korábban bejelentett nagy ipari beruházások kivitelezése.

**A lakossági beruházások bővülésére számítunk az előrejelzési horizonton.** A lakáshitelek kibocsátása 2024 áprilisban már 212 százalékkal magasabb volt, mint az előző év azonos időszakában, ami elősegíti a lakossági beruházások bővülését. Prognózisunk szerint 2024-ben 2,0, 2025-ben 3,0, míg 2026-ban 5,0 százalékkal bővíthetnek a háztartások beruházásai.

**A hazai kivitel az európai konjunktúra alakulásával párhuzamosan a jövő évtől tud érdemben bővülni.** 2024 első negyedévében az export 5,3 százalékkal esett vissza éves alapon. A külső konjunktúra ideai alakulásának szempontjából továbbra is kockázatot hordoz a dezinfláció megtorpanása és korábbinál magasabbra várt kamatpályák, a kedvezőtlen európai ipari termelési kilátások, valamint a folytatódó orosz-ukrán háború és az általánosan feszült geopolitikai helyzet. Az előretekintő indikátorok a kivitel további csökkenését vetítik előre az év első felében. Az export lassulása alapvetően ciklikus jelenség: legfőbb oka az európai konjunktúra kedvezőtlen alakulása és az ezzel mérséklődő külső kereslet. Azonban a hazai exportpiaci versenyképesség nem sérült, így a kivitel középtávon ismételten a GDP növekedés fontos tényezője lehet. A hazai export bővülését közép- és hosszú távon segítik az FDI-ből megvalósuló, akkumulátorgyártáshoz, autóiiparhoz köthető feldolgozóipari zöldmezős beruházások, így 2025-től az export bővülése dinamikusabb lehet. Ezzel összhangban a külpiaci részesedésünk az idei évben várhatóan átmenetileg csökken, majd a jövő évtől ismét emelkedik, így kiegyensúlyozott növekedés várható és a gazdaság visszatérhet hosszú távú növekedési trendjéhez (1-10. ábra).

**2024-ben az import csökkenésére számítunk.** Az első negyedévben 9,2 százalékkal csökkent az import volumene éves bázison, amely érdemben elmaradt a korábbi várakozásunktól. A visszaesés elsősorban a csökkenő

1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Exportpiaci részesedés az előrejelzési sáv átlaga alapján.

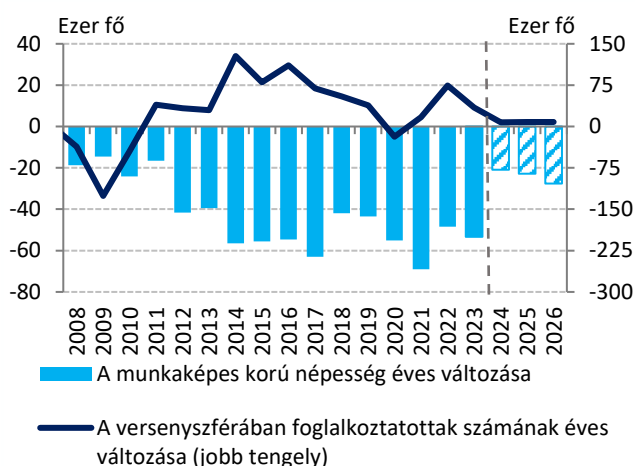
Forrás: KSH, MNB

exporthoz és beruházásokhoz köthető. Az importnak a belső tételek és az export visszaesését meghaladó csökkenése mögött az egyes felhasználás oldali tételek mérsékeltebb importintenzitása állhat. Ez azonban tartósan nem okozza a behozatal visszaesését és a jövő évtől az export és a beruházások dinamizálódásával az import érdemi bővülése várható.

### 1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

2024 első hónapjaiban tovább nőtt a foglalkoztatás és jelenleg is historikusan magas szinten áll. A munkaerő-keresletnek az elmúlt negyedévekben megfigyelt mérséklődésére és a lassan helyreálló konjunktúrára tekintettel enyhe növekedésre számítunk a foglalkoztatás szintjében az idei évben. A munkanélküliségi ráta 4,2–4,3 százalék között alakulhat idén, majd 3,5–4,0 százalék között 2025-ben. A 2024-es bérdinamikát elsősorban a minimálbér tavaly év végi emelése, az enyhülő munkaerőpiaci feszesség és az inflációs várakozások mérséklődésének üteme határozza meg. A versenyszférában idén az átlagbérek 11,0–11,6 százalék közötti, a jövő évben 7,5–8,6 százalék közötti növekedésére számítunk.

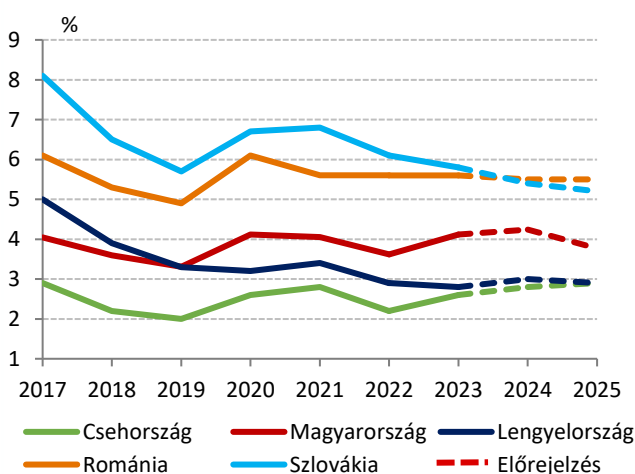
1-11. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása



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

Forrás: Eurostat, KSH, MNB

1-12. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



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

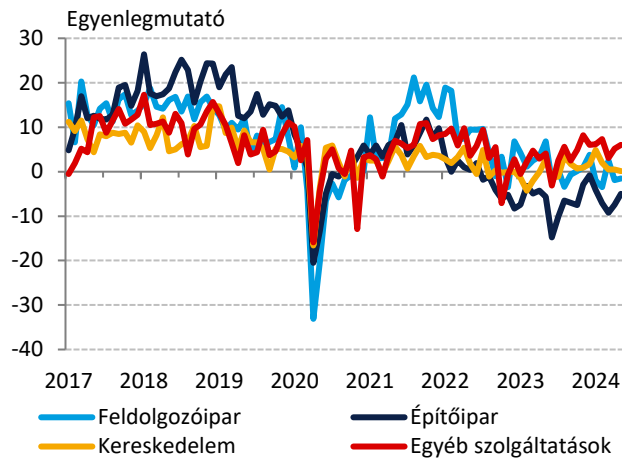
Forrás: Eurostat, Európai Bizottság, KSH, MNB

**A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma idén várhatóan enyhén tovább emelkedik historikusan magas szintjéről.** Az élénkülő konjunktúra hatására jelentkező munkaerőigény fedezete egyes nemzetgazdasági ágakban részben már rendelkezésre áll a vállalatok számára, ugyanis az elmúlt időszakban a gazdaság lassulására nem elbocsátásokkal, hanem a ledolgozott munkaórák számának csökkenésével, munkaerő-tartalékolással reagáltak. A gazdasági teljesítmény élénkülése nyomán így lassú növekedés várható a foglalkoztatottak számában, amit befolyásol az is, hogy a demográfiai folyamatok egyre effektívebb korlátot jelentenek a foglalkoztatás további érdemi bővülésének (1-11. ábra). Aktuális előrejelzésünk szerint a versenyszférában foglalkoztatottak száma 2024-ben várhatóan 0,1–0,3 százalék között változhat, majd 2025-ben és 2026-ban egyaránt 0,0–0,5 százalék között nőhet a foglalkoztatás.

**A munkanélküliségi ráta az év hátralévő részében és jövőre is csökkenhet.** A munkanélküliségi ráta 4,6 százalékon alakult 2024 első negyedévében, ami 0,6 százalékpontos (30 ezer fős) növekedést jelent az előző év azonos időszakához képest. A KSH modellbecslésén alapuló, szezonálisan igazított havi adatok alapján az év első hónapjaiban már inkább stagnálás látható a munkanélküliség szintjében. Várakozásaink szerint a munkanélküliségi ráta a gazdasági teljesítmény fokozatos élénkülése nyomán csökkenésnek indul az év további részében. Aktuális előrejelzésünk szerint a munkanélküliségi ráta 4,2–4,3 százalékon alakul az idei évben. 2025-ben 3,5–4,0 százalék, 2026-ban 3,2–4,1 százalék között alakulhat a ráta (1-12. ábra).

**A munkaerőpiac feszessége enyhülőben van, a munkaerő-kereslet mérséklődik.** A munkaerőpiac feszessége az elmúlt negyedévekben csökkent. Az üres álláshelyek száma a nemzetgazdaság ágazatainak széles körében továbbra is visszaesett éves alapon, ezen belül a feldolgozóiparban, az információ és kommunikáció ágazatban, valamint a szállítás, raktározás területén volt a legnagyobb arányú a csökkenés az első negyedévben. Az ESI legutóbbi felmérése alapján az építőiparban és az iparban a vállalatok többsége létszámuk csökkenésére számít a következő hónapokban. Az egyéb piaci szolgáltatások területén azok a vállalatok vannak

1-13. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében

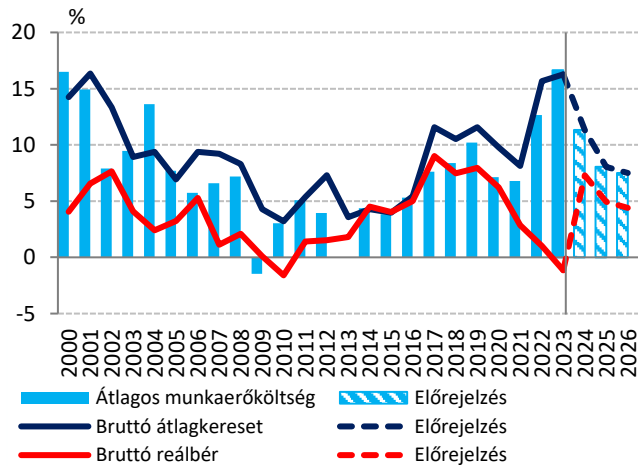


Megjegyzés: Az egyenlegmutató értéke pozitív (negatív), ha a vállalatok többsége létszámbővítést (létszámcsökkentést) tervez. Szezonálisan igazított adatok.  
 Forrás: Európai Bizottság

többségben, amelyek a foglalkoztatottjaik számának növekedésére számítanak a következő három hónapban, míg a kereskedelemben kiegyenlített az arány (1-13. ábra).

**2024-ben a tavalyi évnél mérsékeltebb lesz a nominális bérdinamika, ám a reálbérekben érdemi emelkedés várható.** Az infláció 2023 során elért jelentős mérséklődése nyomán a reálbérek 2023 szeptembere óta növekednek. A munkaerőpiaci feszesség enyhült, és az inflációs várakozások fokozatosan csökkennek. Mindezek mellett is erők maradtak a bérezési alapfolyamatok. 2023 decemberében 15 százalékkal emelkedett a minimálbér és 10 százalékkal a garantált bérminimum. Idén 11,0–11,6 százalékkal emelkedhetnek a bérek a versenyszférában. 2025-re 7,5–8,6 százalék közötti, 2026-ra pedig 6,9–8,1 százalék közötti az előrejelzésünk. A reálbérek 7,0–7,6 százalék között nőhetnek 2024-ben, majd 2025-ben 4,4–5,5 százalék között, 2026-ban 3,8–5,0 százalék között emelkedhetnek a versenyszférában (1-14. ábra).

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



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv közepe alapján.  
 Forrás: KSH, MNB

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

|  | 2023 | 2024            |                 | 2025            |                 | 2026            |                 |
|--|------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|  | Tény | Előrejelzés     |                 |                 |                 |                 |                 |
|  |      | Előző           | Aktuális        | Előző           | Aktuális        | Előző           | Aktuális        |
| <b>Infláció (éves átlag)</b>                     |      |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Maginfláció                                      | 18,2 | 4,0 - 5,6       | 4,1 - 5,3       | 2,8 - 3,4       | 2,7 - 3,5       | 2,7 - 3,3       | 2,7 - 3,3       |
| Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció         | 18,1 | 4,0 - 5,6       | 4,1 - 5,3       | 2,8 - 3,4       | 2,7 - 3,5       | 2,7 - 3,3       | 2,7 - 3,3       |
| Infláció   | 17,6 | 3,5 - 5,0       | 3,0 - 4,5       | 2,5 - 3,5       | 2,5 - 3,5       | 2,5 - 3,5       | 2,5 - 3,5       |
| <b>Gazdasági növekedés</b>                       |      |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Háztartások fogyasztási kiadása                  | -2,2 | 2,8 - 3,5       | 3,3 - 3,7       | 2,6 - 3,6       | 2,7 - 3,7       | 2,7 - 3,7       | 2,7 - 3,7       |
| Közösségi végső fogyasztás <sup>1</sup>          | 1,3  | 0,9 - 2,0       | (-0,1) - 0,7    | 0,4 - 1,6       | (-0,3) - 0,9    | 0,7 - 1,8       | (-0,1) - 1,1    |
| Bruttó állóeszköz-felhalmozás                    | -7,4 | 0,8 - 3,8       | (-1,5) - 0,5    | 1,8 - 4,7       | 3,1 - 6,3       | 0,7 - 3,6       | 0,7 - 3,6       |
| Belföldi felhasználás                            | -5,6 | 2,1 - 3,1       | 0,5 - 1,3       | 2,0 - 3,2       | 2,6 - 3,8       | 1,8 - 3,0       | 1,8 - 3,0       |
| Export   | 0,9  | 1,3 - 2,7       | 0,6 - 1,4       | 6,1 - 7,9       | 6,1 - 7,9       | 4,6 - 6,4       | 4,6 - 6,4       |
| Import   | -4,3 | 1,5 - 2,9       | (-1,5) - (-0,7) | 4,3 - 6,3       | 5,4 - 7,4       | 3,1 - 5,1       | 3,1 - 5,1       |
| GDP  | -0,9 | 2,0 - 3,0       | 2,0 - 3,0       | 3,5 - 4,5       | 3,5 - 4,5       | 3,0 - 4,0       | 3,0 - 4,0       |
| Munkatermelékenység <sup>2</sup>                 | -1,1 | 2,4 - 3,2       | 2,1 - 2,6       | 3,4 - 4,7       | 3,4 - 4,7       | 2,8 - 4,2       | 2,8 - 4,2       |
| <b>Külső egyensúly<sup>3</sup></b>               |      |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Folyó fizetési mérleg egyenlege                  | 0,2  | 0,0 - 1,2       | 1,5 - 2,7       | 1,2 - 2,6       | 2,2 - 3,6       | 2,1 - 3,7       | 3,0 - 4,6       |
| Külső finanszírozási képesség                    | 1,2  | 1,9 - 3,1       | 3,1 - 4,3       | 3,1 - 4,5       | 4,1 - 5,5       | 4,0 - 5,6       | 4,8 - 6,4       |
| <b>Államháztartás<sup>3</sup></b>                |      |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| ESA-egyenleg                                     | -6,7 | (-5,0) - (-4,5) | (-5,0) - (-4,5) | (-4,5) - (-3,5) | (-4,5) - (-3,5) | (-3,8) - (-2,8) | (-3,8) - (-2,8) |
| <b>Munkaerőpiac</b>                              |      |                 |                 |                 |                 |                 |                 |
| Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>4</sup> | 14,3 | 11,4 - 12,3     | 12,4 - 13,0     | 7,0 - 8,2       | 7,1 - 8,3       | 7,4 - 8,7       | 7,7 - 9,0       |
| Nemzetgazdasági foglalkoztatottság               | 0,6  | (-0,3) - 0,1    | 0,1 - 0,3       | (-0,3) - 0,4    | (-0,3) - 0,4    | (-0,2) - 0,6    | (-0,2) - 0,6    |
| Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>4</sup>   | 16,3 | 10,0 - 11,0     | 11,0 - 11,6     | 7,1 - 8,2       | 7,5 - 8,6       | 6,5 - 7,6       | 6,9 - 8,1       |
| Versenyszféra foglalkoztatottság                 | 1,0  | (-0,1) - 0,3    | 0,1 - 0,3       | 0,0 - 0,5       | 0,0 - 0,5       | 0,0 - 0,5       | 0,0 - 0,5       |
| Munkanélküliségi ráta                            | 4,1  | 4,2 - 4,3       | 4,2 - 4,3       | 3,5 - 4,0       | 3,5 - 4,0       | 3,2 - 4,1       | 3,2 - 4,1       |
| Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség | 17,5 | 8,2 - 9,4       | 8,8 - 9,7       | 2,7 - 4,3       | 2,9 - 4,5       | 2,7 - 4,5       | 3,1 - 4,9       |
| Lakossági reáljövedelem <sup>5</sup>             | 2,0  | 2,8 - 3,7       | 3,4 - 4,0       | 2,0 - 3,2       | 2,1 - 3,3       | 2,1 - 3,3       | 2,1 - 3,3       |

<sup>1</sup> Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a nonprofit intézmények által nyújtott transfereket.

<sup>2</sup> Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

<sup>3</sup> A GDP arányában.

<sup>4</sup> Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

<sup>5</sup> MNB-beclés.



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

|   | 2024                     | 2025                     | 2026                     |
|---|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| <b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>   |                          |                          |                          |
| MNB (2024. június)  | 3,0 - 4,5                | 2,5 - 3,5                | 2,5 - 3,5                |
| Consensus Economics (2024. május) <sup>1</sup>  | 2,8 - 4,1 - 5,2          | 2,0 - 3,6 - 5,0          |                          |
| Európai Bizottság (2024. május) <sup>2</sup>  | 4,1                      | 3,7                      |                          |
| IMF (2024. április)   | 3,7                      | 3,5                      | 2,9                      |
| OECD (2024. május)  | 4,0                      | 3,9                      |                          |
| Reuters-felmérés (2024. június) <sup>1</sup>  | 3,6 - 4,2 - 5,2          | 3,4 - 3,8 - 4,4          | 2,1 - 3,1 - 3,4          |
| <b>GDP (éves növekedés, %)</b>  |                          |                          |                          |
| MNB (2024. június)  | 2,0 - 3,0                | 3,5 - 4,5                | 3,0 - 4,0                |
| Consensus Economics (2024. május) <sup>1</sup>  | 1,1 - 2,3 - 2,9          | 2,0 - 3,3 - 4,6          |                          |
| Európai Bizottság (2024. május) <sup>2</sup>  | 2,4                      | 3,5                      |                          |
| IMF (2024. április)   | 2,2                      | 3,3                      | 2,8                      |
| OECD (2024. május)  | 2,1                      | 2,8                      |                          |
| Reuters-felmérés (2024. június) <sup>1</sup>  | 2,0 - 2,4 - 2,9          | 3,0 - 3,5 - 3,9          | 2,5 - 3,5 - 4,4          |
| <b>Folyó fizetési mérleg egyenlege<sup>3</sup></b>  |                          |                          |                          |
| MNB (2024. június)  | 1,5 - 2,7                | 2,2 - 3,6                | 3,0 - 4,6                |
| Európai Bizottság (2024. május) <sup>2</sup>  | 0,0                      | -1,4                     |                          |
| IMF (2024. április)   | -0,2                     | -0,3                     | -0,3                     |
| OECD (2024. május)  | 0,8                      | 0,5                      |                          |
| <b>Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)<sup>3</sup></b>                                |                          |                          |                          |
| MNB (2024. június)  | (-5,0) - (-4,5)          | (-4,5) - (-3,5)          | (-3,8) - (-2,8)          |
| Consensus Economics (2024. május) <sup>1</sup>  | (-5,6) - (-4,9) - (-4,1) | (-5,0) - (-4,0) - (-3,1) |                          |
| Európai Bizottság (2024. május) <sup>2</sup>  | -5,4                     | -4,5                     |                          |
| IMF (2024. április)   | -5,2                     | -4,3                     | -3,2                     |
| OECD (2024. május)  | -4,5                     | -3,7                     |                          |
| Reuters-felmérés (2024. június) <sup>1</sup>  | (-5,5) - (-5,0) - (-4,5) | (-5,0) - (-4,1) - (-3,2) | (-4,5) - (-3,7) - (-2,8) |
| <b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b> |                          |                          |                          |
| MNB (2024. június)  | 1,2 - 1,8                | 1,9 - 2,7                | 1,3 - 2,2                |
| EKB (2024. június)  | 0,9                      | 1,4                      | 1,6                      |
| Consensus Economics (2024. május) <sup>1</sup>  | 1,3                      | 1,8                      |                          |
| Európai Bizottság (2024. május) <sup>2</sup>  | 1,3                      | 1,9                      |                          |
| IMF (2024. április) <sup>2</sup>  | 1,2                      | 1,9                      | 1,9                      |
| OECD (2024. május) <sup>2</sup>   | 1,3                      | 2,0                      |                          |

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

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

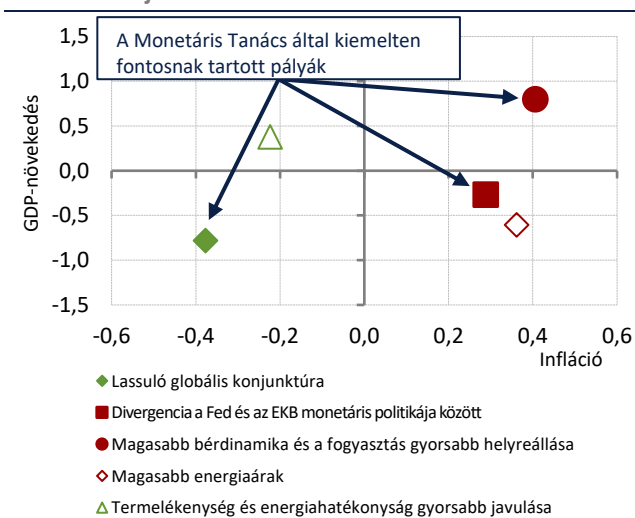
<sup>3</sup> A GDP arányában.

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

## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. A lassuló globális konjunktúrát feltételező forgatókönyv megvalósulása esetén az alappályához képest alacsonyabban alakulhat mind a gazdasági növekedés, mind az infláció. A Fed és az EKB monetáris politikája közti divergenciával számoló alternatív pálya magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztens. A gyorsabb bérdinamikát és a fogyasztás gyorsabb helyreállítását feltételező forgatókönyv az alappályához képest magasabb növekedési és inflációs pályával áll összhangban. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív szcenárióként a magasabb energiaárakat valószínűsítő és a termelékenység és energiahatékonyság gyorsabb javulásával számoló pályákat tárgyalt. A kockázatok tekintetében a geopolitikai konfliktusok továbbra is jelentős kockázatot hordoznak, mindenekelött az orosz-ukrán háború, a közel-keleti helyzet, valamint a multilaterális kereskedelmi rendszer szétzúzódása következtében.

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 horizonton 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

**2024 első negyedében Kínában és az Európai Unióban élénkült a gazdasági teljesítmény, miközben az Egyesült Államok az első negyedévi enyhe lassulás ellenére változatlanul stabil növekedést mutat.** Ezzel fennmaradt az EU és az USA növekedési pályáját 2023 első negyedéve óta jellemző divergencia. Ugyanakkor a kiskereskedelmi forgalomban mindhárom régióban az élénkülés jelei mutatkoznak. Főbb exportpartnereink többsége csak kisebb növekedést tudott elérni az első negyedévben, míg legfőbb kereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága 0,2 százalékkal zsugorodott 2024 első negyedévében az előző év azonos időszakához viszonyítva.

**A gazdasági indikátorok az elmúlt hónapokban a várakozásoknak megfelelően alakultak az eurozónában.** Kínában emelkedett, míg az Egyesült Államokban és az eurozónában csökkent a feldolgozóipari beszerzésimenedzser-index (BMI). Az előretekintő indikátorok alapján lassú, törékeny a javulás a főbb exportpartnereinknél. Németországban a májusi előzetes adatok alapján a várt felett alakult a beszerzésimenedzser-index. A német magánszektor üzleti aktivitása egy éve nem látott növekedést mutat, a feldolgozóipari BMI azonban továbbra is a növekedési küszöbérték alatt alakult.

**A piaci elemzők 2024-es várakozásai visszafogott növekedést prognosztizálnak az eurozónában.** A Bloomberg növekedési kilátásokra vonatkozó elemzői várakozásainak mediánja alapján a világgazdaság 2,9 százalékkal, az Egyesült Államok 2,4 százalékkal, Kína 4,9 százalékkal, míg az Európai Unió 1,0 százalékkal bővíthet 2024-ben.

**Hazánk exportteljesítményét az elektromos autók iránti kereslet számottevően befolyásolja.** A tavalyi év átlagához

képest 2024 első negyedévében csökkent az elektromos autók piaci részesedése az Európai Unióban az új autók regisztrációján belül. Ennek hatása lecsapódott a magyar feldolgozóipari termelési és exportadatokban is. Az elektromos autók globális részarányának további bővülését számos tényező hátráltatja (pl. a töltőinfrastruktúra lassú fejlődése, illetve az állami támogatások visszavonása).

**A lassuló globális konjunktúrával számoló kockázati forgatókönyv** megvalósulása esetén az alappályához képest mérsékeltebben alakul a globális és ezzel összhangban az európai uniós növekedés. A globális gazdaság lassulása tovább rontja a német exportszektor növekedési kilátásait. Feltételezésünk szerint az EU és más globálisan meghatározó régiók növekedési különbsége tovább növekszik, ami hazánk növekedési kilátásait negatívan érintené, mivel Magyarország legerősebben az európai gazdasági folyamatokhoz kötődik. Ezen felül további kockázatot jelent az elektromos autók iránti kereslet visszaesése. Külpiacaink visszafogott teljesítménye a külső kereslet mérséklődésén keresztül rontja a hazai exportteljesítményt, így a GDP-növekedés lassulásának irányába hat. Mindezek mellett az alacsonyabb külső infláció miatt az alappályához képest alacsonyabb hazai inflációs pálya valósul meg.

Divergencia a Fed és az EKB monetáris politikája között

**A globálisan meghatározó jegybankok monetáris politikai irányultsága divergenciát mutat.** 2023 májusában a piaci várakozások átlagosan alig 0,4 százalékpontos eltérést mutattak a Fed és az EKB 2024 végére várható kamatszintje között, amely különbség a 2024 júniusi felmérések szerint 1,6 százalékpont körül alakult. Az elmúlt negyedév kamatdöntő ülésein a Fed nem változtatott kamatkondícióin, ugyanakkor az EKB júniusban megkezdte a kamatok csökkentését. Előretekintve a Fed kamatsávja a korábban vártnál tovább maradhat a jelenlegi szinten, míg az EKB folytathatja a 2024 júniusában megkezdett kamatcsökkentést.

**2023 során mind az USA-ban, mind az eurozónában végbement az inflációs fordulat. Ugyanakkor az USA-ban 2023 második negyedéve óta 3 százalék felett alakul az infláció, ami a Fed részéről szigorúbb kamatpályát eredményezhet.** Emellett mindkét gazdaságban monetáris politikai kihívást jelent a költségvetési egyenlegek helyreállításának lassulása és a némileg lazább, de historikusan feszes munkaerőpiac.

**A Federal Reserve** júniusi döntését követő sajtótájékoztatón Jerome Powell elmondta, hogy a vártnál kedvezőbb, májusi CPI adat pozitív fejlemény, de a döntéshozók továbbra sem biztosak abban, hogy az infláció fenntartható módon közelít

a jegybanki cél felé. Az infláció tavalyi év második felében tapasztalt gyors csökkenése után az idei év első negyedében megtorpant a dezinfláció, ami miatt a cél elérése a vártnál több időt vehet igénybe. A Nyíltpiaci Bizottság aktuális medián előrejelzése alapján idén egy 25 bázispontos kamatcsökkentés várható. Ezzel párhuzamosan a piaci várakozások alapján is novemberre tehető a Fed első, 25 bázispontos kamatcsökkentése.

**Az Európai Központi Bank** döntéshozói a júniusi kamatdöntő ülésen az irányadó ráták 25 bázispontos csökkentéséről döntöttek. A közlemény szerint a Kormányzótanács továbbra is adatfüggő, ülésről ülésre történő megközelítést alkalmaz, és nem köteleződik el egy előre meghatározott kamatpálya mellett. A döntéshozók a beérkező adatok alapján döntenek monetáris kondíciók megfelelő szintjéről és annak tartósságáról. A kamatdöntéseket az inflációs kilátások, az inflációs alapfolyamatok és a monetáris transzmisszió erősségének függvényében hozzák meg. A piaci árazások alapján 2024-ben további lazítás várható.

**A Fed és az EKB monetáris politikája közti erősebb divergenciával számoló alternatív pálya megvalósulása esetén** az amerikai monetáris politika az alappályához képest tovább maradhat szigorú, miközben az EKB a júniusi lépést követően további lazítást hajthat végre az idei év során. A divergencia miatt a tőkeáramlások az USA irányába fordulnak, ami dollárerősödést és feltörekvő piaci tőkeáramlást eredményez. Ez a kelet-közép-európai régió, így hazánk esetében is egy kockázatiprémium-emelkedésnek felel meg. Ebben a környezetben a feltörekvő piacokkal, így hazánkkal szemben az alappályához képest tartósabban és erőteljesebben megemelkedik a kockázatkerülés, amit a fennálló geopolitikai feszültségekből fakadó bizonytalanság tovább fokozhat. Ennek eredményeként emelkedhet az infláció és lassulhat a növekedés.

Magasabb bérdinamika és a fogyasztás gyorsabb helyreállása

**2024 első negyedében kétszámjegyű reálbér-dinamikát regisztráltak hazánkban.** A bruttó átlagkeresetek a január-március közötti időszak átlagában több mint 14 százalékkal emelkedtek, így a jegybanki toleranciasávba csökkenő infláció mellett 10 százalék feletti ütemben nőttek a reálbérek.

**A kedvező bérdinamika a kiskereskedelmi forgalom alakulásában egyelőre csak visszafogottan jelent meg.** A kiskereskedelmi forgalom márciusban a naptárhatással kiigazított adatok alapján 4 százalék feletti mértékben bővült.

**2024 első negyedévében jelentősen, 4 ezer milliárd forinttal nőtt a háztartások pénzügyi vagyona.** Az elmúlt évek magas inflációja a háztartások jövedelme mellett a pénzügyi vagyonukat is nagymértékben erodálta, ezért ebben az időszakban a lakosság érdemben növelte a megtakarításait. Az alacsony szintre süllyedő infláció a pénzügyi vagyon volumenének emelkedésével járt együtt, így a megtakarítások visszaépülését a fogyasztás bővülése követheti.

**Az óvatossági motívum oldódása és a kedvező bérfolyamatok a hazai fogyasztás vártnál gyorsabb helyreállításához vezethetnek.** A fogyasztási és megtakarítási döntéseknél meghatározó a fogyasztói bizalom alakulása. A GKI fogyasztói bizalmi indexe továbbra is elmarad a hosszú távú átlagtól, de már 2022 szeptembere óta trendszerű növekedést mutat, ami a jövedelmi folyamatokkal párosulva a fogyasztás gyorsabb helyreállítását vetíti előre.

**Az alternatív pálya megvalósulása esetén** a reálbér-dinamika tartósabban magas szinten marad, ami az óvatossági motívumok vártnál gyorsabb oldódása mellett a hazai fogyasztás élénk növekedését eredményezi. A gyorsabb ütemben helyreálló fogyasztás az alappályához képest magasabb növekedési és inflációs pályával konzisztens.

További kockázatok

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

**A magasabb energiaárakat** feltételező alternatív pályánkban globális kínálati problémákat és elhúzódó háborús környezetet feltételezünk, amelynek hatására emelkednek a nyersanyagárak, és hazánk külső egyensúlyi helyzete az alappályánál kedvezőtlenebbül alakul. A nyersanyagpiaci zavarok és a magasabb árak tartós fennmaradásának irányába mutató kockázatok realizálódása felfelé mutató nyomást helyez a globális inflációra. Az alternatív pálya megvalósulása esetén így a külső inflációs környezet a vártnál magasabban alakul, ami begyűrízik a hazai árakba. Mivel a hazai gazdaság nyersanyagimportőr, ezért a külső és a belső egyensúlyi folyamatok is kedvezőtlen irányba mozdulnak, ami a kockázati prémiumot is emeli. A forgatókönyv megvalósulása az alappályához képest magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztens.

**A termelékenység és energiahatékonyság gyorsabb javulását feltételező kockázati pályában** az intenzív növekedési modellre való áttérés következtében a versenyképesség javulása elsősorban kínálati oldalról élénkíti tovább a hazai gazdaságot. Az alappályában

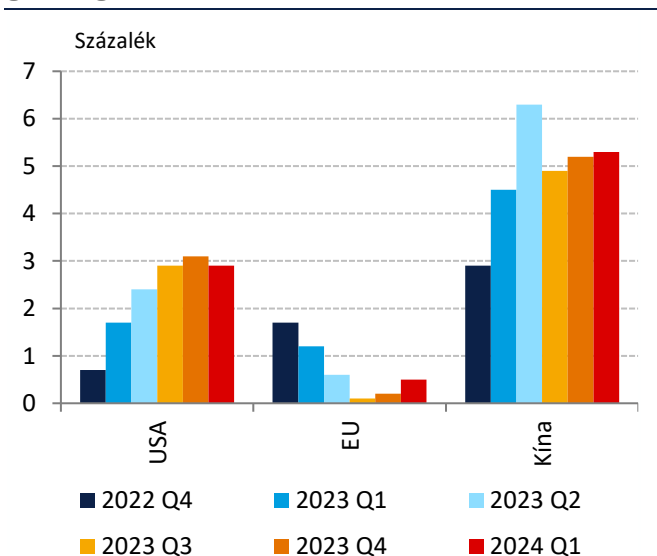
feltételezettnél nagyobb mértékben javulhat a versenyképesség, amennyiben **a versenyképesség javítását célzó 330 lépés közül további javaslatok realizálódnak**, illetve a Fenntartható egyensúly és felzárkózás című vitairat 144 pontjának megvalósításával – ezáltal a zöld átállás – felgyorsításával az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

## 3. Makrogazdasági helyzetértékelés

### 3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

Az első negyedévben az Európai Unió gazdaságának kibocsátása a várakozásoknak megfelelően kis mértékben bővült, a munkaerőpiac pedig feszes maradt. Az Egyesült Államok gazdaságának növekedése enyhén lassult, míg Kínáé meghaladta az előzetes várakozásokat. A külső konjunktúra alakulásának szempontjából továbbra is érdemi kockázatot jelent az általánosan feszült geopolitikai helyzet és a visszafogott európai növekedési kilátások. Az Egyesült Államokban a Federal Reserve májusban és júniusban változatlan szinten tartotta az irányadó ráta célsávját. A Fed emellett folytatta a 2022 júniusában megkezdett mérlegszűkítést, és bejelentette, hogy júniustól havi 60 milliárd dollárról 25 milliárd dollárra csökkenti a jegybank a mennyiségi szigorítás állampapírokra vonatkozó célértékét. Az EKB áprilisban változatlan szinten tartotta az irányadó kamatozat, majd júniusban 25 bázisponttal csökkentette azokat. A jegybank júniusban megerősítette, hogy 2024 második felében megkezdí a PEPP portfólió csökkentését, az újrabefektetéseket pedig 2024 végén tervezi teljes mértékben lezárni. A régióban a cseh jegybank májusban 50 bázisponttal 5,25 százalékra csökkentette az irányadó rátát. A lengyel és a román jegybank változatlan szinten tartotta a kamatozat az elmúlt negyedévben.

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



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

Forrás: Trading Economics, FRED, Eurostat

#### 3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

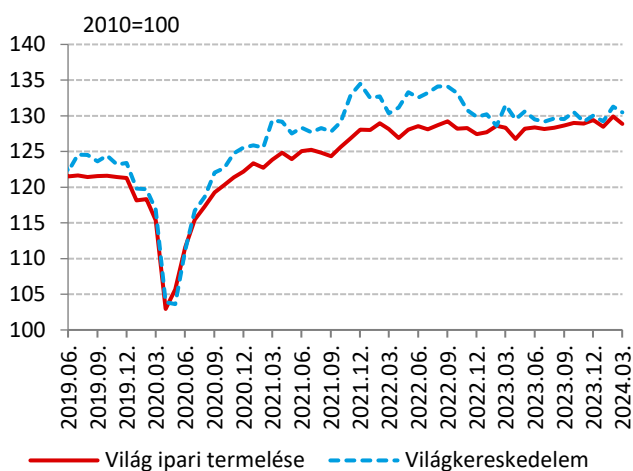
**2024 első negyedévében az Európai Unióban kis mértékben gyorsult a gazdasági növekedés üteme** (3-1. ábra). Az európai gazdaságok teljesítménye összességében az előzetes várakozásoknak megfelelően alakult. 2024 első negyedévében az EU gazdasága 0,5, míg az eurozóna gazdasága 0,4 százalékkal bővült a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján az előző év azonos időszakához képest. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország kibocsátása 2024 első negyedévében 0,2 százalékkal mérséklődött éves bázison. A régiós országok közül Csehországban (+0,2 százalék), Lengyelországban (+1,3 százalék) és Szlovákiában (+2,7 százalék) is nőtt a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az Európai Unió 27 országa közül negyedéves alapon 3 tagországban csökkent a GDP.

**Az USA-ban éves alapon enyhén lassult a GDP bővülése.** Az Egyesült Államok gazdasága 2,9 százalékkal emelkedett éves bázison, míg negyedéves bázison 0,3 százalékos bővülést mértek. A növekedést támogatta a lakossági fogyasztás továbbra is nagy fokú bővülése, valamint a beruházások.

**Kínában 2024 első negyedévében a várakozások felett alakult az éves növekedési dinamika,** a tavalyi negyedik negyedévinél nagyobb, 5,3 százalékos növekedést regisztráltak, míg negyedéves alapon 1,6 százalékkal bővült a GDP. A kiskereskedelmi forgalom bővülése lassult, míg az ipari termelés továbbra is stabil növekedést mutat éves alapon.

**A külső konjunktúra alakulásának szempontjából kockázatot hordoz a dezinfláció megtorpanása és korábban magasabbra várt kamatpályák,** a kedvezőtlen európai ipari termelési kilátások, valamint a folytatódó orosz-ukrán háború és az általánosan feszült geopolitikai

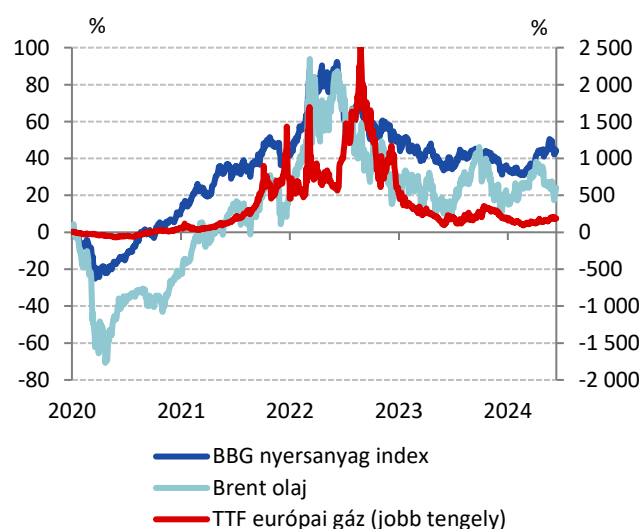
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világereskedeleme az alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: CPB

3-3. ábra: Nyersanyagárak alakulása



Forrás: Bloomberg

**helyzet.** 2024 első negyedében a visszafogott maradt a globális ipari termelés és a világereskedelem is stagnált (3-2. ábra). Az olaj világgazdasági ára a decemberi szinthez képest érdemben nem változott, míg a földgáz ára alacsony szintről némileg emelkedett (3-3. ábra). A fejlett gazdaságokban továbbra is feszes munkaerőpiac támogatta a globális konjunktúrát. Az idei évre vonatkozó globális és európai növekedési kilátások a decemberi előrejelzéshez képest nem változtak érdemben. A konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom az EU gazdaságaiban kis mértékben javult, de továbbra is alacsony szinten áll. Ezzel párhuzamosan az üzleti hangulat a szolgáltatások esetében stagnált, míg az iparban enyhén romlott.

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

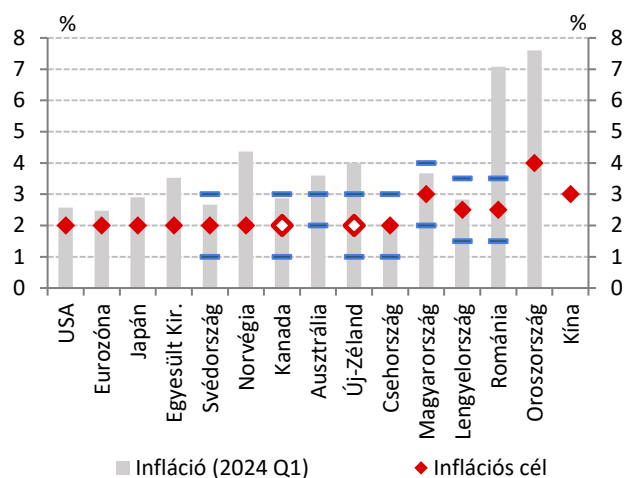
**A globális infláció tovább mérséklődött az elmúlt negyedév során és több országban megközelítette a jegybanki célértéket** (3-4. ábra). A világgazdaságban ugyanakkor általánosan megfigyelhető a szolgáltatások magas inflációja, ami fékezi a dezinflációt.

**Az Egyesült Államokban a CPI infláció a márciusi 3,5 százalékos szintjéről áprilisban 3,4, majd májusban 3,3 százalékos szintre mérséklődött.** A maginfláció a márciusi 3,8 százalékos szintjéről áprilisban 3,6, majd májusban 3,4 százalékos szintre csökkent. A PCE inflációs mutató a februári 2,5 százalékos szintjéről, márciusban 2,7 százalékra emelkedett, majd áprilisban szintén 2,7 százalékra alakult. Az infláció szerkezetét tekintve továbbra is a szolgáltatások, azon belül is a lakhatási szolgáltatások hozzájárulása a legmagasabb.

**Az Egyesült Államokban a Federal Reserve változatlanul 5,25-5,50 százalékos szinten tartotta az irányadó ráta célsávját májusban és júniusban.** Jerome Powell, a Fed elnöke elmondta, hogy a döntéshozók adatvezérelt módon hozzák meg döntéseiket és nem akarnak előre elköteleződni egyetlen kamatpálya mellett sem. A jegybank bejelentette, hogy júniustól havi 60 milliárd dollárról 25 milliárd dollárra csökkenti a mennyiségi szigorítás állampapírokra vonatkozó célértékét, míg a jelzálogfedezett-értékpapírokra vonatkozó célérték változatlanul 35 milliárd dollár maradt. A Fed mérlegfőösszege tovább mérséklődött, 2024. június elején 7310 milliárd dolláron, a GDP 25,8 százalékán alakult (3-5. ábra).

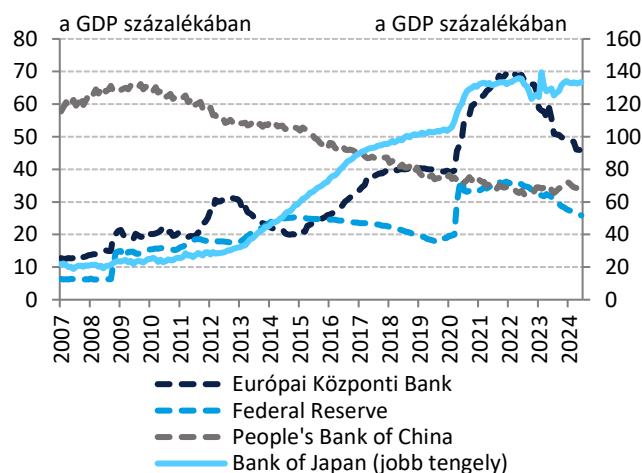
**Az euroövezetben az infláció márciusban és áprilisban 2,4 százalékos szinten alakult, majd az előzetes adatok alapján májusban 2,6 százalékra emelkedett.** A maginfláció a márciusi 2,9 százalékos szintjéről áprilisban 2,7 százalékra csökkent, majd az előzetes adatok alapján májusban 2,9 százalékra emelkedett. Az EKB júniusi előrejelzése 2024-re és



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


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

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

**3-5. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok mérlegfőösszegének alakulása**


Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

2025-re a márciusi előrejelzésnél magasabb inflációt prognosztizál. A júniusi előrejelzés alapján 2024-ben 2,5, 2025-ben 2,2, 2026-ban pedig 1,9 százalékon alakulhat az éves infláció.

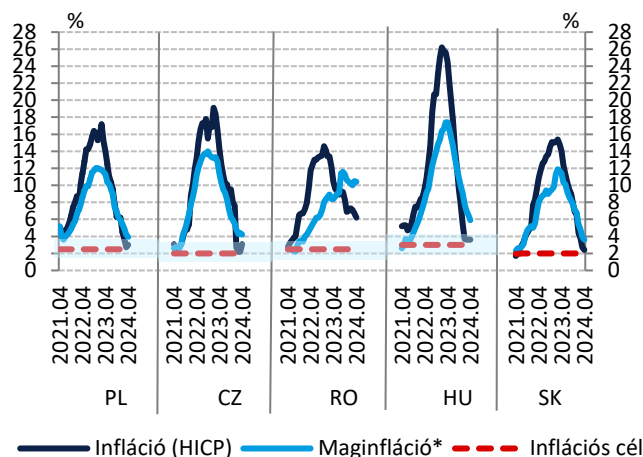
**Az EKB az áprilisi kamatdöntő ülésén változatlan szinten tartotta az irányadó kamatozat, majd júniusban 25 bázisponttal csökkentette azokat.** A jegybank közleménye szerint a Kormányzótanács továbbra is adatfüggő, ülésről-ülésre történő megközelítést alkalmaz. A döntéshozók a beérkező adatok alapján döntenek a restriktivitás megfelelő szintjéről és hosszáról. A Kormányzótanács a kamatdöntéseit az inflációs kilátások, az inflációs alapfolyamatok és a monetáris transzmisszió erősségének függvényében hozza meg. A jegybank júniusban megerősítette, hogy 2024 második felében havonta átlagosan 7,5 milliárd euróval csökkenteni fogja a PEPP portfoliót. Az újrabefektetéseket az EKB 2024 végén kívánja teljes mértékben lezárni. Az EKB mérlegfőösszege 2024. június elején 6541 milliárd eurón, a GDP 45,8 százalékán alakult (3-5. ábra).

**A japán jegybank áprilisi kamatdöntő ülésén változatlanul, 0,1 százalék között tartotta irányadó rátáját.** A kamatdöntést megelőzően, a japán jegybank elnöke, Kazuo Ueda elmondta, hogy a központi banknak fontolóra kell vennie a monetáris stimulus további visszavonását, ha az infláció tovább gyorsul, jelezve ezzel egy újabb kamatemelés lehetőségét. Az infláció a februári 2,8 százalékos szintjéről márciusban 2,7 százalékra, majd áprilisban 2,5 százalékra csökkent. A jegybank mérlegfőösszege június elején a GDP 133,6 százalékán alakult (3-5. ábra).

**A kínai jegybank nem változtatott a középtávú hiteleszköz 2,5 százalékos szintjén.** Emellett változatlanul 3,45, illetve 3,95 százalékon tartotta a legjobb adóbesorolású ügyfeleknek kínált egy- és ötéves referencia hitelkamatlábak szintjét. Az infláció a márciusi 0,1 százalékos szintjéről áprilisban 0,3 százalékra emelkedett, majd májusban szintén 0,3 százalékon alakult. A jegybank mérlegfőösszege április elején a GDP 34,3 százalékán alakult (3-5. ábra).

**A lengyel jegybank áprilisi, májusi és júniusi kamatdöntő ülése során változatlan szinten, 5,75 százalékon tartotta az irányadó rátát.** Előretekintve, a jegybank a további lépésekről a beérkező inflációs és gazdasági aktivitási adatok alapján fog dönteni. Adam Glapinski, a lengyel jegybank elnöke sajtótájékoztató keretében elmondta, hogy az idei évben nincs tér a kamatcsökkentésre. Az infláció a márciusi 2,0 százalékos szintjéről áprilisban 2,4 százalékra, majd az előzetes adatok alapján májusban 2,5 százalékra

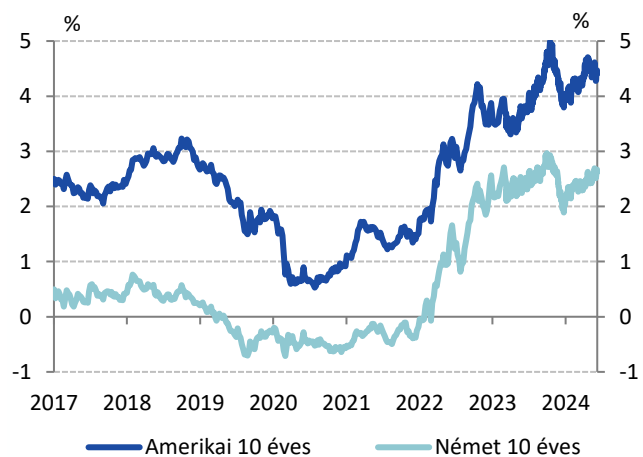
3-6. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban



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

Forrás: Eurostat

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



Forrás: Bloomberg

emelkedett. A harmonizált fogyasztóiár-index 3,0 százalékon alakult áprilisban (3-6. ábra).

**A cseh jegybank májusban 50 bázisponttal 5,25 százalékra csökkentette az irányadó rátát.** Aleš Michl, a cseh jegybank elnöke a döntést követő sajtótájékoztatóján elmondta, hogy a döntéshozók minden kamatdöntő ülésen értékelni fogják a beérkező adatokat, amely alapján döntenek majd a további kamatcsökkentésekről. Az infláció a márciusi 2,0 százalékos szintjéről áprilisban 2,9 százalékra emelkedett, majd májusban 2,6 százalékra csökkent. A harmonizált fogyasztóiár-index áprilisban 3,1 százalék volt (3-6. ábra).

**A román jegybank változatlan szinten, 7,0 százalékon tartotta az irányadó rátát.** Mugur Isărescu, a román jegybank elnöke a májusi inflációs jelentés sajtótájékoztatóján elmondta, hogy nem biztos, hogy a jegybank a következő két, júliusi és augusztusi kamatdöntő ülésén megkezdi a kamatcsökkentést. Az infláció a márciusi 6,6 százalékos szintjéről áprilisban 5,9 százalékra, majd májusban 5,1 százalékra csökkent. A harmonizált fogyasztóiár-index áprilisban 6,2 százalék volt (3-6. ábra).

**Az elmúlt negyedévben érdemben nem változott a befektetői hangulat, ugyanakkor a geopolitikai konfliktusok továbbra is érdemi kockázatokat hordozhatnak, mind az energia szektor, mind a globális értékláncok tekintetében.** Az elmúlt időszak során az eszközárak alakulásában leginkább a fejlett piaci jegybankok kamatpolitikájával kapcsolatos várakozások játszottak szerepet. A piacon árazott kamatpálya egésze feljebb toldott a nagy jegybankok döntéshozóinak nyilatkozatai hatására.

**A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok emelkedtek,** az amerikai 10 éves hozam 20 bázisponttal nőtt, 4,5 százalék közelébe, míg a német 10 éves hozam 32 bázisponttal emelkedett, így 2,5 százalék felett jegyzik (3-7. ábra). A japán 10 éves hozam az előző negyedévhez képest 31 bázisponttal, 1,0 százalék fölé emelkedett. A feltörekvő piaci kötvényhozamok szintén emelkedtek az időszak során, a régióban a lengyel 10 éves hozam 30 bázisponttal, a cseh 10 éves 32 bázisponttal és a román 10 éves 38 bázisponttal emelkedett. A feltörekvő gazdaságokat tömörítő MSCI index 2,4 százalékkal nőtt. Az amerikai dollárhoz képest az euro 0,4 százalékkal gyengült az elmúlt negyedév során, míg az angol font és a svájci frank 0,5-0,9 százalékkal erősödött. A japán jen az előző negyedévet követően ismét nagyobb mértékben, 3,8 százalékkal gyengült a dollárhoz képest.

**A piaci árazások alapján tovább maradhat a jelenlegi szinten a Fed kamatsávja, míg az EKB júniusban megkezdte a kamatok csökkentését.** A Fed az elmúlt negyedév

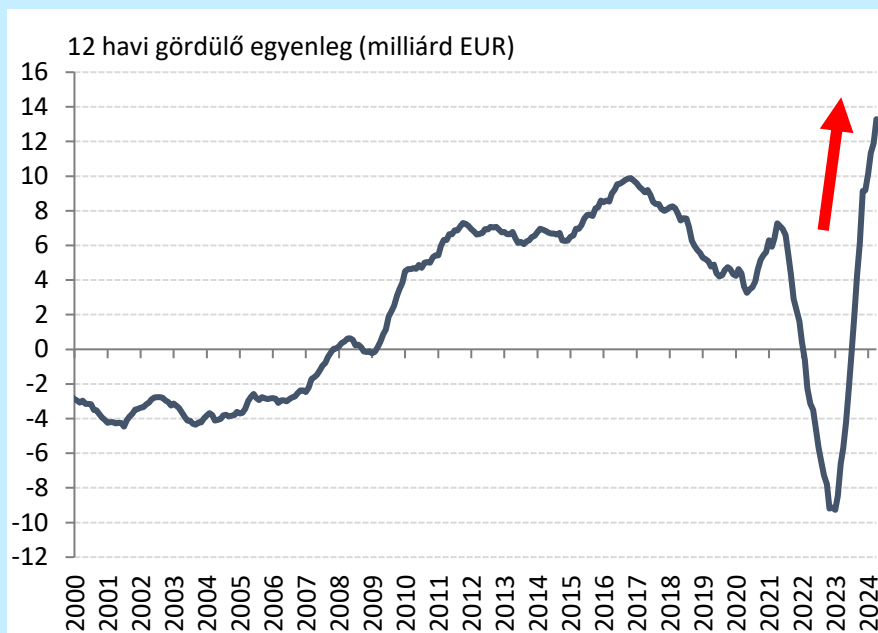
kamatdöntő ülésein nem változtatott a kamatszinteken, míg az EKB 25 bázisponttal mérsékelte irányadó rátáját júniusban. A piaci árazások alapján a Fed ősszel kezdeni fogja, míg az EKB ősszel folytathatja a kamatcsökkentési ciklusát.

### 3-1. keretes írás: A historikusan magas külkereskedelmi többlet mögött meghúzó tényezők

Az idei év első hónapjaiban a külkereskedelmi termékforgalom egyenlegében az adatközlés kezdete óta mért legmagasabb többlet állt elő (3-8. ábra). A tavalyi év második negyedétől kezdve több hónapban is egymilliárd eurót meghaladó többletet mértek, majd az idei első negyedév historikusan magas szintre emelkedett az aktívum: az év első három hónapjában az áruexport értéke közel 3,8 milliárd euróval haladta meg az áruimportét. A jelentős felhalmozódott többletet jól mutatja, hogy az egy évre visszatekintő 12 havi gördülő egyenleg majdnem elérte a 12 milliárd eurót, ami szintén historikus csúcst jelent.

A külkereskedelmi többlet hatására pozitívá vált a folyó fizetési mérleg egyenlege is. A jelentős árutöbblet hatására 2023-ban a hazai folyó fizetési mérleg több mint 8 százalékpontos emelkedést követően pozitívba fordult, és az egész év során összességében a GDP 0,2 százalékát kitevő többletet mutatott. Mivel Magyarország kis, nyitott gazdaság, fontos megvizsgálni, hogy milyen tényezők állnak a külkereskedelmi egyenleg alakulása mögött.

3-8. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom egyenlegének alakulása

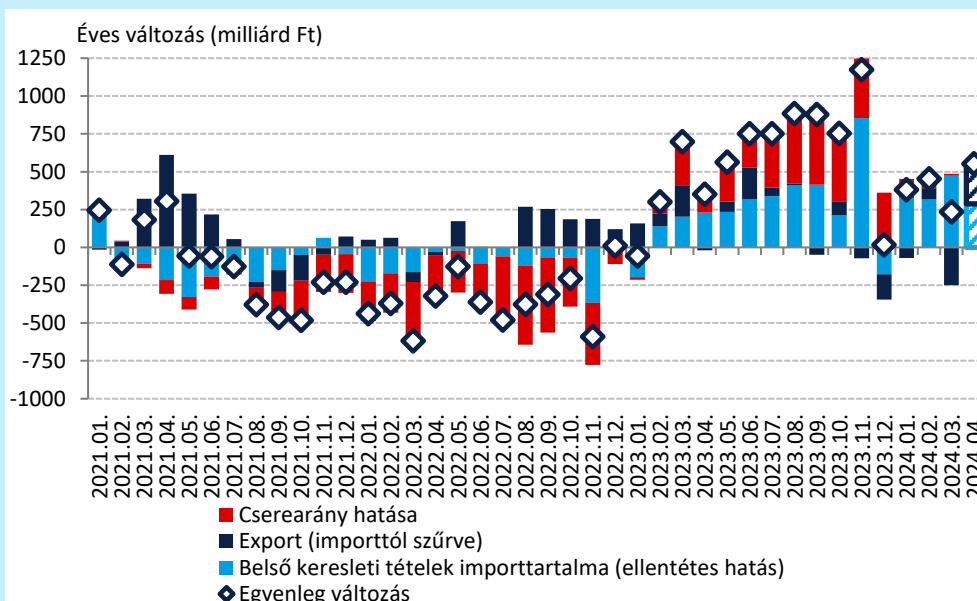


Megjegyzés: Az ábra minden hónapban az adott havi és a megelőző 11 hónap külkereskedelmi termékegyenlegének összegét mutatja.

Forrás: KSH

Az áruforgalom kiemelkedő többlete az áruimport csökkenése mellett alakult ki. Az egyenleg tavalyi év eleje óta tapasztalható javulását elsősorban a cserearány kedvező alakulása és a belső keresleti tételek importtartalmán keresztül azok visszaesése okozta (3-9. ábra). A cserearány az energiaárak mérséklődésének köszönhetően a tavalyi év során összességében 6,7 százalékkal javult, amihez érdemben hozzájárult az energiahordozók árainak jelentős korrekciója, ami 4,0 százalékos javulást eredményezett az egyenlegben. Az áruexport volumene a tavalyi év során 3,0 százalékkal nőtt, míg az idei év első két hónapjában 2,1 százalékkal visszaesett, amivel párhuzamosan az áruimport tavaly 2,5 százalékkal, míg idén eddig 8,9 százalékkal csökkent. A kivitel alakulását elsősorban a felvevőpiacaink kereslete határozza meg, míg az áruk behozatalát mérsékelte a lakossági fogyasztás és a beruházások tavalyi csökkenése.

3-9. ábra: A termék-külkereskedelmi egyenleg éves változásának dekompozíciója

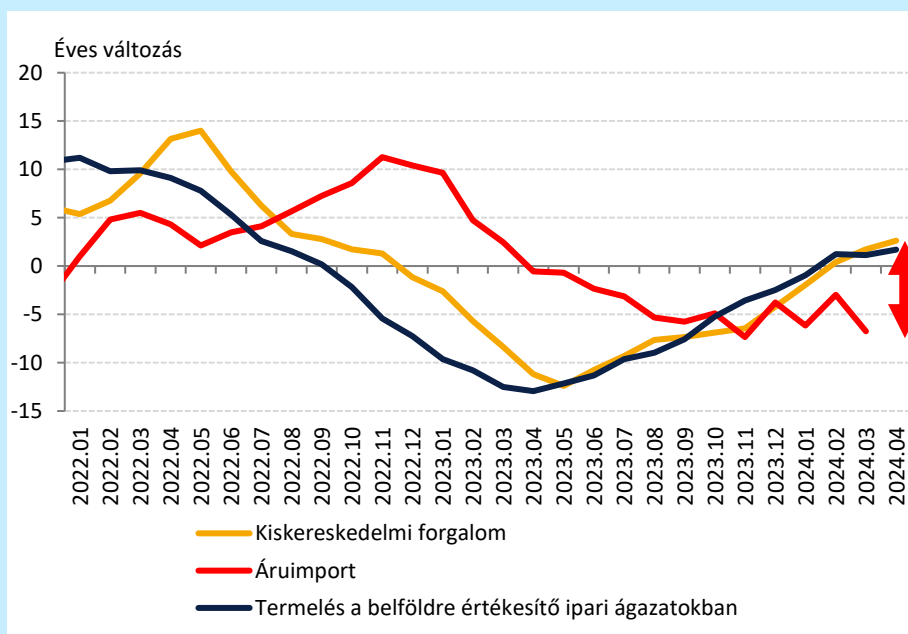


Megjegyzés: Április hónapra csak az előzetes adatok ismertek, így itt az egyes hatások esetében becstült értékek szerepelnek.

Forrás: KSH

**A fogyasztásban látható enyhe javulás egyelőre nem tükröződik az áruimport alakulásában (3-10. ábra).** Az infláció csökkenésével a reálbérek 2023 szeptemberétől újra növekedtek, valamint az év második felétől a kiskereskedelmi forgalom fokozatos javulást mutat. Ezzel párhuzamosan az utolsó negyedévben a lakossági fogyasztás kis mértékben bővülni tudott. Szintén a belső kereslet helyreállítását támogatták a konszolidálódó energiaárak, aminek eredményeképpen a belföldre értékesítő ipari ágazatok kibocsátása az év első hónapjaiban már növekedett.

3-10. ábra: A kiskereskedelmi forgalom és a belföldre termelő ipari ágazatok termelésének, valamint az áruimport éves változásának alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján. Három havi mozgóátlag. Az áprilisi import volumenre vonatkozó adatok még nem elérhetőek.

Forrás: KSH

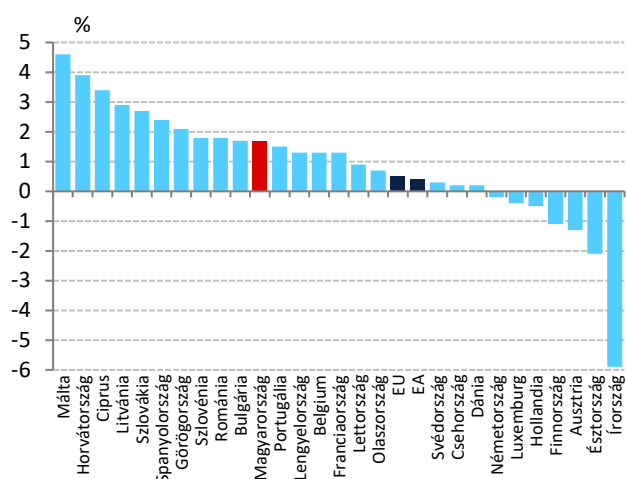
**Az import csökkenéséhez nagyban hozzájárulhatott magas importtartalmán keresztül a beruházások tavalyi és idei első negyedéves visszaesése.** A tavalyi év során a beruházások összességében 7,4 százalékkal csökkentek, majd az idei első negyedévben folytatódott a beruházási aktivitás mérséklődése, és 6,9 százalékos visszaesés látszik éves bázison. Ez a beruházások magas importvonzata miatt érdemben hozzájárulhatott a behozatal alacsony szintjéhez.

**A jövő évtől kezdve várhatóan az áruexport is az áruimport is bővül.** Az energiaárak esetében nem várható további érdemi csökkenés, így ezek egyenlegjavító hatása előretekintve mérsékeltebb lehet. A külső konjunktúra dinamizálódásával az ipari termelés és áruexport is helyreáll, így a jövő év elejétől kezdve a kivitel újra érdemben növekedni tud. Ezzel párhuzamosan a fogyasztói bizalom további javulásával és az óvatossági motívum fokozatos oldódásával, valamint a beruházások várható élénkülésével az áruimport is újra bővíthet.

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

A bruttó hazai termék 2024 első negyedében 1,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva és 0,8 százalékkal emelkedett az előző negyedévhez képest. Felhasználási oldalon a háztartások fogyasztása (+1,8 százalékpont) és a nettó export (+3,1 százalékpont) támogatta az első negyedéves gazdasági növekedést, míg a beruházások teljesítménye (-1,5 százalékpont) visszafogta azt. A készletváltozás hozzájárulása érdemben negatívan alakult, 2,3 százalékponttal fogta vissza GDP dinamikáját. A termelés oldali folyamatokat tekintve a fő nemzetgazdasági ágak közül a szolgáltatások (+1,7 százalékpont) támogatták az első negyedéves gazdasági növekedést, míg az ipar (-0,9 százalékpont) teljesítménye visszafogta azt.

3-11. ábra: A GDP éves változása 2024. első negyedében az Európai Unió országaiban



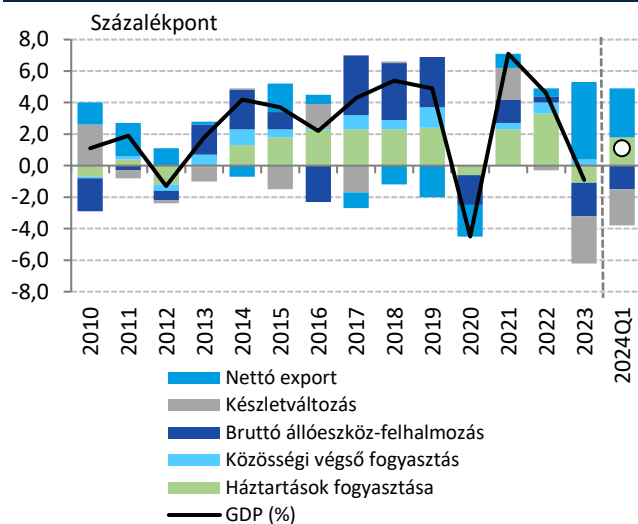
Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

Forrás: Eurostat

A bruttó hazai termék 2024 első negyedében 1,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva és 0,8 százalékkal emelkedett az előző negyedévhez képest. Hazánk gazdasága 1,7 százalékkal bővült az első negyedévben éves bázison a nemzetközi összevetésben használt szezonálisan és naptárhatással igazított adatok szerint. Az Európai Unió GDP-je 0,5 százalékkal, az eurozónáé pedig 0,4 százalékkal emelkedett az első negyedévben (3-11. ábra), így növekedési különbözetünk pozitív maradt.

A háztartások fogyasztási kiadása 2024 első negyedében 3,6 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva, így 1,8 százalékponttal támogatta a GDP bővülését (3-12. ábra). A félig tartós termékek kivételével (-0,4 százalék) a fogyasztás az összes többi termékcsoportban emelkedett: a nem tartós termékeké 4,4 százalékkal, a szolgáltatások volumene 2,4 százalékkal, a tartós termékek volumene pedig 1,8 százalékkal nőtt. A közösségi fogyasztás 2,7 százalékkal csökkent éves alapon.

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



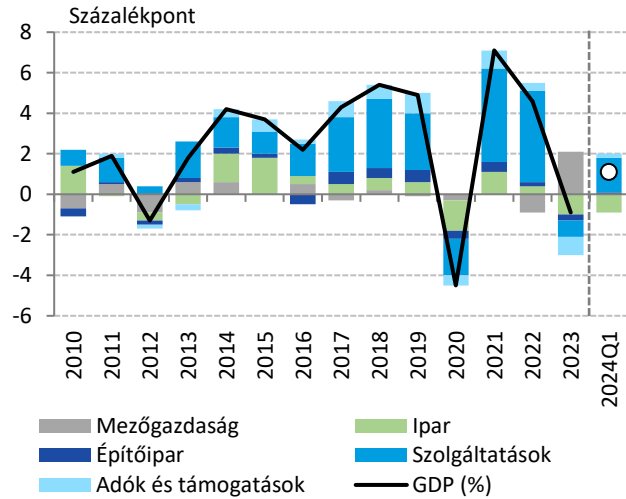
Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás a közösségi fogyasztás mellett tartalmazza a kormányzattól és nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokat is. A készletváltozás tartalmazza az értéktárgyak beszerzésének és eladásának egyenlegét is.

Forrás: KSH, MNB

A bruttó állóeszköz-felhalmozás 6,9 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A beruházási ráta négy negyedéves gördülőátlaga az előző negyedévhez képest enyhén alacsonyabban, 25,8 százalékon alakult. Az építési beruházások 7,6, a gép- és berendezésjellegűek 11,9 százalékkal mérséklődtek éves bázison az első negyedévben. A külpiacra termelő és a belföldön tevékenykedő ágazatok beruházásainak visszaesése lassult az elmúlt negyedévben, míg az állami beruházások emelkedtek. A készletváltozás hozzájárulása érdemben negatívan alakult, 2,3 százalékponttal fogta vissza a GDP dinamikáját. Az import volumene (-9,2 százalék) nagyobb mértékben csökkent, mint az exporté (-5,3 százalék).

Az áruexport 6,2 százalékkal, a szolgáltatások exportja 0,8 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A külkereskedelmi termékforgalom egyenlege historikusan magas 3,8 milliárd eurós többletet mutatott az első negyedévben. A cserearány 1,9 százalékkal javult éves bázison, amihez leginkább az ásványi fűtőanyagok árának korrekciója járult hozzá. 2024 áprilisban 1,8 milliárd euro volt a külkereskedelmi termékforgalom többlete, az

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

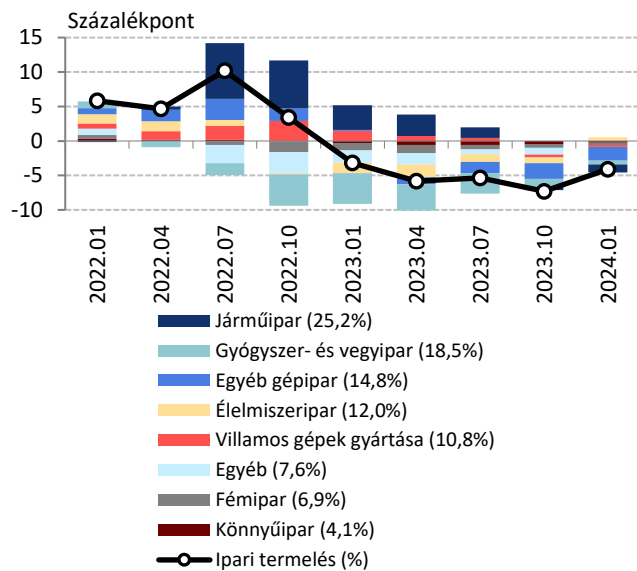


Forrás: KSH

áruexport euróban számolt értéke 8,8 százalékkal nőtt, az áruimport euróban kifejezett nominális értéke 3,5 százalékkal zsugorodott egy év alatt. Az előző hónapoz képest 197 millió euróval, míg az előző év azonos időszakához képest 1,4 milliárd euróval javult az egyenleg.

**Termelési oldalról az ipar hozzáadott értéke 4,2, és ezen belül a feldolgozóiparé 4,8 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához mérten (3-13. ábra).** Az első negyedévben a feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb súlyú járműgyártás 5,1 százalékkal, a villamos berendezés gyártása 5,7 százalékkal esett vissza, míg az élelmiszeripar 4,5 százalékkal növekedett átlagosan az első negyedévben éves összehasonlításban (3-13. ábra). A kedvező naptárhatás miatt 2024. áprilisban ismét pozitívvá vált az ipari termelés dinamikája, míg az alapfolyamatok továbbra is gyengék. Az ipari termelés volumene az előző év azonos időszakához képest 6,4 százalékkal nőtt, ugyanakkor a szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján a termelés 2,1 százalékkal mérséklődött éves alapon.

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



Megjegyzés: Zárójelben az ágazatok 2023-as súlya szerepel az ipari termelésben. Víz- és hulladékgazdálkodás nemzetgazdasági ág nélkül. A teljes ipari termelés nem tartalmazza az öt fő alatti vállalkozások teljesítményét.

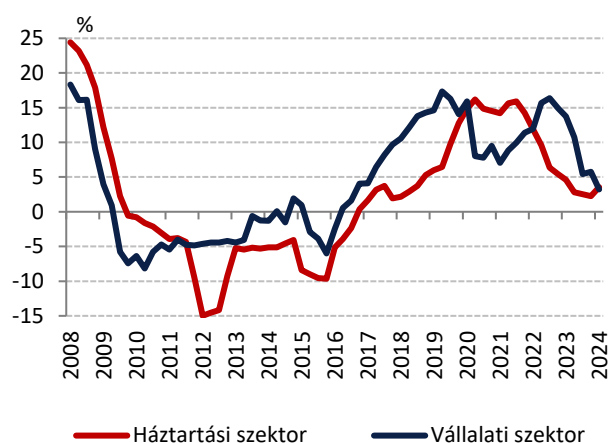
Forrás: KSH, MNB

**Az építőipar hozzáadott értéke 3,0 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakában mérttől.** Az épületek építése 0,5, míg az egyéb építmények építése 6,0 százalékkal nőtt az első negyedévben éves összevetésben. Az építőipari vállalatok szerződésállománya 6,3 százalékkal volt alacsonyabb, mint az előző év azonos időszakában, míg az új szerződések volumene 36,7 százalékkal emelkedett. 2024. márciusban 6,3 százalékkal csökkent az építőipari termelés volumene éves összevetésben.

**A mezőgazdaság hozzáadott értéke 0,4 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakit.** Ezzel a mezőgazdaságnak nem volt érdemi növekedési hozzájárulása a nemzetgazdaság teljesítményéhez.

**A szolgáltatások hozzáadott értéke összességében 2,7 százalékkal emelkedett 2024 első negyedévében.** A bővülés széleskörű volt, a legnagyobb emelkedést az információ, kommunikáció (+9,8 százalék) ágazatban regisztrálta a KSH. Emellett a művészet, szabadidő, egyéb szolgáltatások hozzáadott értéke 7,3, a szálláshelyszolgáltatás és vendéglátásé 5,2 százalékkal, míg a szállítás, raktározásé 4,2 százalékkal nőtt. A nagy súlyt képviselő kereskedelem, gépjárműjavítás szektor hozzáadott értéke 3,0 százalékkal visszaesett. 2024. áprilisban 3,2 százalékkal nőtt a kiskereskedelmi forgalom volumene éves összehasonlításban, ezzel folytatódott a januárban kezdődött növekedés. A NAV online pénztárgépek forgalma nominálisan 5,6 százalékkal, míg az inflációval korrigált forgalom 1,9 százalékkal nőtt áprilisban éves összevetésben a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok szerint. Ez az adat abban tér el a kiskereskedelmi forgalomtól, hogy

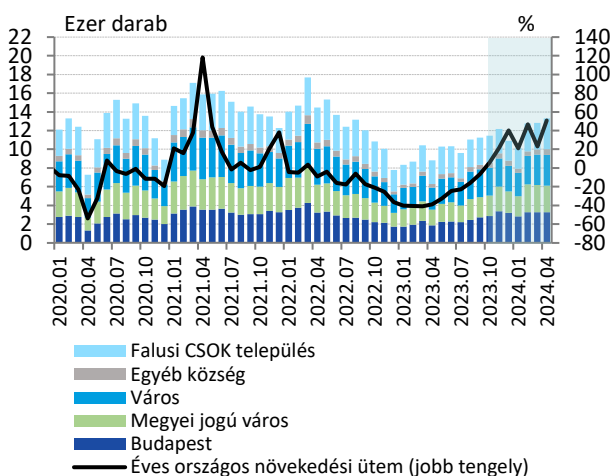
3-15. ábra: A teljes vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása



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

Forrás: MNB

3-16. ábra: Lakáspiaci tranzakciók száma településtípusonként



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

Forrás: Lakáspiaci közvetítői adatbázis, MNB, NAV

tartalmazza többek között a vendéglátás, a taxiszolgáltatás és a szálláshely-szolgáltatások egy részének forgalmát is.

A bankok 2024 első negyedében a hitelkereslet élénkülését érzékelték a háztartási hitelpiacon, míg a vállalati hitelek esetében kivárást tapasztaltak. A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállományának éves növekedési üteme előző negyedévhez képest 1,3 százalékponttal gyorsulva 3,6 százalékot ért el március végén, míg a vállalati hitelállomány 2,6 százalékpontos lassulást követően 3,2 százalékkal növekedett éves összevetésben (3-15. ábra). Az első negyedévi új szerződéskötések a háztartási szektorban előző év azonos negyedévi alacsony bázis értékét 71 százalékkal haladták meg, ellenben a vállalati szektorban 25 százalékkal csökkent a szerződéskötési érték. A hitelezési felmérés válaszai alapján az első negyedévben a háztartási szektorban a bankok a kereslet élénkülését tapasztalták, míg a vállalati szektorban a bankok negyede a kereslet csökkenését érzékelt. 2024 második és harmadik negyedévére előretekintve azonban mindkét szektorban a kereslet bővülése valószínűsíthető: a lakáshitelek, a fogyasztási hitelek, illetve a vállalati hitelek esetében a bankok nettó értelemben vett 50, 46, illetve 14 százaléka vár keresletélénkülést.

Élénkült, ezzel szintjében már ismét elérte a hosszú távú átlagot a lakáspiaci forgalom (3-16. ábra). 2024 első negyedében a magánszemélyek lakáspiaci tranzakcióinak száma 35,7 ezret tett ki országosan, így 30 százalékkal meghaladta az előző év azonos időszakai rendkívül alacsony tranzakciószámot, szintjében pedig elérte a 2011–2023 közötti időszak első negyedéveinek hosszú távú átlagát. A fővárosban 55 százalékkal, a megyei jogú városokban 41 százalékkal, a többi városban 21 százalékkal, a falusi CSOK-ra jogosult településeken pedig 10 százalékkal nőtt éves alapon a lakáspiaci adásvételek száma az első negyedévben. Az MNB lakásárindex alapján 2023 negyedik negyedében az előző év azonos időszakához képest országosan 5,8 százalékkal emelkedtek, ezen belül a fővárosban 3,4 százalékkal, a vidéki városokban átlagosan 5,7 százalékkal, a községekben pedig 7,5 százalékkal nőttek a lakásárak nominális értelemben. Előzetes adatok alapján 2024 első negyedében országosan 7,2 százalékra gyorsulhatott az éves lakásár-dinamika.

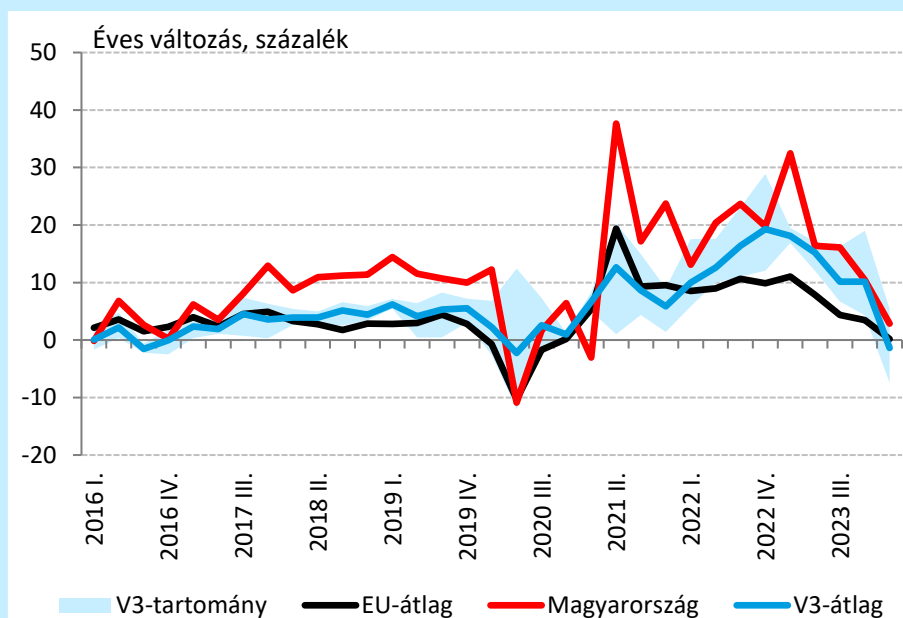


### 3-2. keretes írás: A vállalati profitok alakulása: nemzetközi és hazai tapasztalatok

Az elmúlt években az infláció növekedésének egyik fontos tényezője volt a vállalatok emelkedő jövedelmezősége, így a profit-vezérelt infláció jelensége a gazdasági elemzések fókuszába került (lásd a 2022. júniusi Inflációs jelentés 3-1. keretes írását). A profit-vezérelt infláció az a jelenség, amikor a vállalatok a nyereségesség érdekében nagyobb áremelést hajtanak végre, mint amit a költségek növekedése indokolna. A folyamatot a gazdaság keresleti-kínálati egyensúlyának megbomlása mellett a piaci versenyhelyzet gyengesége vagy az inflációs várakozások emelkedése is kiválthatja.

A vállalati profitok változását jól megragadó nemzetgazdasági szintű statisztikai mutató, a bruttó működési eredmény és vegyes jövedelmek növekedési üteme az első negyedévben érdemben alacsonyabban alakult, mint az elmúlt években. 2021-től kezdődően a profitok korábbi években tapasztaltnál nagyobb mértékű növekedése általánosan megfigyelhető volt mind a régiós országokban, mind az Európai Unió egészében (3-17. ábra). Az elmúlt negyedévekben a dezinflációval, valamint a szűkülő kereslettel párhuzamosan a vállalatok profit növekedése is enyhült. Az első negyedévben a hazánkban tevékenykedő vállalatok működési eredménye 2,8 százalékkal nőtt, míg a visegrádi országok átlagában enyhén csökkent, az EU-ban pedig stagnált ez a mutató.

3-17. ábra: A bruttó működési eredmény és vegyes jövedelem alakulása

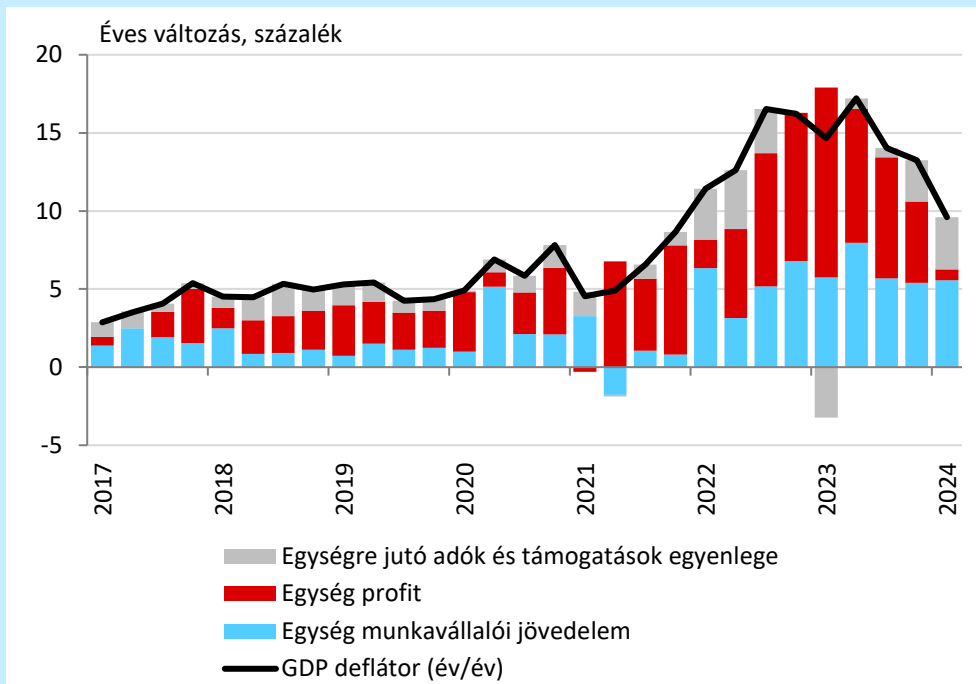


Megjegyzés: Nominális, negyedéves nyers adatok alapján.

Forrás: KSH, Eurostat

**2023 első negyedéve óta érdemben csökken a profitok hozzájárulása a GDP deflátorhoz.** A bruttó hazai termék árszintje 9,6 százalékkal nőtt 2024 első negyedévében, amit főként a munkaerőköltség, valamint az adótételek és támogatások egyenlege okozott (3-18. ábra). Az egységre jutó profit hozzájárulása a GDP deflátorhoz mindössze 0,7 százalékpont volt, szemben a 2022 év végére és 2023 első felére jellemző 8-12 százalékponttal.

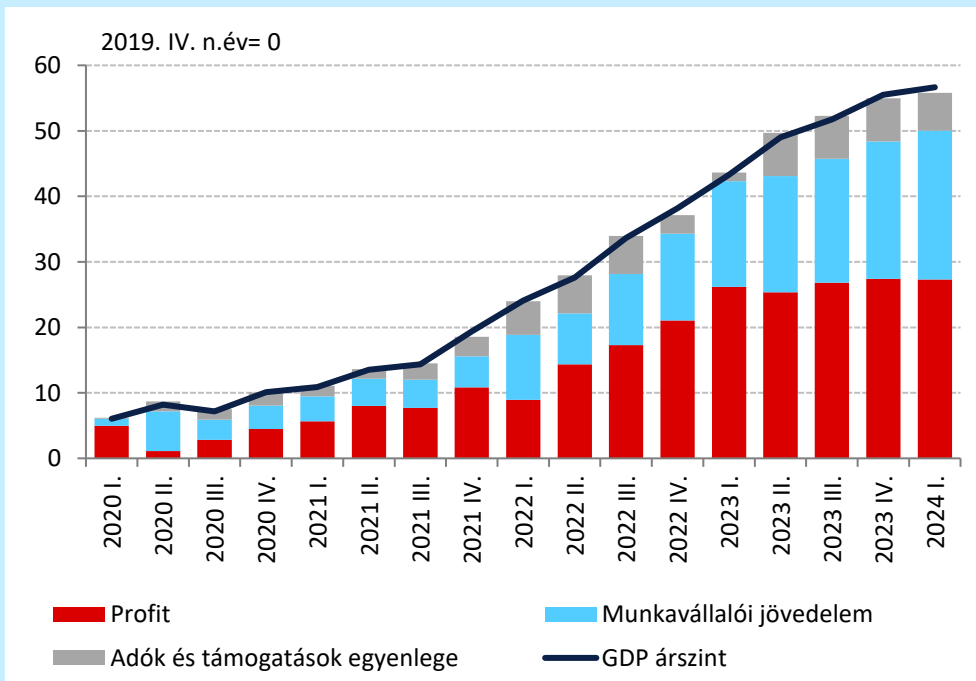
3-18. ábra: A GDP deflátor jövedelemoldali felbontása



Forrás: Eurostat, MNB

**Az alacsonyabb év/év mutató ellenére a folyó áras GDP profittartalma továbbra is magas szinten alakult.** Szezonálisan igazított adatok alapján a GDP árszintje 56,7 százalékkal nőtt 2019 végéhez képest, melynek közel felét a profitok magyarázzák (3-19. ábra). A 2022 első negyedévet követő historikus átlagnál magasabb átárazási mintázat a profitok alakulásában is látható. A profitok szintje 2023 eleje óta nem nő érdemben.

3-19. ábra: A GDP árszint kumulált változásának felbontása



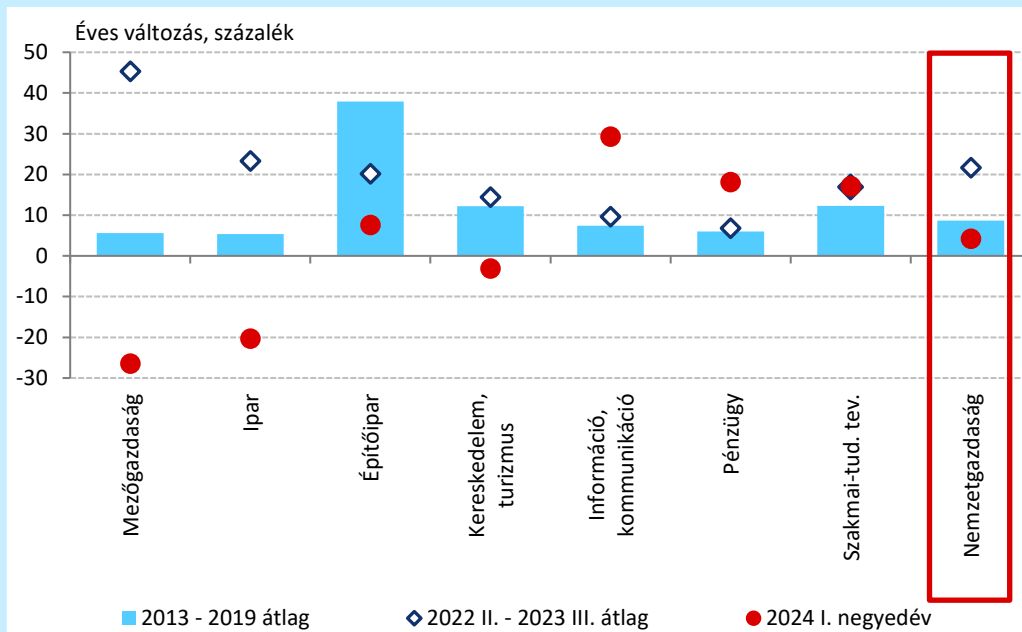
Megjegyzés: Nominális, negyedéves, szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: Eurostat, MNB számítás

**A visszatekintő árazás gyakorlata az egyes ágazatok bruttó működési eredményében is fellelhető.** Az első negyedévben a nemzetgazdasági bruttó működési eredmény a 2013-2019-es időszak átlagának megfelelő mértékben növekedett, ugyanakkor a szektorális adatok kettősséget mutatnak. Az ipar, a mezőgazdaság és a kereskedelem ágazatban csökkent a

bruttó működési eredmény éves alapon. Ezzel szemben azokban a piaci szolgáltató szektorokban, melyekben visszatekintő áremelési gyakorlatot hajtottak végre (elsősorban telekommunikáció és pénzügyek) a profitok jelentősen, 20-30 százalékkal növekedtek éves bázison 2024 év elején (3-20. ábra).

3-20. ábra: A bruttó működési eredmény éves változása ágazatonként



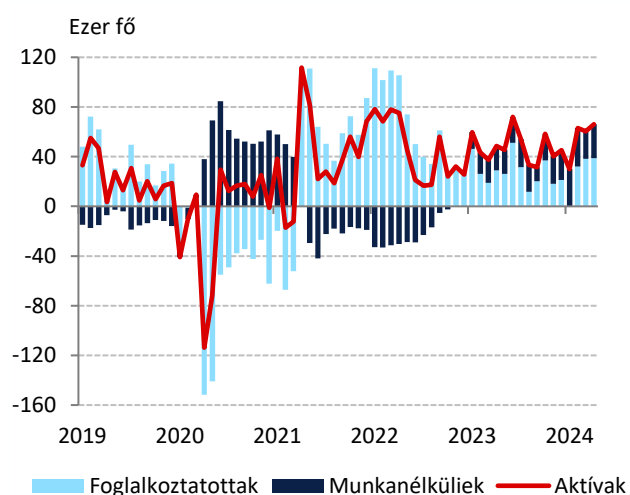
Megjegyzés: Nominális, negyedéves adatok alapján.

Forrás: KSH, Eurostat

### 3.3. Munkaerőpiac

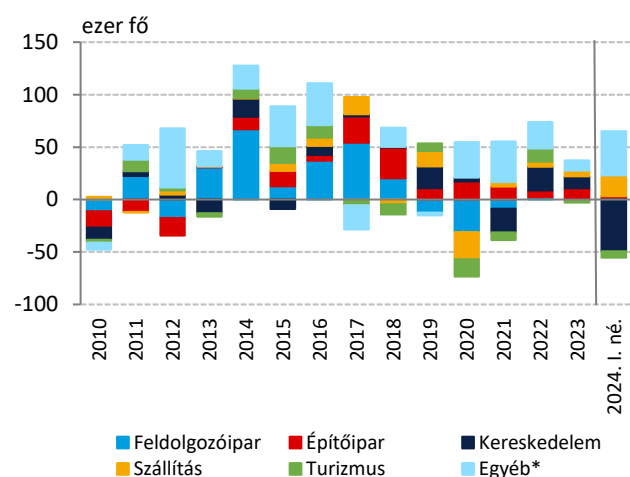
A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is magas szinten alakul. A munkanélküliségi ráta 4,4 százalék volt áprilisban, a munkaerőpiaci aktivitás így tovább növekedett az elmúlt időszakban. A munkaerőpiac feszsége enyhült az utóbbi időben. A versenyszférában a bruttó átlagkereset 12,7 százalékkal nőtt márciusban az előző év azonos időszakához képest.

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



Forrás: KSH

3-22. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása



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

Forrás: KSH

#### 3.3.1. Foglalkoztatás és munkanélküliség

**A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is magas szinten alakul.** 2024 áprilisában a 15-74 éves foglalkoztatottak létszáma 4 millió 749 ezer fő volt, így a foglalkoztatás szintje 39 ezer fővel nőtt az előző év azonos időszakához képest (3-21. ábra). A szezonálisan igazított adatok alapján a foglalkoztatottak száma 16 ezer fővel emelkedett az előző hónaphoz képest.

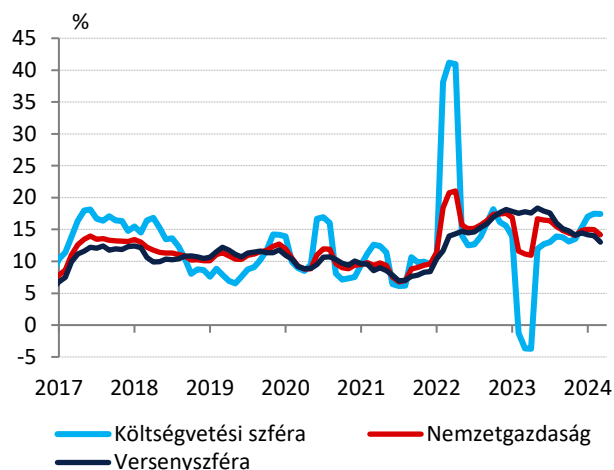
**A foglalkoztatás eltérően alakul az egyes ágazatok között.**

A negyedéves frekvencián rendelkezésre álló részletes ágazati adatok alapján az építőiparban enyhén nőtt, a feldolgozóiparban nem változott érdemben a foglalkoztatottak száma az első negyedévben az előző év azonos időszakához képest. A piaci szolgáltató szektorban összességében enyhén csökkent a létszám, amit eltérő ágazati tendenciák magyaráztak. Míg a kereskedelemben, a turizmusban és az ingatlanügyletek területén csökkenés volt tapasztalható, a szállítás és raktározás, az adminisztratív és szolgáltatást támogató, valamint a pénzügyi és biztosítási tevékenység területén nőtt a létszám (3-22. ábra). Az állami szféra ágazatain belül az oktatásban stagnált, a közigazgatásban csökkent, míg az egészségügyben nőtt a foglalkoztatottak száma éves alapon. A munkaerőkereslet enyhülése a rendelkezésre álló kapacitások kihasználásában is megmutatkozik, ennek megfelelően a teljes munkaidő egyenértékes (TME) létszám 5,8 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest a negyedik, majd 4,9 százalékkal az első negyedévben.

**A munkanélküliségi ráta nyers adatok alapján 4,4 százalék volt 2024 áprilisában.** A KSH háromhavi mozgóátlagon alapuló módszertanával számított munkanélküliségi ráta 4,5 százalékon alakult 2024 februárja és áprilisa között átlagosan. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony a munkanélküliek hazai aránya.

**A munkaerőpiaci aktivitás tovább emelkedett a foglalkoztatás és a munkanélküliség szintjének egyidejű növekedése nyomán.** A gazdaságilag aktívák száma a szezonálisan igazított adatok alapján tovább nőtt. A munkaerőpiaci aktivitás szintje 2024 áprilisában 66 ezer fővel volt magasabb az előző év azonos időszakához képest.

3-23. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

### 3.3.2. Bérek

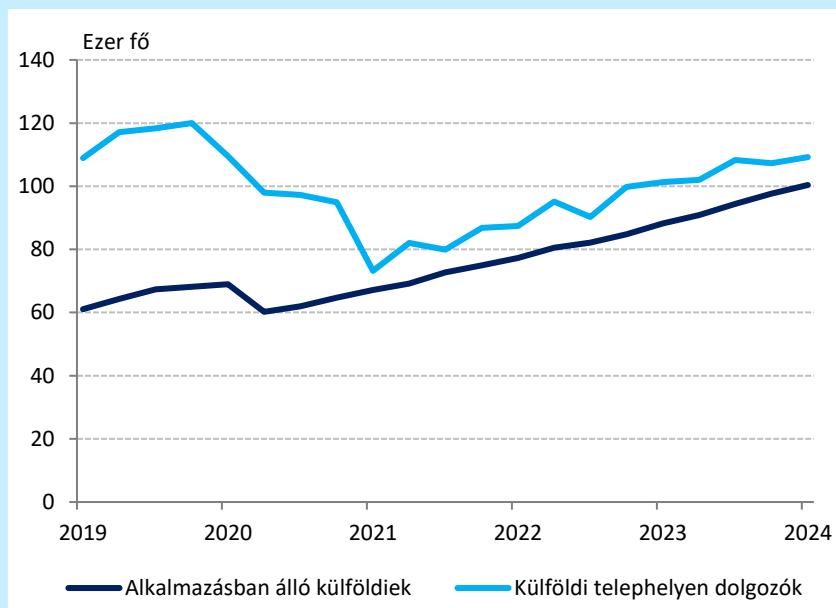
A bérezési folyamatok továbbra is erősek, azonban 2023 májusa óta az infláció csökkenésével párhuzamosan a bérdinamikában is enyhülés tapasztalható. 2024 márciusában a versenyszféra bruttó átlagkeresete 12,7 százalékkal, a rendszeres kereset 13,3 százalékkal nőtt éves alapon, míg a prémiumkifizetések mértéke elmaradt a tavalyitól, de meghaladta a korábbi évekéit. A rendszeres keresetek havi összehasonlításban 3,8 százalékkal nőttek, azaz a márciusi átbérezés a tavalyihoz hasonló volt a versenyszférában. A költségvetési szférában év elejétől hatályos ágazati bérintézkedések (pl. a pedagógusok, rend- és honvédelmi dolgozók béremelése) nyomán a bruttó átlagkeresetek dinamikája erősödött, márciusban 17,4 százalékot ért el. A nemzetgazdaság egészét tekintve 13,9 százalékkal emelkedtek a bruttó átlagkeresetek (3-23. ábra).

A régiós országok körében a román után a hazai nominális bérdinamika volt a második legmagasabb 2024 márciusában. Romániában 16,6 százalékkal, Lengyelországban 12,0 százalékkal, Szlovákiában 8,7 százalékkal nőttek a keresetek éves alapon. Csehország esetén csak negyedéves frekvencián állnak rendelkezésre bér adatok, melyek alapján az átlagbérek 7,0 százalékkal nőttek az első negyedévben. A reálbérek Magyarországon emelkedtek a legnagyobb mértékben a régióban márciusban. Az első negyedévben már mindegyik régiós országban pozitív volt a reálbér-dinamika.

### 3-3. keretes írás: Külföldi munkavállalók a magyar gazdaságban

Az utóbbi években emelkedett a Magyarországon alkalmazott külföldi munkavállalók száma. Tovább bővült a historikusan magas foglalkoztatottság hazánkban, emellett a munkaerőpiaci aktivitás aránya is javult. A teljes foglalkoztatás közeli helyzetben nehezzé vált a toborzás a vállalatok számára, így a munkáltatók részére az egyik megoldás a külföldi munkavállalók bevonása lehet. Az alkalmazásban álló külföldiek száma 2020 óta emelkedik, összességében mintegy 40 ezer fővel, így 2024 februárjában a KSH adatai alapján meghaladta a 100 ezer főt. A Magyarországon dolgozó külföldiek számával párhuzamosan ugyanakkor a magyarországi háztartások külföldi telephelyen dolgozó tagjainak száma is növekszik, és megközelíti a Covid-járvány előtti legmagasabb értékeket (3-24. ábra).

3-24. ábra: Az alkalmazásban álló külföldi állampolgárok és a külföldi telephelyen dolgozók száma

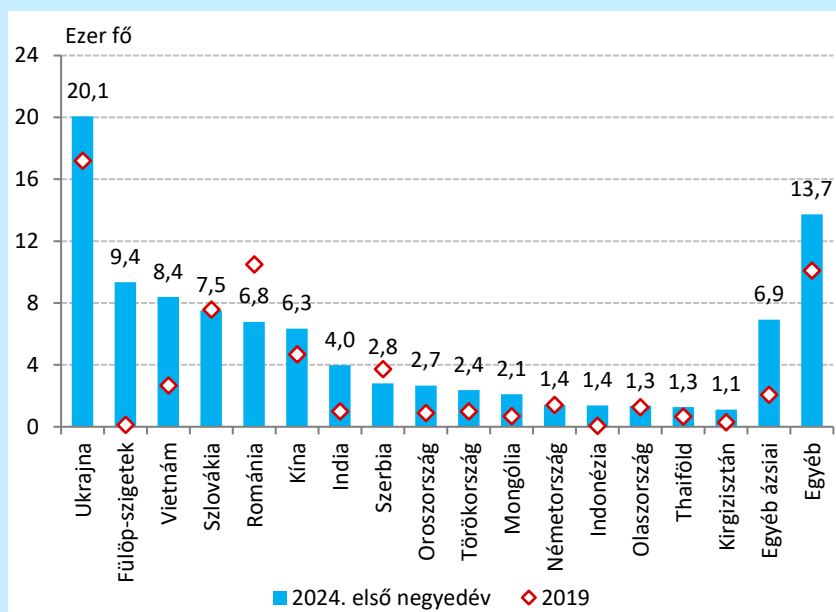


Megjegyzés: A külföldiek esetében tartalmazza a havi 60 óránál kevesebb munkaórában foglalkoztatottak létszámát is. Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH

**A Magyarországon alkalmazott külföldiek legnagyobb csoportját az ukrán állampolgárok teszik ki, ám egyre magasabb az ázsiai országokból származók aránya.** Az alkalmazásban álló külföldiek egyötöde ukrán állampolgár, számuk az orosz-ukrán háború kitörése utáni negyedévben tetőzött, azóta lassan csökken. Szintén visszaesőben van a más szomszédos országokból (Románia, Szlovákia, Szerbia) érkezők aránya, számuk pedig stagnál vagy csökken. Az ázsiai országok állampolgárainak aránya a 2019-es 18,5 százalékról 41,0 százalékra emelkedett az idei első negyedévre: közülük a Fülöp-szigetek, Vietnám és Kína emelkedik ki a küldő országok közül (3-25. ábra). Az elmúlt években az ukrán mellett a szlovák és román munkavállalók jelentették a legnépesebb csoportot, ám az első negyedévben már mindkettőt megelőzték a Fülöp-szigetiek és a vietnámiak. Utóbbiak száma 139,4, illetve 110,1 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest.

3-25. ábra: Az alkalmazásban álló külföldi állampolgárok száma nemzetiség szerint

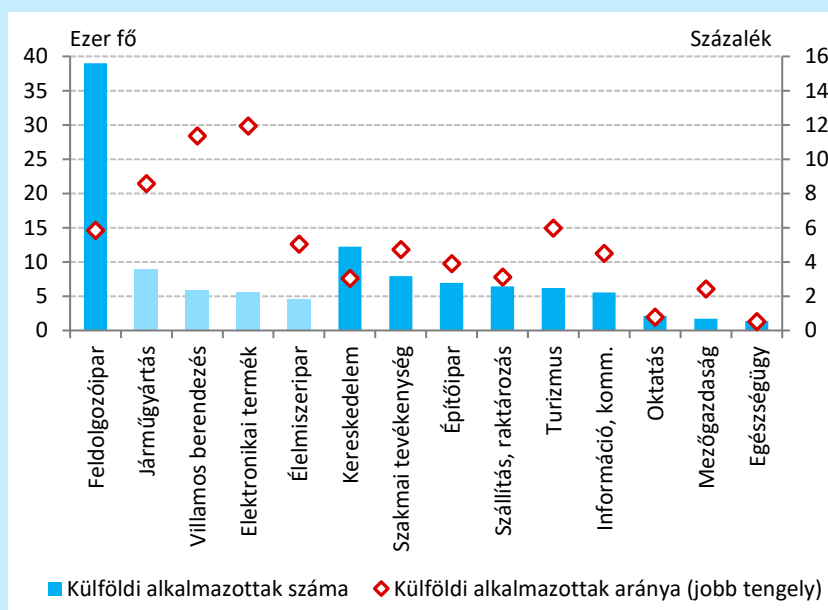


Megjegyzés: Tartalmazza a havi 60 óránál kevesebb munkaórában foglalkoztatottak létszámát is.

Forrás: KSH

A külföldi állampolgárok legnagyobb számban a feldolgozóipari ágazatokban állnak alkalmazásban. A külföldiek mintegy negyedét munkaerő-kölcsönzőkön keresztül foglalkoztatják a vállalatok. A külföldi állampolgárokat legnagyobb arányban az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység ágazatban, a feldolgozóiparban, illetve a kereskedelemben alkalmazzák. Az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység ágazat statisztikáját erősen befolyásolja, hogy ide sorolják a munkaerő-kölcsönzők alkalmazásában álló, kölcsönzöttként jórészt más ágazatokban dolgozókat is (az összes külföldi alkalmazott 27,4 százaléka ebbe az ágazatba tartozott az idei első negyedében). Utóbbiak tényleges ágazati megoszlását figyelembe véve becslésünk szerint a külföldiek csaknem kétötöde, 39 ezer fő a feldolgozóiparban áll alkalmazásban. A kereskedelemben és a szakmai, tudományos, műszaki tevékenység területén további egyötödük dolgozik. A feldolgozóipar ágazatai közül a jármű-, a villamos berendezés és a számítógép, elektronikai, optikai termék gyártása területeken alkalmazzák őket a legnagyobb arányban (3-26. ábra).

3-26. ábra: A külföldi alkalmazottak száma és aránya egyes nemzetgazdasági ágazatokban és feldolgozóipari alágazatokban



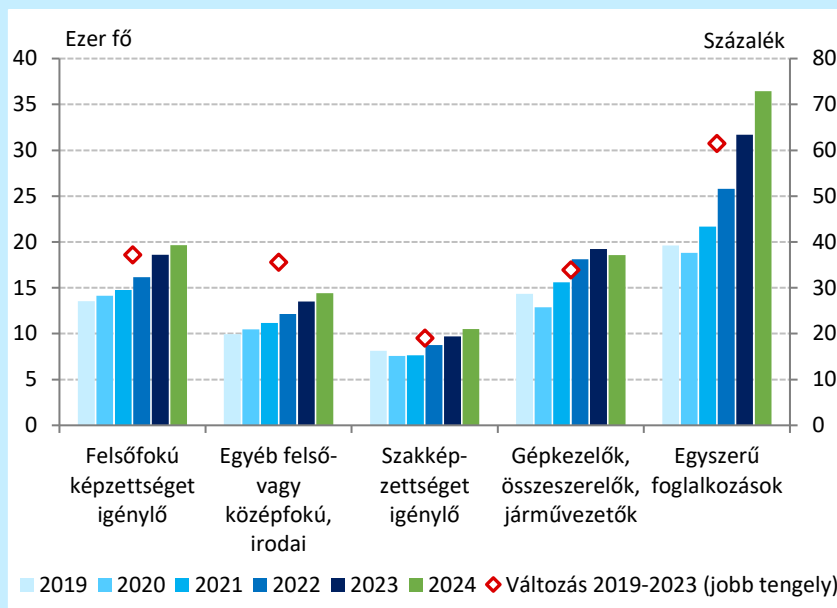
Megjegyzés: 2024. első negyedévi adatok. Tartalmazza a havi 60 óránál kevesebb munkaidőben foglalkoztatottakat és a munkaerő-kölcsönzők által alkalmazottaknak az ágazatok között MNB-becslés alapján szétosztott létszámát is.

A külföldi alkalmazottak az ágazatban teljes munkaidőben foglalkoztatottak arányában.

Forrás: KSH alapján MNB-becslés

**A Magyarországon alkalmazott külföldi állampolgárok között a szakképzést nem igénylő foglalkozásokat betöltők vannak a legtöbben.** Ők tették ki a külföldi alkalmazottak 36,6 százalékát az idei első negyedév átlagában, és az utóbbi években az ő számuk nőtt a legnagyobb mértékben. Jelentős még a felsőfokú képzettséget igénylő foglalkozásokat betöltők, illetve az alacsony szakképzettséget igénylő gépkezelő, összeszerelő, járművezető foglalkozásokban alkalmazottak száma. A külföldi alkalmazottak 10,5 százaléka végzett valamely szakképzettséget igénylő (mezőgazdasági, kereskedelmi, ipari vagy építőipari) foglalkozást (3-27. ábra).

3-27. ábra: Az alkalmazásban álló külföldi állampolgárok foglalkozási főcsoportok szerint



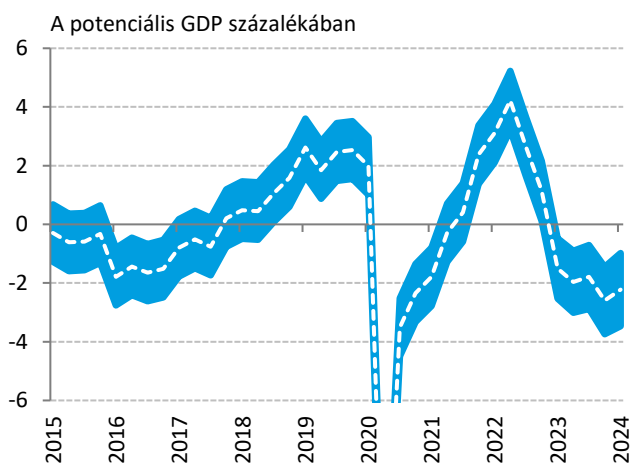
Megjegyzés: 2024 esetében első negyedéves adatok. Felsőfokú képzettséget igénylő foglalkozások = FEOR 1. (Gazdasági, igazgatási, érdekképviseleti vezetők, törvényhozók) és 2. (Felsőfokú képzettség önálló alkalmazását igénylő foglalkozások) főcsoport; Egyéb felső- vagy középfokú, irodai = FEOR 3. (Egyéb felsőfokú vagy középfokú képzettséget igénylő foglalkozások) és 4. (Irodai és ügyviteli (ügyfélkapcsolati) foglalkozások) főcsoport; Szakképzettséget igénylő = FEOR 5. (Kereskedelmi és szolgáltatási foglalkozások), 6. (Mezőgazdasági és erdőgazdálkodási foglalkozások) és 7. (Ipari és építőipari foglalkozások) főcsoport; Gépkezelők, összeszerelők, járművezetők = FEOR 8. főcsoport; Egyszerű foglalkozások = FEOR 9. főcsoport (Szakképzettséget nem igénylő (egyszerű) foglalkozások).  
 Forrás: KSH



### 3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A 2024. első negyedében a magyar gazdaság 1,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg az előző negyedévhez képest a gazdaság teljesítménye 0,8 százalékkal bővült. Az elmúlt negyedévek visszafogott gazdasági teljesítményét legnagyobb mértékben az ipar és a piaci szolgáltatások negatív hozzájárulása indokolta. A gazdaság ciklikus pozíciója 2023 eleje óta negatív előjelű és így dezinflációs hatású. Becslésünk alapján a GDP enyhén a potenciális szintje alatt alakult 2024 első negyedében, de a gazdaság élénkülésével párhuzamosan elkezdett záródni. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága és termelési várakozásai továbbra is elmaradnak a historikus átlagtól.

3-28. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv



Megjegyzés: A bizonytalansági sáv szélessége 1 szórásnyi terjedelmet fed le. A mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés.

Forrás: KSH, MNB-becslés

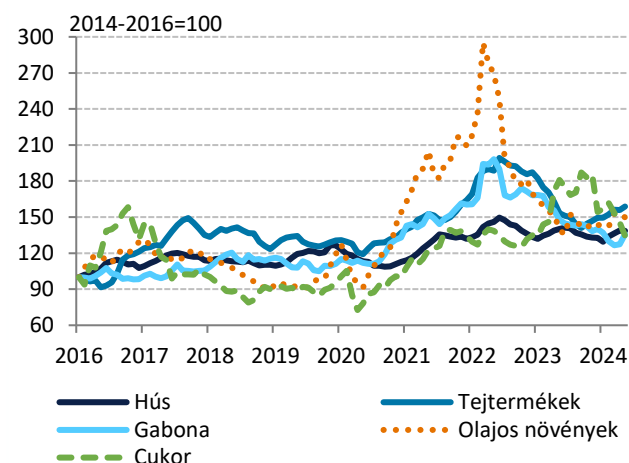
Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója 2023 eleje óta negatív előjelű és így dezinflációs hatású. Aktuális becslésünk szerint a hazai kibocsátási rés enyhén negatív tartományban alakult, de a gazdaság élénkülésével párhuzamosan elkezdett záródni (3-28.ábra). 2024 első negyedében a magyar gazdaság 1,1 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, és a mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés elkezdett záródni. A külső konjunktúra alakulásának szempontjából ugyanakkor kockázat az általánosan feszült geopolitikai helyzet és a visszafogott európai növekedési kilátások. A külső kibocsátási rés továbbra is enyhén negatív tartományban alakult, amely hatással van a hazai ciklikus pozícióra.

A kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága és termelési várakozásai továbbra is elmaradnak a historikus átlagtól. A következő hónapokra vonatkozó termelési várakozások érdemben nem változtak az elmúlt időszakban.

### 3.5. Költségek és infláció

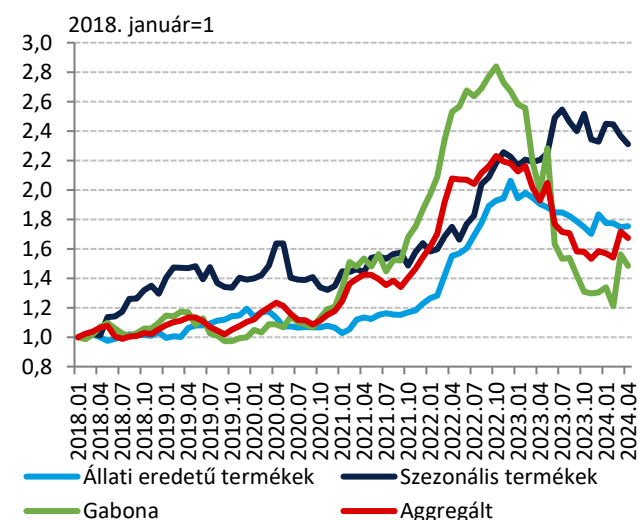
2024 májusában a fogyasztói árak éves összevetésben 4,0 százalékkal emelkedtek. A maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció csökkenése folytatódott, mindkét mutató 4,0 százalékra mérséklődött. Az éves bázisú maginfláció 0,1 százalékponttal csökkent. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó éves bázison számított mutatók szintén mérséklődtek. Havi bázison a teljes fogyasztói kosár esetében 0,1 százalékkal csökkentek az árak, míg a maginflációs körben 0,5 százalékos áremelkedés volt megfigyelhető. Az előző hónaphoz viszonyított áremelkedés mértéke az infláció esetében alacsonyabb volt az év ezen időszakára jellemző historikus átlagnál, míg a maginfláció esetében a havi átárzás a historikus átlag felett alakult. A májusi átárzások mértéke az iparcikkek és az élelmiszerek esetében a historikus átlag alatt, míg a piaci szolgáltatások esetében a historikus átlagnál magasabban alakult.

3-29. ábra: A világpiacon élelmiszerárak alakulása



Forrás: FAO

3-30. ábra: Mezőgazdasági termelők árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján

Forrás: KSH

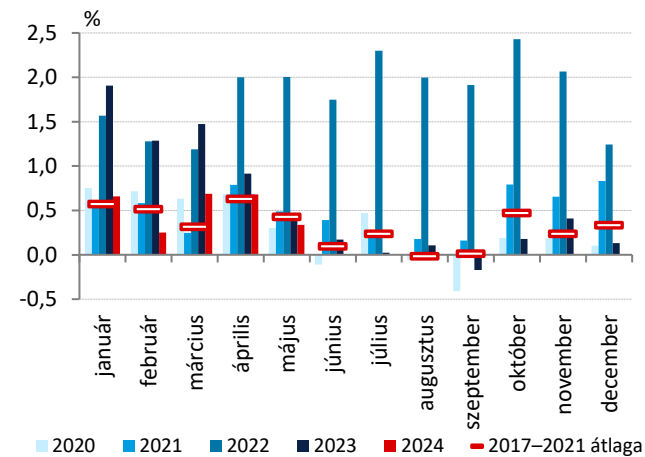
#### 3.5.1. Termelők árak

**Májusban 0,9 százalékkal emelkedtek a világpiacon élelmiszerárak.** A gabona és a tejtermékek áremelkedését csak részben ellensúlyozta a cukor és az olajos növények árainak havi alapú mérséklődése. A FAO adatközlése szerint 2023. májushoz képest az élelmiszerárak 3,4 százalékkal csökkentek, az olajos növények és a tejtermékek kivételével minden termékcsoport esetében mérséklődtek az árak éves összevetésben. A gabonaárak éves alapon 8,2 százalékkal mérséklődtek, míg havi alapon 6,3 százalékkal emelkedtek az árak. Az olajnövények árai éves összevetésben 7,7 százalékkal nőttek, míg havi bázison 2,4 százalékkal csökkentek. A tejtermékek az előző év azonos időszakához viszonyítva 3,5 százalékkal, áprilishoz képest pedig 1,8 százalékkal emelkedtek. A húсарak tavaly májushoz képest 1,3, áprilishoz képest pedig 0,2 százalékkal alacsonyabban alakultak. A cukor világpiacon ára éves összevetésben 25,5, havi bázison pedig 7,5 százalékkal csökkent. Az árak csökkenését az átlagot meghaladó indiai és thaiföldi kínálat és a kedvező brazil termelési kilátások okozták (3-29. ábra).

**Áprilisban a hazai mezőgazdasági termelők árak havi összevetésben 2,6 százalékkal csökkentek, az árak 13,3 százalékkal alacsonyabbak, mint 2023 azonos időszakában.** A résztételek közül a korábbi hónapokhoz hasonlóan egyedül a szezonális termékek termelők árindexe emelkedett, éves bázison 4,8 százalékkal. Az állati eredetű termékek árszintjének tavaly február óta tartó csökkenése megtorpant, áprilisban éves alapon 7,9 százalékkal mérséklődtek az árak. A gabona termelők árai márciusához képest 5,1 százalékkal csökkentek, a 2023. áprilisi árszintnél 25,4 százalékkal alacsonyabbak (3-30. ábra).

**A belföldi értékesítésre szánt feldolgozóipari termékek termelők árai éves bázison 0,4 százalékkal emelkedtek 2024 áprilisában.** A teljes ipar belföldi értékesítési árai 5,0 százalékkal csökkentek az előző év áprilisához viszonyítva. Az energiaiparban 15,3, míg az

**3-31. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül**



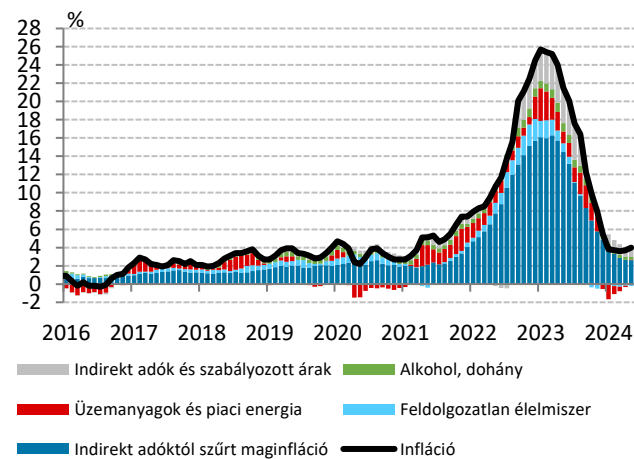
Megjegyzés: Adószűrt, szezonálisan nem igazított havi változás  
 Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

élelmiszeriparban 5,9 százalékkal voltak alacsonyabbak a termelői árak az előző év azonos időszakához képest.

3.5.2. Fogyasztói árak

**Éves összevetésben májusban 4,0 százalékkal emelkedtek a fogyasztói árak.** A fogyasztóiár-index 0,3 százalékponttal emelkedett az előző hónaphoz képest. Az infláció emelkedését az üzemanyagok (+0,2 százalékpont) és a szabályozott árú termékek (+0,2 százalékpont) árdinamikájának bázishatások miatti növekedése okozta, melyet részben ellensúlyozott a piaci szolgáltatások (-0,1 százalékpont) inflációt csökkentő hatása. Havi alapon a teljes fogyasztói kosár esetében 0,1 százalékkal csökkentek az árak, míg az üzemanyagok és szabályozott árak nélkül számított kosár ára 0,3 százalékkal emelkedett (3-31. ábra). Az alapfolyamatokat jobban tükröző, a feldolgozott élelmiszerek nélkül számított, havi bázisú maginfláció 0,5 százalékon alakult.

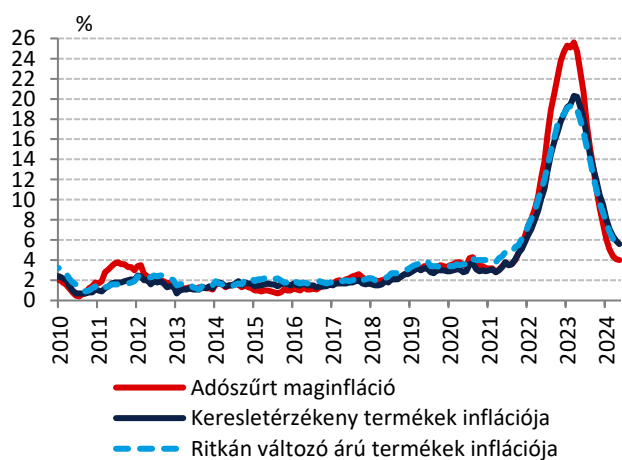
**3-32. ábra: Az infláció dekompozíciója**



Forrás: MNB-számítás

**A maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció csökkenése folytatódott. Mindkét mutató 0,1 százalékponttal 4,0 százalékra mérséklődött.** A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink mérséklődtek májusban (3-33. ábra). Rövidebb bázisú (évesített 3hó/3hó) összevetésben a maginfláció és az infláció emelkedett az egyes piaci szolgáltatások esetében megvalósuló visszatekintő átárzások következtében. Az előző hónaphoz viszonyított áremelkedés mértéke az infláció esetében alacsonyabb volt az év ezen időszakára jellemző historikus átlagnál, míg a maginfláció esetében a havi átárzás a historikus átlag felett alakult.

**3-33. ábra: Az inflációs alapmutatók**



Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

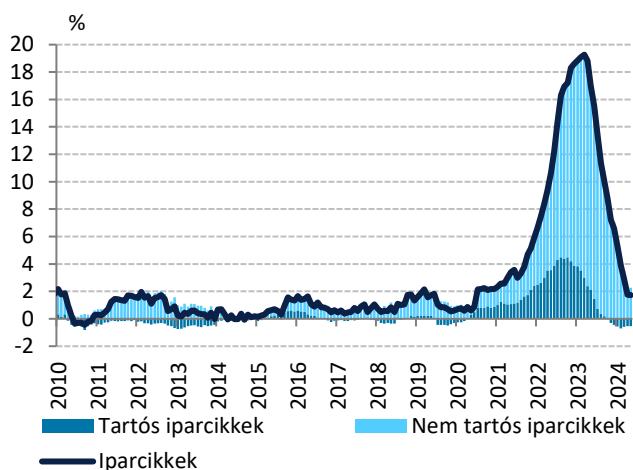
**Az iparcikkek éves inflációja áprilishoz hasonlóan májusban is 1,7 százalékon alakult.** Az iparcikkek árai nem változtak az előző hónaphoz képest. A tartós iparcikkek árai havi alapon 0,2 százalékkal csökkentek, amit a teljes termékcsoport szintjén ellensúlyoztak a nem tartós iparcikkek 0,1 százalékkal emelkedő árai (3-34. ábra és 3-35. ábra).

**A piaci szolgáltatások éves bázisú árindexe 9,7 százalékra csökkent.** Havi összevetésben az árak 1,0 százalékkal nőttek, amit elsősorban a telekommunikációs és a banki szolgáltatások visszatekintő átárzása magyarázott (3-36. ábra).

**Az alkohol- és a dohánytermékek inflációja 3,5 százalékra mérséklődött.** A termékkör ára áprilishoz képest nem változott.

**Az MNB elemzési célú besorolása szerinti élelmiszerek inflációja -1,9 százalék volt májusban.** A termékkörön belül a feldolgozatlan élelmiszerek ára 1,2, míg a feldolgozott élelmiszereké 2,4 százalékkal csökkent éves

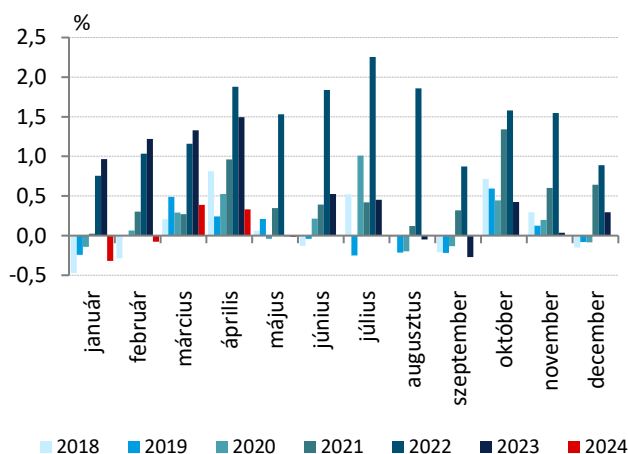
3-34. ábra: Az iparcikkek árváltozása



Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

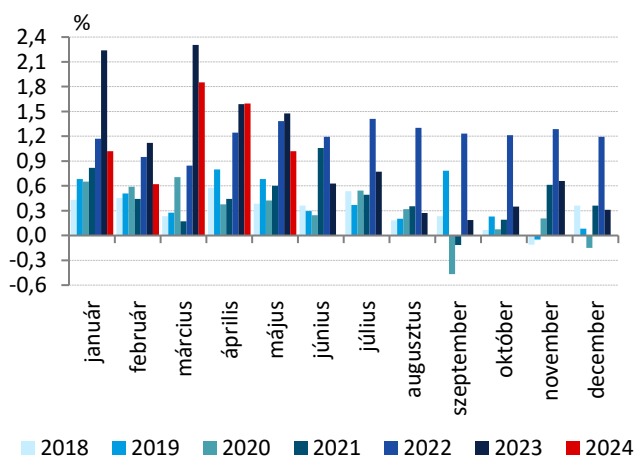
3-35. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, havi változás

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-36. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.

Forrás: KSH, MNB

bázison. A KSH adatközlése szerint 1,0 százalékkal emelkedtek az élelmiszerárak, amelybe beletartoznak az éttermi étkezések 8,1 százalékkal emelkedő árai is. Áprilishoz képest a feldolgozatlan élelmiszerek ára 0,3 százalékkal mérséklődött, míg a feldolgozott élelmiszereké 0,2 százalékkal emelkedett.

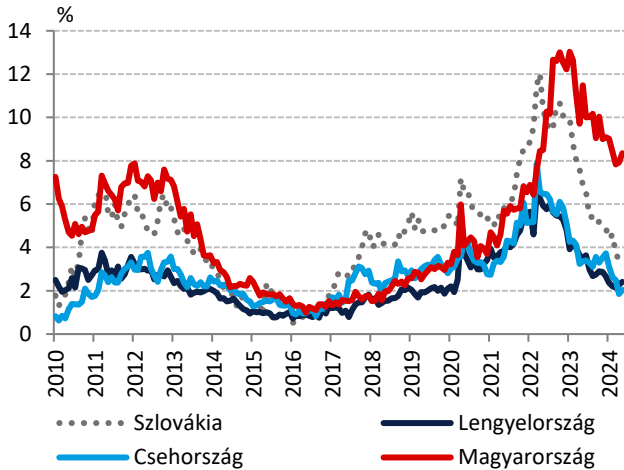
**Az üzemanyagok ára havi összevetésben 4,4 százalékkal csökkent a világpiacon olajárak és az árrések csökkenése következtében.** A termékcsoport átlagára éves bázison 9,2 százalékkal emelkedett.

**A májusi infláció a márciusi inflációs jelentés előrejelzési sávjának alján alakult.** A maginfláció szintén az előrejelzési sáv első felében alakult.

### 3.5.3. Inflációs várakozások

**Hazánkban a lakosság inflációs várakozásai áprilishoz képest emelkedtek, az első negyedévhez képest ugyanakkor nem változtak érdemben.** 2024 első negyedévéhez képest májusban a régiós országok közül Csehországban és Szlovákiában az inflációs várakozások mérséklődése volt tapasztalható, míg Lengyelországban enyhén emelkedtek a várakozások (3-37. ábra).

3-37. ábra: Inflációs várakozások a régióban

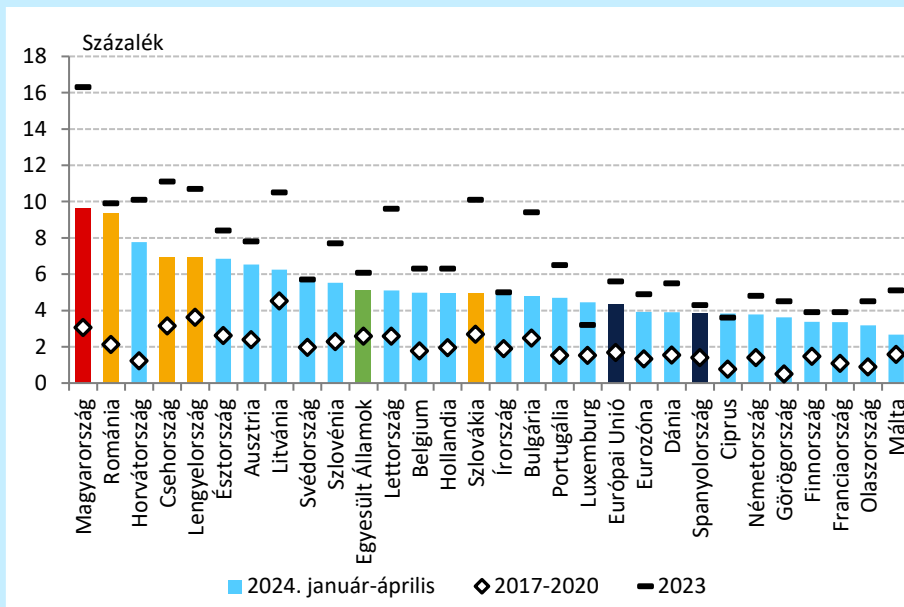


Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

3-4. keretes írás: A szolgáltatásinfláció forrásai

A szolgáltatások dezinflációja világszerte lassabb, mint a teljes fogyasztói kosár árdinamikájának csökkenése. Bár a szolgáltatások áremelkedésének mértéke a 2023-as csúcstértékek óta az Európai Unióban és az Egyesült Államokban is csökkent, de továbbra is érdemben magasabban alakul, mint a 2010-es évek második felében (3-38. ábra). A BIS elemzése alapján a 2022-2023-as inflációs hullámban a dezinfláció alakulása a teljes infláció és az iparcikkek esetén is megfelel a historikus tapasztalatoknak. Ezzel szemben a szolgáltatások inflációja ragadósabbnak bizonyul és a korábbi inflációs epizódokhoz képest lassabban mérséklődik.<sup>1</sup>

3-38. ábra: A szolgáltatások inflációjának alakulása



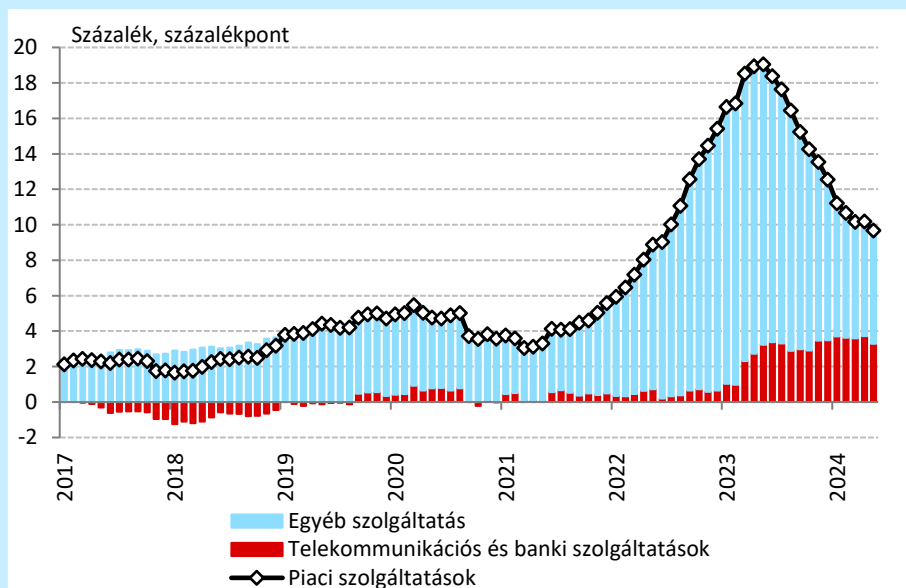
Megjegyzés: Az európai országok esetén HICP adatok. Az USA-nál a Bureau of Labor Statistics adata. Forrás: Eurostat, U.S. Bureau of Labor Statistics

<sup>1</sup> Amatyakul, P., Igan, D., & Lombardi, M. J. (2024). Sectoral price dynamics in the last mile of post-Covid-19 disinflation. BIS Quarterly Review, 45.

**A szolgáltatások lassabb dezinflációját az irántuk megnőtt kereslet, valamint a szektor vállalatainak magasabb munkaintenzitása is magyarázhatja.** A KSH adatai szerint 2024 első negyedében a szolgáltatások fogyasztása 2,3 százalékkal emelkedett éves alapon, ami meghaladta a tartós fogyasztási cikkek fogyasztásának 1,0 százalékos bővülését és a féltartósak 1,2 százalékos visszaesését. A magasabb munkaintenzitást jelzi, hogy 2022-ben az egy munkavállalóra jutó bruttó kibocsátás feleakkora volt a piaci szolgáltatásoknál, mint a feldolgozóiparban. Ugyanakkora gazdasági kibocsátás eléréséhez tehát kétszer annyi munkaerőre van szükség a szolgáltatásokban. Tartósan magasabb szolgáltatásinfláció mellett az inflációs cél elérése csak úgy lehetséges, ha az importált infláció és az egyéb tételek áremelkedése alacsonyabb, mint a 2010-es évek második felében.

**A magyar szolgáltatásinfláció a legmagasabb volt 2024 első hónapjaiban az Európai Unióban, amit részben egyes szektorok visszatekintő átárazása okozott.** Májusban 9,7 százalék volt a piaci szolgáltatások éves áremelkedése, aminek harmada a telekommunikációs és banki szolgáltatások visszatekintő átárazásából eredt (3-39. ábra). Összehasonlításképpen 2017 és 2021 között az utóbbi tételek átlagos hozzájárulása az inflációhoz csupán -0,2 százalékpont volt. A visszatekintő átárazás során a vállalatok a tavalyi év átlagos inflációjához igazították az idei tavaszi áremeléseiket, ami a jelenlegi, tavalyinál alacsonyabb inflációs környezetben jelentős inflációemelő hatással járt.

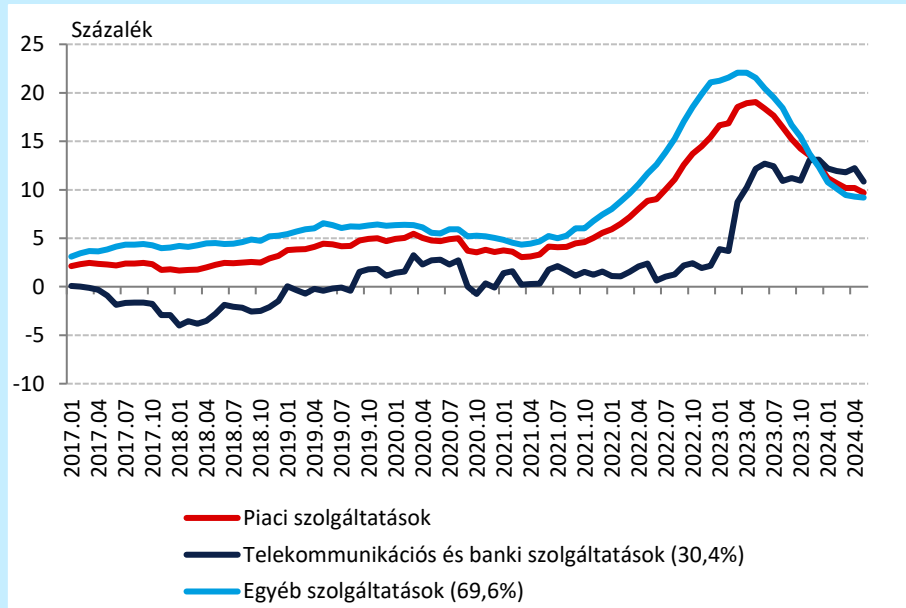
3-39. ábra: A piaci szolgáltatások inflációjának felbontása



Forrás: KSH, MNB-számítás

**A piaci szolgáltatásokban a visszatekintő átárazás nélkül is magas infláció azonosítható, ami elnyújthatja a szolgáltatások dezinflációját.** A visszatekintő átárazáson kívüli, 70 százalékos súlyt képviselő egyéb piaci szolgáltatások átlagos inflációja szintén magas szinten, 9,2 százalékon alakult májusban (3-40. ábra).

3-40. ábra: A piaci szolgáltatások és résztételeinek inflációja

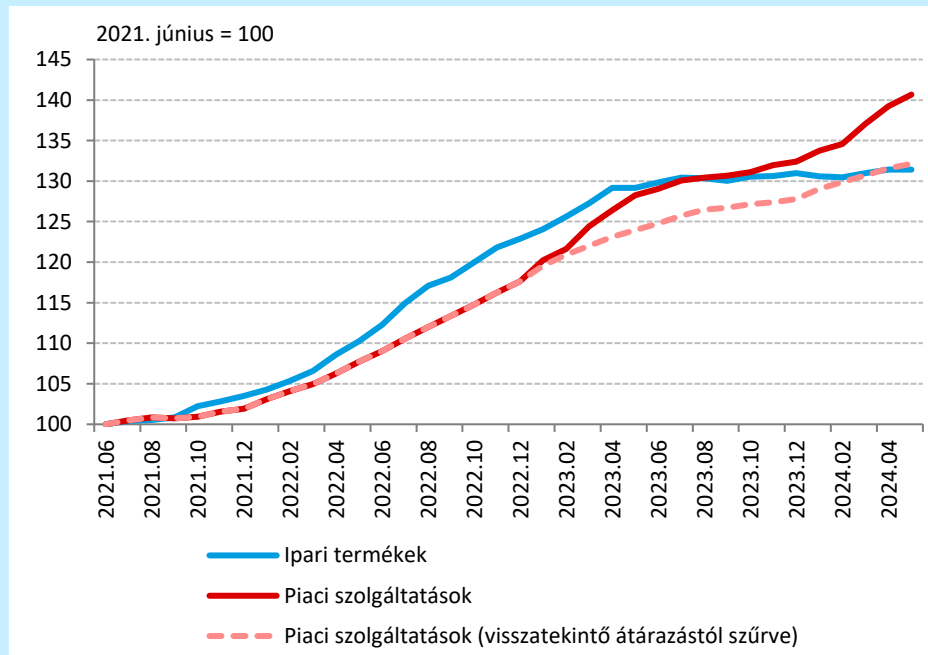


Megjegyzés: Zárójelben a résztételek piaci szolgáltatásokon belül képviselt 2024-es súlya szerepel.

Forrás: KSH, MNB-számítás

**A hazai szolgáltatások elmúlt hónapokban látott árdinamikája érdemben meghaladja az iparcikkét.** A BIS tanulmánya szerint a pandémia alatt az ipari termékek áremelkedését nem követték le rögtön a szolgáltatások, emiatt az iparcikkéhez viszonyított relatív árak csökkent. Az elmúlt 1-2 évben megváltozott az arányuk, a szolgáltatások magasabb áremelkedése miatt a relatív árak emelkedni kezdett. Hazánkban az ipari termékek 2022 őszéig szintén jobban drágultak a szolgáltatásoknál. Utóbbi ugyanakkor 2023-ra elérte, majd meg is haladta az iparcikkék 2021 júniusától számított, összesített áremelkedését. A visszatekintő átárazás hatásaitól eltekintve azonban a két csoport elmúlt három évben látott kumulált áremelkedése közelítőleg megegyezik (3-41.ábra).

3-41. ábra: Az iparcikkék és a szolgáltatások kumulált áremelkedése 2021. június óta



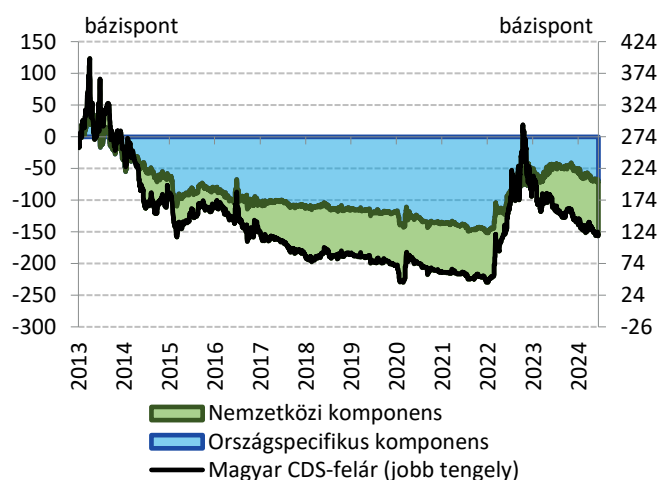
Forrás: KSH, MNB-számítás

## 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

### 4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben érdemben nem változott a befektetői hangulat, ugyanakkor a geopolitikai konfliktusok továbbra is kockázatokat hordoznak, mind az energia szektor, mind a globális értékláncok tekintetében. Az elmúlt időszak során a nemzetközi piacokon az eszközárak alakulásában leginkább a fejlett piaci jegybankok kamatpolitikájával kapcsolatos várakozások játszottak szerepet. A piacon árazott kamatpálya egésze feljebb tolódott a nagy jegybankok döntéshozóinak nyilatkozatai hatására. Az elmúlt negyedév során a forint árfolyama enyhén gyengült, míg az állampapír hozamok emelkedtek. A hazai defláció és a monetáris politikai enyhítés folytatódásának következtében pedig csökkentek a hazai bankközi hozamok és mérséklődött az ország kockázati felára.

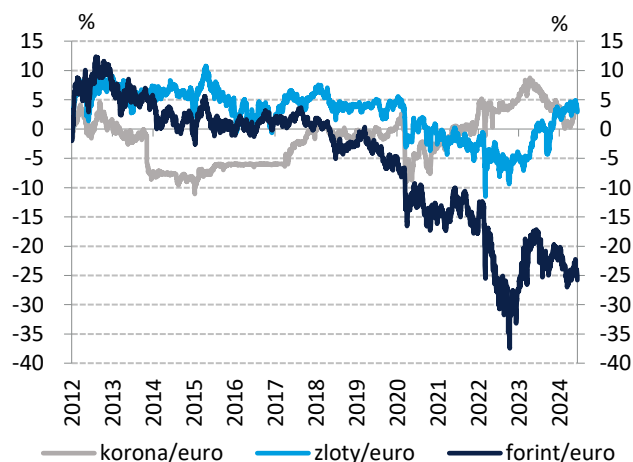
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

Forrás: Bloomberg, MNB

4-2. 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 tovább csökkent az időszak során.** Az elmúlt negyedév során folyamatosan csökkenés volt tapasztalható és összességében 20 bázisponttal, 119 bázisponttra csökkent a felár (4-1. ábra), melyhez a nemzetközi tényezők mellett az országspecifikus tényezők is hozzájárultak.

#### 4.1.2. Devizapiaci folyamatok

**A forint az időszak során összességében 0,3 százalékkal gyengült az euróval szemben, amely háttérben a globális hangulat változása és a dollár erősödése állt.** A régióban a cseh korona 2,3 százalékkal értékelődött fel, a lengyel zloty 0,8 százalékkal értékelődött le, míg a román lej árfolyama érdemben nem változott az időszak során (4-2. ábra). A régiós devizák alakulásának a háttérben a kockázatvállalási hajlandóság változása, a fejlett és régiós jegybankok monetáris politikai döntései és az időszak során beérkezett makrogazdasági adatok állnak. A dollárral szemben a forint 0,8 százalékkal, a lengyel zloty 1,2 százalékkal és a román lej 0,6 százalékkal gyengült, míg a cseh korona 1,9 százalékkal erősödött az időszak során.

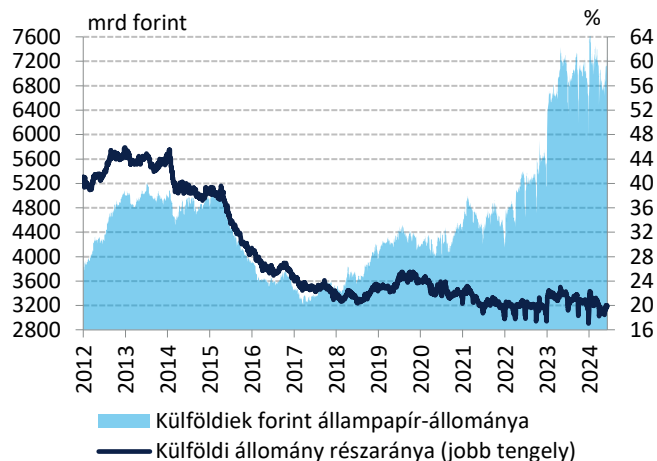
#### 4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

**Az elmúlt negyedév során tovább emelkedett a külföldiek állampapír-állománya** (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya 727 milliárd forinttal, 7213 milliárd forintra nőtt az időszak során. A forint állampapírokon belüli részarány enyhén emelkedett az elmúlt negyedévben, így 19,9 százalék körüli szinten áll.

**A diszkontkincstárjegy aukciókon az időszak elején a meghirdetettnél kisebb, április közepétől azonban nagyobb mennyiségben fogadott el ajánlatokat az ÁKK.** Míg az államkötvény aukciókon az időszak egészében, átlagosan közel kétszeres mennyiségben fogadott el ajánlatokat. Az elmúlt negyedévben a rövid, a közepes és hosszú lejáratú kötvények átlaghozamai is emelkedtek. A



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



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

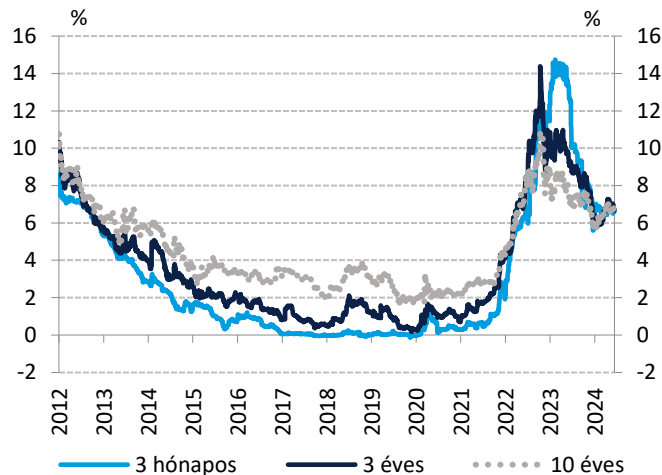
Forrás: MNB

három hónapos DKJ aukción 11, míg a tízéves aukción 13 bázisponttal emelkedtek az átlaghozamok.

**Az állampapír-piaci hozamgörbe rövid-, és hosszú szakasza enyhén emelkedtek, a három hónapos DKJ hozama 1 bázisponttal emelkedett (4-4. ábra).** Összességében az ötéves hozam 1 bázisponttal, míg a tízéves hozam 8 bázisponttal nőtt az elmúlt negyedévben. A bankközi hozamok közül a három hónapos BUBOR 93 bázisponttal 6,9 százalékra csökkent.

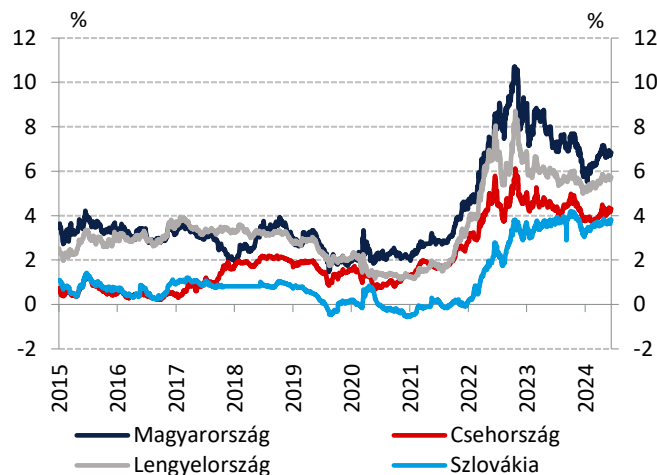
**A régióban a hosszú referenciahozamok emelkedtek az elmúlt negyedév során (4-5. ábra).** A cseh tízéves hozam 32 bázisponttal, a lengyel tízéves hozam 30 bázisponttal és a szlovák tízéves hozam pedig 26 bázisponttal emelkedett.

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

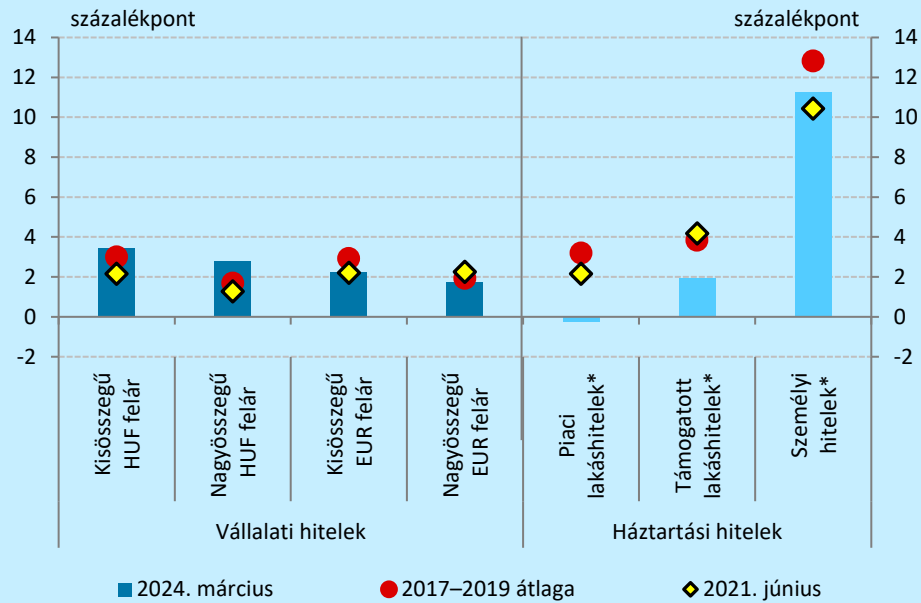
**4-1. keretes írás: 2024 első negyedéves hitelpiaci helyzetkép**

**2024 elején kettősség tapasztalható a hazai hitelpiacokon: a háztartási hitelkihelyezés élénkül, a vállalati szektorban azonban egyelőre kivárás tapasztalható.** 2023-ban a hitelintézetek háztartásokkal kötött új szerződéseinek értéke érdemben visszaesett az előző évhez képest, így 2023 egészében visszafogottan, 3 százalék alatt alakult a lakossági hitelállomány növekedési üteme. Az újonnan kötött háztartási hitelek értéke ugyanakkor 2024. első negyedévben már 71 százalékkal volt magasabb, mint 2023 azonos időszakában. Ennek hátterében – az alacsony bázis mellett – a 2023. október 9-én életbe lépett és a bankok többsége által alkalmazott, önkéntes THM-plafon piaci lakáshitel-felvételt ösztönző hatása, másrészt pedig a 2024. január 1-től megváltozott formában és feltételek mellett felvehető családtámogatások és a javuló kilátások (csökkenő infláció, emelkedő fogyasztói bizalom) álltak. Az előző év elejéhez képest a lakáshitelek (+130 százalék), a babaváró hitelek (+60 százalék) és a személyi hitelek (+48 százalék) szerződéskötései egyaránt érdemben bővültek. Ezzel a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló háztartási hitelállomány éves növekedési üteme is emelkedni kezdett, és az első negyedév végén 3,6 százalékot tett ki.

**A vállalati szektorban a hazai hitelintézetekkel és pénzügyi vállalkozásokkal szembeni hitelállomány éves tranzakciós növekedési üteme az európai tendenciákkal összhangban fokozatosan csökkent az elmúlt időszakban,** így 2023-ban 5,8 százalékot tett ki. A hazai vállalati hitelpiacon egyelőre visszafogott kereslet tapasztalható, az első negyedévben kötött új szerződések értéke jelentősen, mintegy 25 százalékkal maradt el az egy évvel korábbtól, amelyben azonban bázishatás (a Baross Gábor Újraiparosítási Hitelprogram 2023 eleji indítása és egyes nagyügyletek hatása ugyanebben az időszakban) is szerepet játszik. A vállalati hitelállomány növekedési üteme így mérséklődött az év végéhez képest, és 3,2 százalékot tett ki 2024. első negyedév végén.

**A lakáshitelek esetében érdemben szűkültek a felárak, miközben a vállalati hitelkamatok csökkenése elmaradt a bankközi kamatok mérséklődésétől.** A bankok lakáshiteleken elért felára az önkéntes THM-plafon, illetve a kamattámogatott programok változásai miatt érdemben csökkent az elmúlt negyedév során (4-6. ábra). A piaci-alapú lakáshitelek THM mutatója a 2023. februári 9,3 százalékról 7 százalékra mérséklődött egy év alatt. A hitelköltségek csökkenése mögött egyrészt a 2023. októberben bevezetett, önkéntes THM-plafon állt, de abban szerepet játszott az inflációs várakozások csökkenése is. A lakáshitelek átlagos THM-ének mérséklődésével nulla közeli szintre mérséklődött a piaci lakáshitelek átlagos felára. A támogatott lakáshitelek piacán a 2024. januártól elérhető CSOK Plusz eredményezheti a felárak csökkenését a maximális ügyleti kamat mérséklődésével, ugyanakkor az ügyfélkamatok változatlanul 3 százalékon vagy az alatt alakulnak. A vállalati piaci forinthitelek átlagos kamatlába is mérséklődött 2024 első negyedévében, azonban a felárak számottevően emelkedtek. A forinthitel kamatok mérséklődéséhez a 3 hónapos bankközi kamat csökkenése mellett a 2023. október 9-től a piaci forint forgóeszközhitelre bevezetett önkéntes kamatplafon, valamint kismértékben a 2024. februártól szintén önkéntesen alkalmazható felárkedvezmény is hozzájárulhatott.

4-6. ábra: Az új vállalati és háztartási hitelek felárainak alakulása



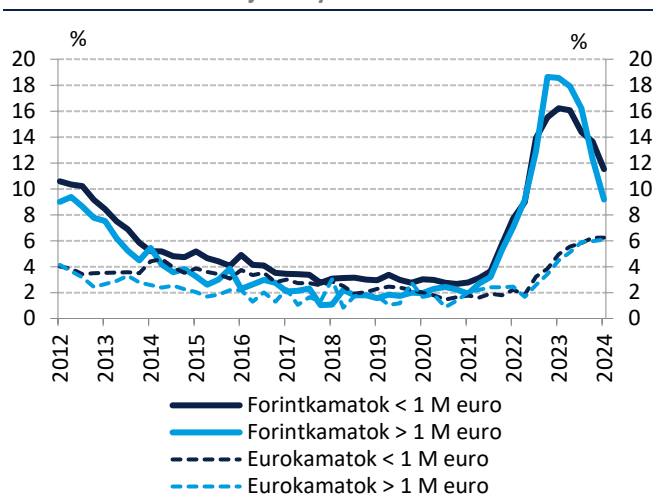
Megjegyzés: Az összeghatárokat az 1 millió EUR összeg jelenti a vállalati hitelek esetében. A változó vagy legfeljebb 1 évig fixált kamatozású vállalati hitelek esetében a 3 havi BUBOR feletti simított felár. \*A támogatott konstrukciók az NHP ZOP hiteleket, a támogatott CSOK hiteleket, a támogatott áthidaló hiteleket és a támogatott lakáshiteleket tartalmazzák. Szerződéses volumennel súlyozott átlagok. A felárakat kamatperiódusok szerinti, releváns, 4 hónappal korábban megfigyelt BIRS adatok alapján számoltuk, kivéve a 2024 januárjától elérhető, új CSOK konstrukciókat, amelyek esetében a 4 hónappal korábban megfigyelt, 5 éves IRS hozamot használtuk referenciaként.

Forrás: MNB

## 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

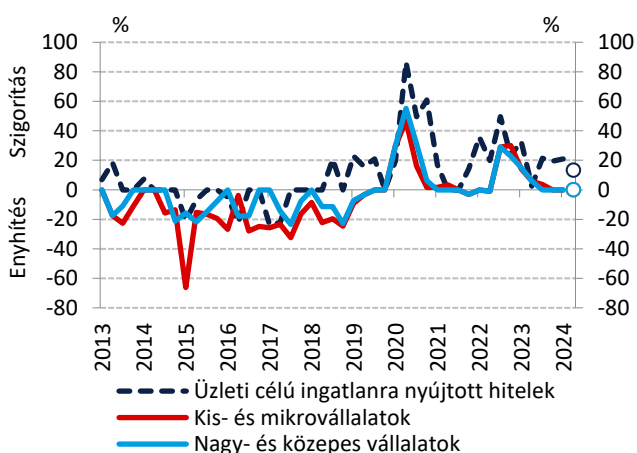
2024 első negyedében egyetlen vállalatméret kategóriában sem változtak a vállalati hitelezési feltételek, míg az üzleti célú ingatlanhitelek feltételein a bankok nettó értelemben vett 21 százaléka szigorított, és további szigorítás várható az irodaházak és logisztikai központok esetében. Az első negyedévben a vállalati szegmensben a bankok negyede a forinthitelek és a hosszú lejáratú hitelek iránti kereslet csökkenéséről számolt be. A következő fél évre előre tekintve a válaszadók 14 százaléka összességében élénkülő hitelkeresletet vár, ugyanakkor a hosszú lejáratú hitelek kapcsán nem látszik fordulat, a bankok 7 százaléka számít visszaeső keresletre. A bankok hitelezési képessége továbbra is magas szinten alakul. A bankok összességében nem változtattak a lakáshitelek sztenderdjén, míg a fogyasztási hitelek feltételein a bankok 18 százaléka lazított, a következő fél évre előre tekintve azonban egyik termék esetében sem várható érdemi módosítás a hitelezési sztenderdekben. A bankok mind a lakáshitelek, mind a fogyasztási hitelek esetében a kereslet élénkülését jelezték az első negyedévben, amelynek további erősödésére számítanak 2024 második és harmadik negyedévében. A forrásköltségek csökkenésének, valamint részben szabályozói lépéseknek is köszönhetően az újonnan szerződött vállalati forinthitelek átlagos finanszírozási költsége, és az újonnan kötött, hosszú távra rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége is mérséklődött a vizsgált időszakban.

4-7. 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

4-8. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegegensben



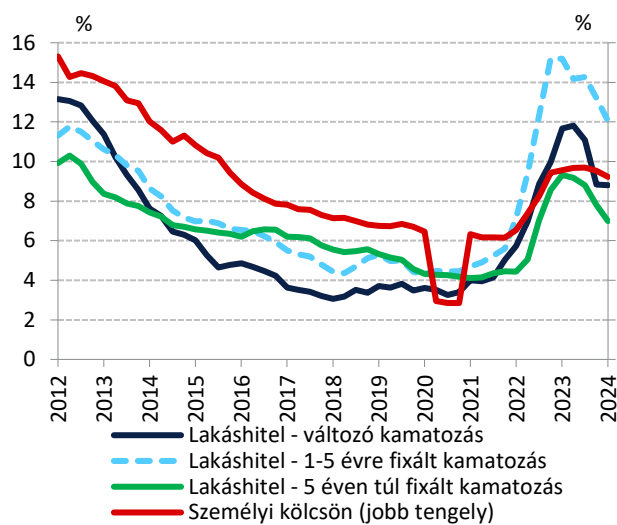
Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2024 első félévére. Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

### 4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

**2024 első negyedében a forrásköltségek csökkenésével folytatódott a forint hitelkamatok mérséklődése.** Az újonnan szerződött, éven belül változó kamatozású, nagy részben piaci alapon kötött vállalati forinthitel-szerződések átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 2,1, a nagyösszegű hitelek esetében 3,1 százalékponttal mérséklődött az előző negyedévhez képest, ezzel a megkötött forinthitelek átlagos kamatlába összességében 10,0 százalék volt március végén (4-7. ábra). A kisösszegű euróhitelek kamatszintje érdemben nem változott (+1 bázispont), míg a nagyösszegű euróhiteleké mindössze enyhén, 13 bázisponttal növekedett a negyedik negyedév során, összhangban az eurozóna bankközi kamatainak változatlanságával. Március végén az euróhitelek átlagos finanszírozási költsége 6,1 százalékon állt.

**2024 első negyedében a bankok összességében változatlanul hagyták a vállalati hitelfeltételeket minden vállalati méretkategóriában, amelyen 2024 második és harmadik negyedévére előre tekintve sem szándékoznak jelentősen változtatni.** Az üzleti célú ingatlanra nyújtott hitelek feltételeinél a bankok nettó értelemben vett 21 százaléka jelzett szigorítást. Az egyes tényezők közül a vállalati szektor iparág-specifikus problémái és a bankok kockázattal szembeni toleranciájának változása hatott leginkább a szigorítás irányába. A bankok hitelezési képessége továbbra is magas szinten alakul. A bankok a következő fél évben nem terveznek jelentősen változtatni a vállalati hitelsztenderdeken egyik vállalatméret kategóriában sem, azonban az üzleti célú ingatlanhitelezésben az irodaházak mellett a logisztikai központok finanszírozása kapcsán helyezett kilátásba szigorítást a bankok rendre 24 és 13 százaléka (4-8. ábra).

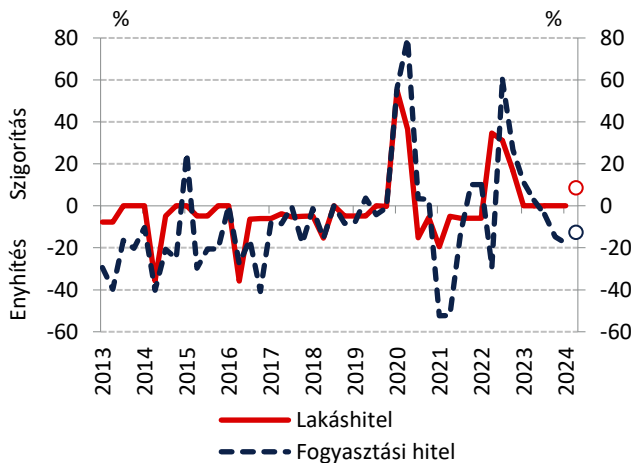
4-9. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



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

Forrás: MNB

4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben



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

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

A hitelkeresletet tekintve 2024 első negyedévében az intézmények negyede tapasztalta a hitelkereslet visszaesését a vállalati szegmensben, ami főként a forinthiteleket és a hosszú lejáratú hiteleket érintette. A visszaesés mögött a bankok az ügyfelek alacsony beruházási szándékait azonosították. A bankok szűk köre, mintegy nettó 6 százaléka tapasztalt keresletélénkülést a rövid lejáratú hitelek iránt. 2024 második és harmadik negyedévében a válaszadók 14 százaléka összességében élénkülő hitelkeresletet vár, ugyanakkor a hosszú lejáratú hitelek kapcsán nem látszik fordulat, a bankok 7 százaléka számít visszaeső keresletre.

#### 4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

**A hosszú távra rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos kamatlába tovább csökkent a negyedév során.** A 2024 első negyedévében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 1–5 évre kamatfixált hitelek (nagy részben a CSOK-hoz kötődő kamattámogatott hitelek) esetében az előző negyedévhez képest 1,1 százalékpontot csökkentve 12,1 százalékot tett ki, míg az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált hitelek esetében az átlagos hitelköltség a 2023. decemberi 7,8 százalékot követően 7,0 százalékot ért el 2024 márciusában (4-9. ábra). A mérséklődésben a bankok többsége által október 9-től vállalt önkéntes THM plafon alkalmazása is hozzájárulhatott, amelynek kezdeti, 8,5 százalékos szintje 2024. januártól 7,3 százalékra csökkent.<sup>2</sup> 2024 első negyedévében a legalább 5 éves kamatperiódussal elérhető Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek (MFL) volumene a negyedéves új lakáshitel-kibocsátás 31 százalékát adta, míg a legalább 10 évre fixált hitelek részesedése 74 százalékot ért el. A személyi kölcsönök átlagos simított THM-szintje 63 bázisponttal mérséklődve 18,4 százalékot ért el a vizsgált időszak végén.

**A lakáshitelek sztenderdjei összességben nem változtak, és előretekintve sem várható érdemi módosítás.** A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2024 első negyedévében a bankok összességében nem változtattak a lakáshitelek sztenderdjein, de a hitelfedezeti arányra vonatkozó elvárásokban az MNB által az elsőlakás-vásárlóknak lehetővé tett kedvezményes, magasabb HFM-limit kapcsán a bankok nettó 62 százaléka lazított. A fogyasztási hitelek feltételein a bankok 18 százaléka lazított (4-10. ábra). 2024 második és harmadik negyedévére előretekintve a válaszadó bankok sem a lakáshitelek, sem a fogyasztási célú hitelek esetében nem

<sup>2</sup> A THM plafon hatásainak elemzésével részletesebben a [2024. májusi Pénzügyi stabilitási jelentés](#) 3. keretes írása foglalkozik.

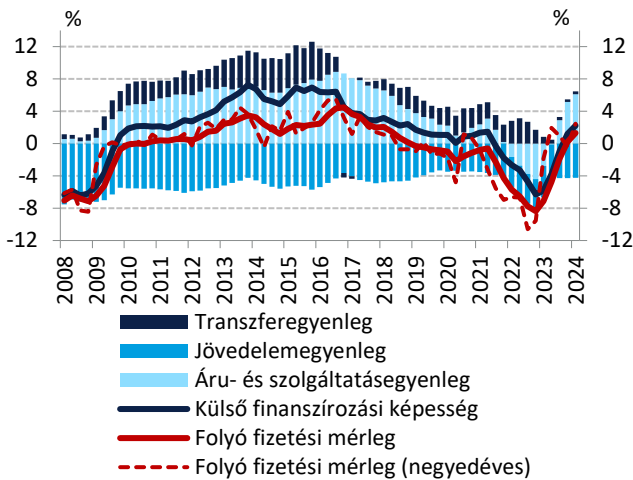
jeleztek érdemi módosítást a hitelezési feltételek várható alakulásában. Az első negyedév során a válaszadó intézmények mind a lakáscélú hitelek-, mind a fogyasztási hitelek iránt a kereslet erősödését tapasztalták, és bővülő körben számítanak további erősödésre 2024 második és harmadik negyedévére előretekintve.

## 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

### 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

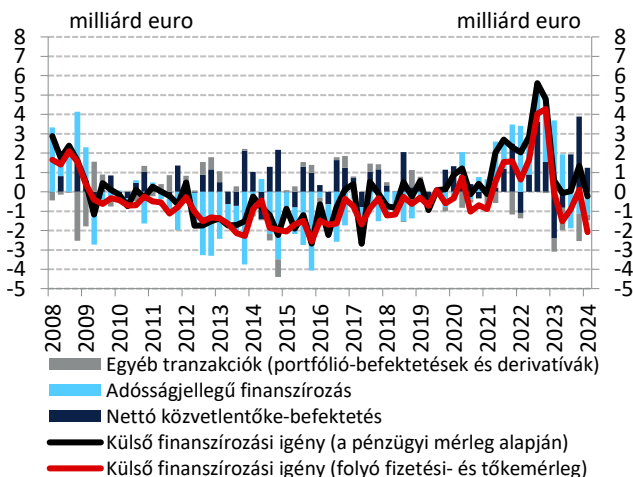
Az előzetes adatok szerint 2024 első negyedévében a GDP 1,3 százalékára emelkedett a folyó fizetési mérleg többlete, míg a gazdaság finanszírozási képessége a GDP 2,2 százalékára nőtt. A külső egyensúly javulása mögött az áruegyenleg – import visszaeséséhez köthető – növekedése állt. A finanszírozási oldalon folytatódott a nettó közvetlentőke-beáramlás, míg az adósságjellegű források csökkentek az év elején. 2023 negyedik negyedévében az ország GDP-arányos külső adósságrátái enyhén csökkentek, aminek következtében a bruttó külső adósság a GDP 63,6 százalékát, a nettó mutató a GDP 11,8 százalékát tette ki.

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 idősből. Forrás: MNB

#### 5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

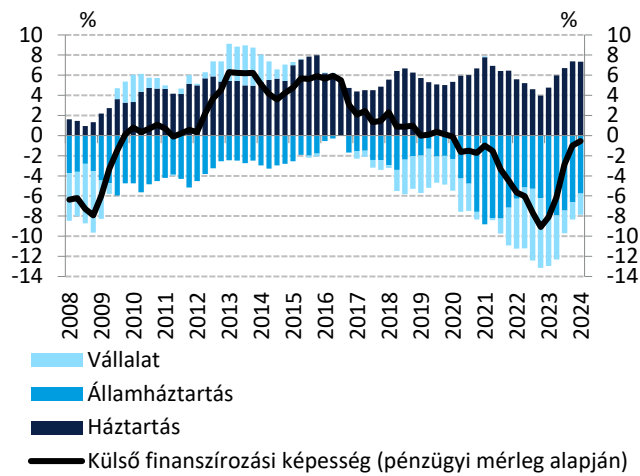
**2024 első negyedévében folytatódott a folyó fizetési mérlegnek és az ország finanszírozási képességének 2023-ban kezdődött javulása (5-1. ábra).** Az előzetes, havi adatok alapján ez döntően a külkereskedelmi egyenleg, ezen belül is az áruegyenleg alakulásával magyarázható. A javulás elsősorban az import visszaesésére vezethető vissza, amely mögött a csökkenő energiaegyenleg, illetve az előző évhez képest lényegesen alacsonyabb beruházási aktivitás állt. A külkereskedelmi egyenleg másik tényezője, a szolgáltatás egyenleg GDP-arányos többlete az utóbbi negyedévekben stabilan magas szinten, 5 százalékon alakult. A transzferegyenleg többlete a korábbi évek magasabb szintjéhez képest visszafogottan, a GDP 0,5 százaléka alatt alakult az EU-források mérsékelt beáramlásának következtében.

#### 5.1.2. Finanszírozási folyamatok

**2024 első negyedévében enyhébb ütemben folytatódott a nettó közvetlentőke-beáramlás, miközben az adósságjellegű források kiáramlást mutattak (5-2. ábra).** 2024 első negyedévében a nettó FDI-beáramlás kisebb ütemben folytatódott hazánkban, ami azonban nagymértékű javulást jelent a 2023 első negyedévi FDI-kiáramláshoz képest. Az első negyedévben a tranzakciós adatok alapján az adósságtípusú források csökkenése hozzávetőleg az előző negyedévi szinten alakult. Az államháztartás és vállalatok nettó külső adósságának mérséklődését részben ellensúlyozta a bankok tartozásainak növekedése.

**2024 első negyedévében a finanszírozási igény csökkenéséhez elsősorban az államháztartás járult hozzá, miközben a magánszektor finanszírozási képessége enyhén mérséklődött (5-3. ábra).** Az államháztartás finanszírozási igénye csökkent – részben a korábbinál érdemben alacsonyabb állami beruházásoknak, részben a munkát terhelő adóbevételek emelkedésének köszönhetően – azonban szintje továbbra is magas. A magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása enyhén

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



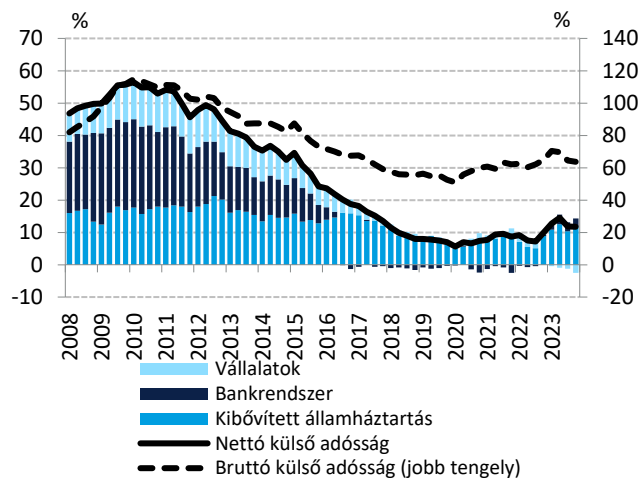
Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

mérséklődött, amely vélhetően az élénkülő fogyasztással és gazdasági aktivitással függött össze. A lakosság nettó pénzügyi megtakarítása az előző évben jellemző növekedéssel szemben 7,3 százalék körül stabilizálódott. A vállalatok finanszírozási igénye a korábbi folyamatos csökkenés után enyhén nőtt.

**2023 december végén a gazdaság nettó külső adóssága a GDP 11,8 százalékára mérséklődött (5-4. ábra).** A mutató enyhe csökkenése ellentétes hatások eredményeként alakult ki: a tranzakciók állománycsökkentő hatását a nominális GDP bővülése támogatta, míg az átértékelődés az ellenkező irányba hatott, így a mutató összességében csak kismértékben mozdult el. A nettó külső adósság mérséklődése döntően a vállalatok és a bankrendszer mutatójának csökkenéséhez kötődött, amit az államháztartás adósságrátájának emelkedése részben ellensúlyozott. Az ország bruttó külső adóssága közel 1 százalékponttal csökkent, 2023 végén a GDP 63,6 százalékát tette ki.

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



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

Forrás: MNB

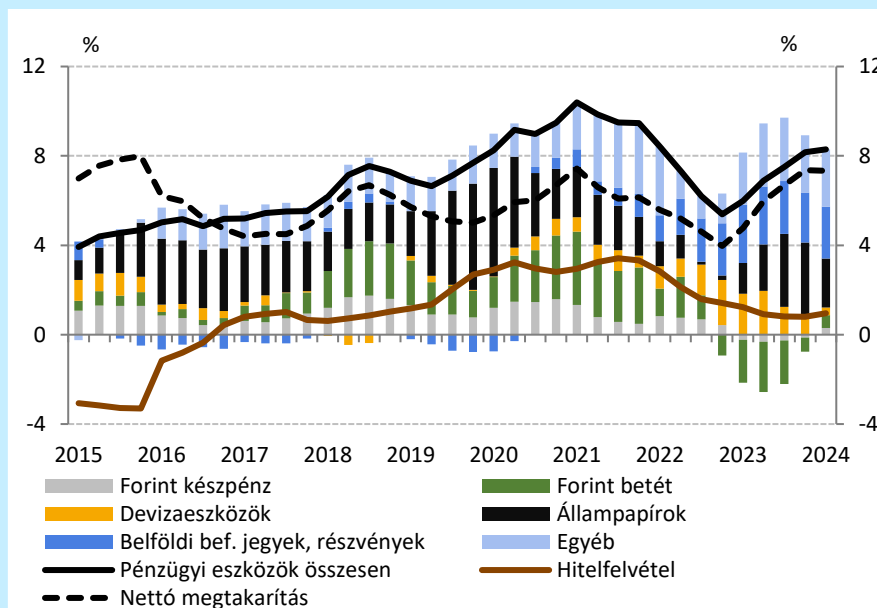


### 5-1. keretes írás: Magas szinten alakulnak a lakossági megtakarítások

**2023-ban az egyre bizonytalanabbá váló gazdasági és geopolitikai környezet, illetve a magas infláció a megtakarítások növekedése mellett annak szerkezetét is érdemben befolyásolta.** Az előző évtized közepétől egészen 2021-ig, a járvány időszakáig kisebb megszakításokkal ugyan, de folyamatosan bővült a háztartások GDP arányos bruttó megtakarítása (5-5. ábra). A növekedéshez egyrészt a reálkeresetek növekedése járult hozzá, de a kilátások javulásával párhuzamosan erősödő hitelfelvétel részben szintén a lakosság pénzügyi eszközeit növelte. Az alacsony inflációs környezetben a likvid eszközök mellett a fix hozamot biztosító lakossági állampapírok voltak a lakosság legfontosabb befektetési célpontjai. A háztartások bruttó pénzügyi eszközfelhalmozása a járványhelyzet közepén tetőzött: a kijárási tilalom miatt megjelenő kényszermegtakarítás a likvid eszközök, elsősorban a forint betétek és a készpénz növekedésében tükröződött, miközben az állampapírok kereslete fokozatosan gyengült. A járvány hatásainak enyhülése után az infláció gyorsulása és a bizonytalanabbá váló gazdasági környezet csökkentette a lakossági hitelfelvételt, ezáltal a bruttó megtakarítás mérséklődését eredményezte. A járványt követő átmenti csökkenés után a háború kitörése és az emelkedő infláció hatására ismét növekedési pályára állt a pénzügyi eszközfelhalmozás.

**Az egyre magasabb inflációra és a bizonytalan környezetre a lakosság forint likvid eszközeinek csökkentésével, illetve a devizaeszközök növelésével reagált.** A devizaeszközök iránti kereslet 2022 első három negyedében érdemben bővült. Emellett egyre inkább felfutott a magas hozamot biztosító lakossági állampapírok iránti kereslet, illetve – a visszatekintő hozamok emelkedésével – a befektetési kötvényalapok állománya is érdemben bővült. 2023 második felében az infláció mérséklődésével párhuzamosan a likvid követeléseknek számító forint betétek és a készpénzállomány csökkenése lassulni kezdett, majd 2024 elején ismét bővülésbe fordultak. A deviza-eszközök iránti igény eközben folyamatosan csökkent. Ezzel párhuzamosan a hosszabb távú megtakarítási célú állampapírok és a befektetési jegyek iránti kereslet erős maradt, ami érdemben hozzájárult a lakosság ismét bővülő pénzügyi vagyonához.

5-5. ábra: A háztartások pénzügyi megtakarítása (négy negyedéves, GDP arányos értékek)



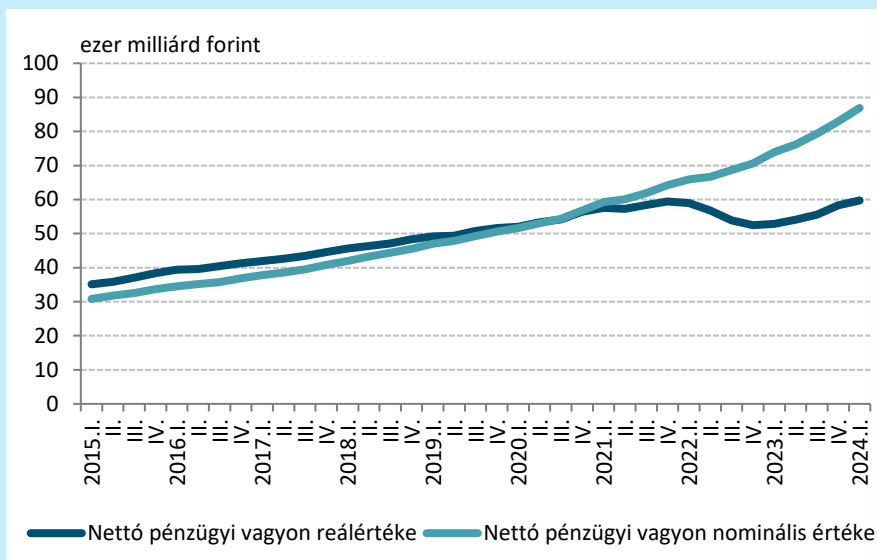
Megjegyzés: SZJA visszatérítés hatása nélkül

Forrás: MNB

**A magas infláció számottevően mérsékelte a lakosság pénzügyi vagyonának reálértékét, amit a háztartások részben a magas bruttó pénzügyi eszközfelhalmozás eredményeként pótoltak vissza (5-6. ábra).** A lakosság reál pénzügyi vagyona 2015 és 2020 között a stabil növekedés, kiszámítható gazdasági környezet és az alacsony infláció időszakában közel duplájára emelkedett. Ehhez egyrészt a reálkeresetek növekedésével összefüggésben emelkedő új megtakarítások, másrészt – a gazdaság bővüléséhez köthetően – a pénzügyi eszközök árának emelkedése, az úgynevezett átértékelődés egyaránt hozzájárult. A magas infláció időszakában azonban a megtakarítások egyre bővülő tranzakciója és az átértékelődés sem tudta ellensúlyozni a pénzügyi vagyon reál értelemben vett értékvesztését, ami a reálvagyon jelentős, 2022 előtti egy

évet figyelembe véve közel 12 százalékos csökkenésében tükröződött (5-6. ábra). 2023-tól azonban a keletkező új megtakarítások mellett a pénzügyi eszközökön, elsősorban a lakossági állampapírokon felhalmozott kamatok, valamint az érdemi pozitív átértékelődés hatására a reál pénzügyi vagyon újra elérte a 2021. év végi korábbi legmagasabb szintet.

5-6. ábra: A háztartások pénzügyi vagyonának nominális és reálértéke (2020. évi árakon)



Forrás: MNB

**2024 elején a lakosság megtakarítási folyamata újabb fordulópontra áll: az első negyedévben – a reál pénzügyi vagyon korábbi csúcspontját elérve – a GDP-arányos bruttó megtakarítás növekedése 8 százalék felett megállt, miközben a GDP-arányos hitelfelvétel is enyhe növekedést mutat.** Az MNB kérdőíves felmérése szerint a háztartások anyagi helyzetére vonatkozó várakozása fokozatos javulást mutat (bővebben lásd: 6.2-es fejezet kiemelt téma), ami az óvatossági motívum oldódására utal. Ehhez érdemben hozzájárulhatnak a 2024-ben az állampapírokon kifizetett kamatjövödelmek, aminek nagyobb részét ugyan újra befektetik a háztartások, azonban mintegy 30 százalékát rendszeres vagy egyszeri nagyobb kiadásokra tervezik fordítani.

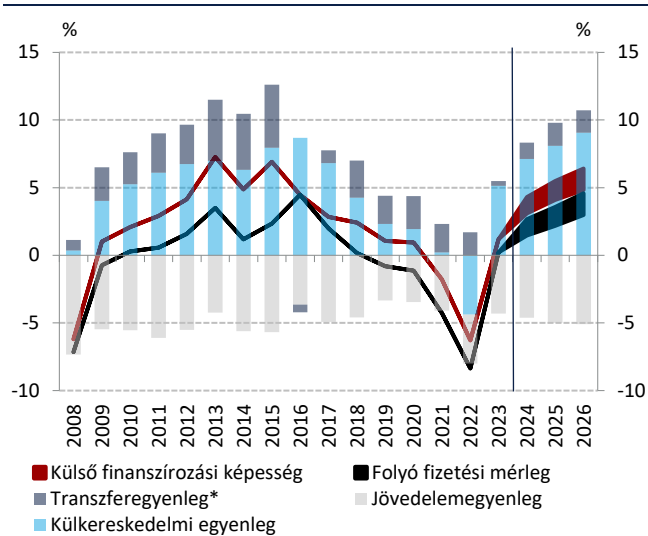
**Az aktuális folyamatokból az látszik, hogy a jelenlegi magas szintről várhatóan csökkenhet a bruttó megtakarítás.** Fontos azonban megjegyezni, a lakossági megtakarítás egészséges szintje és szerkezete elengedhetetlen a sikeres felzárkózáshoz, mert érdemben hozzájárulhat az ország stabil finanszírozásához. Emellett a jelenlegi megtakarítási szerkezetnél tudatosabb lakossági megtakarítási döntésekre van szükség, ami a magasabb elérhető hozamon keresztül nemcsak a lakossági vagyon növekedését segíti elő (tompítva ezáltal egy esetleges újabb sok negatív fogyasztási hatását), hanem a hosszabb lejáratú, akár a vállalatok közvetlen finanszírozását is elősegítő eszközökkel a gazdasági növekedést is jobban támogatja.

**Összefoglalva, a reál pénzügyi vagyon visszaépülésével a háztartások óvatossági motívuma fokozatosan oldódhat, ami a bruttó pénzügyi eszközfelhalmozás lassú csökkenését, a fogyasztási hajlandóság növekedését eredményezheti.**

## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg egyenlege az előrejelzési horizonton tovább emelkedik, amelynek háttérében elsősorban a külkereskedelmi egyenleg javulása áll. Ez idén elsősorban az alacsony energiaárak által is támogatott cserearányjavuláshoz és a mérséklődő beruházáshoz köthető, majd a következő években a kiépülő új exportkapacitások termelésbe állása, valamint a normalizálódó világgazdasági környezet hatására az exportdinamika is javul. Ezen kedvező folyamatok hatását hosszabb távon részben ellensúlyozza, hogy idén a lakossági fogyasztás, a következő években pedig a beruházások bővülése is az importnövekedés irányába hat. A szektorok finanszírozási folyamatai alapján a külső egyensúly elsősorban az államháztartási hiány fokozatosan mérséklődése mellett javul, de a magánszektor pénzügyi pozíciója is enyhén emelkedik.

5-7. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

Forrás: MNB

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

|                                 | 2023       | 2024       | 2025       | 2026       |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|
| Áru egyenleg                    | 0,1        | 1,9        | 2,7        | 3,7        |
| Energia egyenleg                | -4,4       | -3,2       | -3,0       | -2,7       |
| Egyéb                           | 4,6        | 5,1        | 5,7        | 6,4        |
| Szolgáltatás egyenleg           | 5,0        | 5,2        | 5,4        | 5,4        |
| <b>Külkereskedelmi egyenleg</b> | <b>5,1</b> | <b>7,1</b> | <b>8,1</b> | <b>9,1</b> |

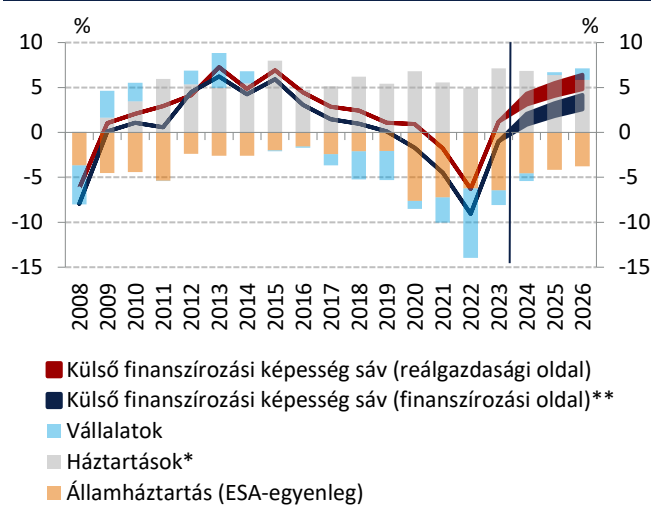
Forrás: KSH, MNB

A javuló külkereskedelmi egyenleg hatására az előrejelzési horizonton tovább emelkednek a külső egyensúlyi mutatók (5-5. ábra). 2023-ban a folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlege – több mint 8 százalékpontos javulást követően – enyhe többletet mutatott. Az elsősorban a csökkenő energiaáraknak köszönhetően javuló cserearány, illetve a 2024-ben mérséklődő beruházások miatt is csökkenő import javítja a külkereskedelmi egyenleget. 2025-től a kivitel gyorsul, ugyanis érdemben nőhet hazánk exportpiaci részesedése a kiépült új exportkapacitások termelésbe állása, valamint a normalizálódó világgazdasági környezet mellett. A jövedelemegyenleg hiánya a magasabb kamatok áthúzó hatása miatt enyhén nő. Összességében a folyó fizetési mérleg többlete a következő években is tovább emelkedik, ami az EU-transzferek várható növekedésével együtt egyre jelentősebb mértékű finanszírozási képességet vetít előre.

A külső egyensúly javulásához az energiaegyenleg csökkenése idén még jelentősen, 2025-től viszont már csak kisebb mértékben járul hozzá. A 2023-as átlaghoz képest 2024-ben várhatóan alacsonyabban alakulnak az energiaárak, ami a visszafogott energiakereslettel, illetve az emelkedő nominális GDP-vel együtt tovább mérsékli az energiaegyenleg GDP-arányos hiányát. Az egyéb áruegyenleg többlete 2024-ben – a felhalmozási kiadások csökkenésével összhangban – lassabb ütemben emelkedik, majd a külső kereslet élénkülésével gyorsuló exportdinamika mellett hosszabb távon tovább nő. A szolgáltatás egyenleg többlete az elkövetkező években fokozatosan enyhén tovább emelkedhet (5-1. táblázat).

A szektorok finanszírozási folyamatai alapján a következő években a magánszektor nettó pozíciója tovább javul, miközben az államháztartási hiány is fokozatosan mérséklődik (5-6. ábra). A költségvetési hiány csökkenésének háttérében 2024-ben főként az alacsonyabb energiaárak, a kisebb beruházási dinamika, illetve 2025-től a mérséklődő kamatkidrás áll. A háztartások – hosszabb ideje magas szinten álló – nettó pénzügyi megtakarítása a fogyasztás újbóli élénkülésével az előrejelzési horizonton lassú csökkenésnek indul, de várhatóan továbbra is meghaladja a GDP 5 százalékát. A

5-8. 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

növekvő profit, a magasabb EU-transzferek és az alacsonyabb energiaárak hatására a vállalatok nettó pozíciója javul, amit a későbbi években a helyreálló külső környezet egyensúlyjavító hatása is támogat.

### 5.3. Költségvetési folyamatok

A költségvetés GDP-arányos hiánya 2024-ben előrejelzésünk szerint 4,5-5,0 százalék között alakulhat, majd 2025-ben 3,5-4,5 százalék, 2026-ban 2,8-3,8 százalék között lehet a deficit a makrogazdasági folyamatok alakulása és a költségvetési kontroll mértékének függvényében. A hiány csökkenését a világgpiaci energiaárak stabilizálódása és az infláció csökkenése segíti, míg az előirányzattól elmaradó adóbevételek és a magas állami kamatkidadások nehezítik. A GDP-arányos államadósság folyamatosan mérséklődik előrejelzésünk szerint, amihez a kitűzött hiánycélok elérése is szükséges.

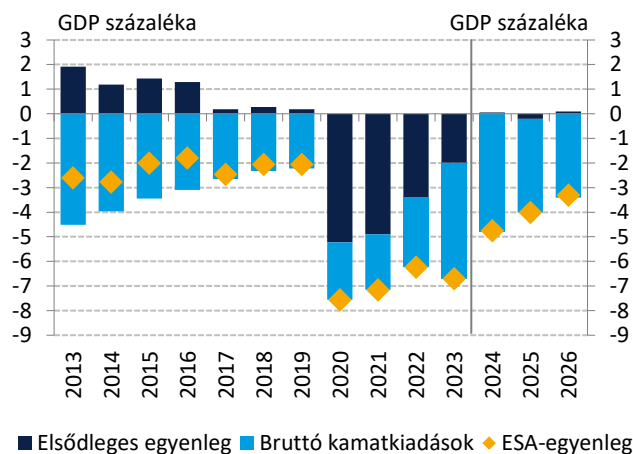
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

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

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

Forrás: MNB

5-9. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása



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

Forrás: KSH, MNB

#### 5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

**A kormányzati szektor GDP-arányos eredményszemléletű hiánya előrejelzésünk szerint 2024-ben 4,5-5,0 százalék lehet** (5-2. táblázat). A 2023. évi 6,7 százalékról a költségvetési hiány 2024-ben várhatóan érdemben csökken, amit elsősorban az energiaárak mérséklődése, a makrogazdasági környezet dinamizálódása és az állami beruházási kiadások csökkenése eredményez. Az elmúlt két évre jellemző magas infláció következtében emelkedtek az állami kamatkidadások, ami a következő években is nagy terhet ró a költségvetésre.

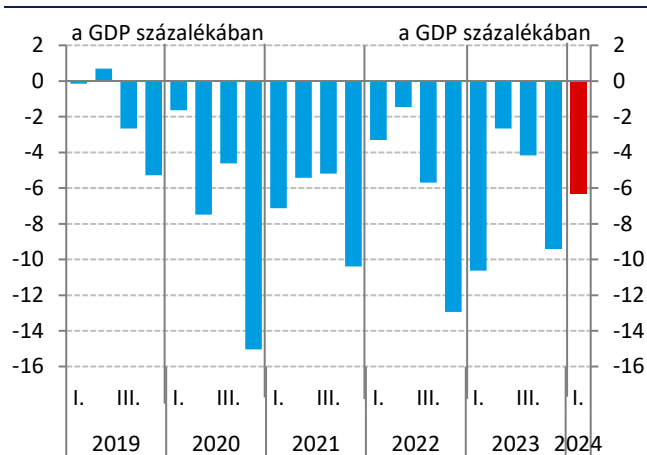
A költségvetési deficit 2025-ben 3,5-4,5 százalékos sávban alakulhat, míg 2026-ban 2,8-3,8 százalékra tovább mérséklődhet. Elfogadott költségvetések hiányában a jelenlegi makrogazdasági és költségvetési bázis alapján végzett kivetítésünk szerint a GDP-arányos deficit fokozatosan mérséklődik és 2026-ban megközelíti a GDP 3 százalékát (5-9. ábra).

#### 5.3.2. A 2024. évi egyenleg

**Előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány 2024-ben a GDP 4,5-5,0 százaléka lehet.** Az MNB által közzétett előzetes pénzügyi számla államháztartási adatai alapján az első negyedéves eredményszemléletű hiány a negyedéves GDP mintegy 6 százalékát tette ki (5-10. ábra). A költségvetés pénzforgalmi hiánya május végén 2549 milliárd forint volt, amely a májusi többlet ellenére továbbra is meghaladja az éves előirányzatot, míg az EDP jelentésben szereplő mintegy 4000 milliárd forintos pénzforgalmi cél 64 százalékát teszi ki. Ehhez nagyban hozzájárult az inflációkövető lakossági állampapírok első negyedévre koncentrációja kamatfizetések hatására, ami mintegy duplájára emelkedett 2023 azonos időszakához képest.

A költségvetési hiány előző évekhez viszonyított csökkenését támogatják az előző éveknél alacsonyabb szinten stabilizálódó világgpiaci energiaárak, valamint a hazai kormányzati beruházások mérséklődése is. Ezzel párhuzamosan nehezíti a hiány csökkentését az adóbevételek előirányzattól való elmaradása (5-11. ábra) és az elmúlt két évre jellemző magas infláció következtében a GDP 4,8 százalékára emelkedő állami kamatkidadások.

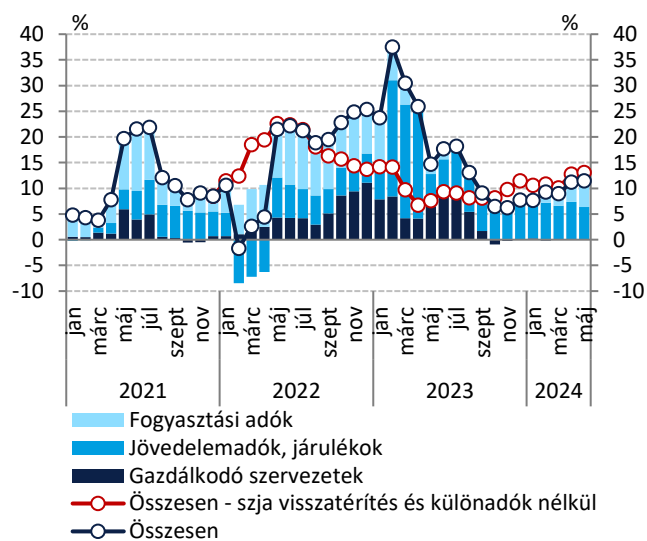
5-10. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege



Megjegyzés: A 2024. I. negyedéves adat az MNB által publikált előzetes pénzügyi számlákban szereplő államháztartás nettó finanszírozási képességét mutatja.

Forrás: KSH, MNB

5-11. ábra: Az adó- és járulékbévételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2021-2024-es időszakban



Forrás: MÁK, MNB

**Idén megkezdődött a 2021-2027-es uniós források lehívása,** amelyre a 2023. év végi döntést követően nyílt lehetőség mintegy 12 milliárd euro erejéig. 2024. június elejéig Magyarország a 2021-2027 között rendelkezésre álló kohéziós források 7 százalékát hívta le, ami a 8. legmagasabb arány az EU-ban. A ciklus forrásaihoz kapcsolódó hatályos szerződések összege megközelíti a 3000 milliárd forintot, ami a teljes 21,7 milliárd eurós kohéziós keret mintegy egyharmada. A pályázatok kedvezményezettjei számára mintegy 1700 milliárd forint került kifizetésre június elejéig. A 2014-2020-as kohéziós források 98 százalékát már lehívta hazánk, amivel szintén 8. helyen áll az unióban. A hátralevő rész valamivel több, mint 600 millió euro.

Az államháztartás adó- és járulékbévételeinek alakulása a májusi beérkező adatok alapján kedvezőbb képet mutat, mint az idei év elején. A bevételek ugyan továbbra is érdemben elmaradhatnak idén a költségvetési törvényben szereplő várakozástól, azonban ez várhatóan az áfabevételekre korlátozódik. A vállalati adóbevételek, valamint a munkát terhelő adók és járulékok összege az előirányzatnak megfelelően alakulhat.

### 5.3.3. A 2025. és 2026. évi egyenleg

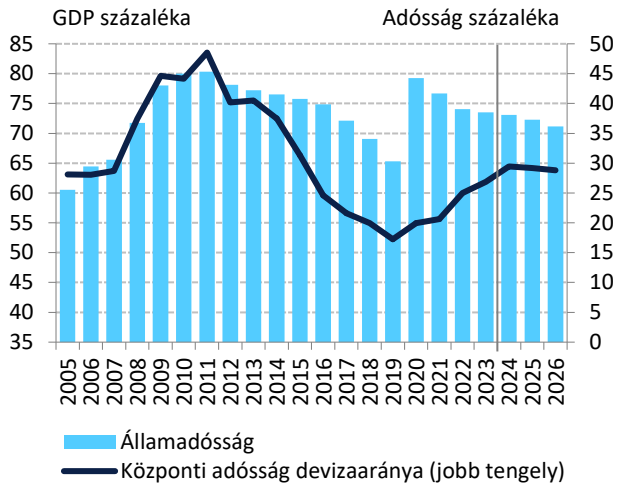
**Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos eredményszemléletű hiány 2025-ben 3,5-4,5 százalék, 2026-ban 2,8-3,8 százalék lehet.** Rendelkezésre álló költségvetési előirányzat hiányában 2025-re és 2026-ra technikai előrejelzést készítünk, amely szerint a várt makrogazdasági pálya és a becsült kiadások alapján a kockázatok mérséklődése mellett a hiány tovább csökken. A GDP-arányos kormányzati hiánycél 2025-re 3,7 százalék, míg 2026-ban a kormányzati tervek alapján a hiány a 3 százalékos maastrichti küszöbérték alatt marad, amely cél a költségvetési kiadások érdemi kontrollja és a bevételek dinamikus emelkedése mellett érhető el.

### 5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

**Az adóbevételek alakulását nagy mértékben befolyásolja a makrogazdasági környezet.** Az infláció csökkenése és a reálbérek emelkedése a fogyasztás emelkedését okozta, ami tükröződött az áfabevételek alakulásában is. A fogyasztás emelkedése azonban az elmúlt években megerősödött óvatossági motívum oldódásától is függ. A fogyasztás gyorsabb helyreállása emeli, míg elhúzódása csökkenti a várható áfa bevételeket.

**Az uniós források elérhetőségének korlátozása továbbra is bizonytalanságot jelent a költségvetési folyamatok szempontjából.** Hazánk összesen 12,2 milliárd euro értékben férhet hozzá a 2021-2027-es kohéziós keretreszhez, ugyanakkor továbbra sem elérhető el a

5-12. ábra: Az államadósság várható alakulása



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

Forrás: MNB, ÁKK

helyreállítási és kohéziós forrásokból összesen közel 20 milliárd euro, amelyek döntő része a Bizottság által meghatározott 27 szupermértékű teljesítéséhez kapcsolódik. Az év eleji költségvetési adatok alapján az uniós kifizetések alacsonyabban alakulnak az előirányzat alapján várhatónál, ami a megelőlegezések mérséklésére utal. A források megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását, míg a felhasználásának ütemezése az eredmény szemléletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat befolyásolja.

### 5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

**Az előzetes adatok alapján 2024. első negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 75,9 százalék volt.** Az adósságráta így 2,4 százalékponttal emelkedett a 2023. év végi értékéről, és 0,4 százalékponttal magasabb az előző év azonos időszakához képest. Az év első negyedévében az államadósság-ráta növekedését eredményezte a magas pénzforgalmi hiány és az ezzel összefüggő magasabb nettó állampapír-kibocsátás, amellyel az éves nettó kibocsátási terv közel 80 százaléka teljesült április végéig. Ennek hatását ugyanakkor a nominális GDP növekedése részben ellensúlyozta.

**Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2024. év végére kismértékben csökken a hiánycél elérése esetén.** Az államadósság-ráta csökkenését a deficit mérséklődése, valamint a nominális GDP növekedése támogatja. Ezt követően prognózisunk szerint az államadósság-ráta értéke az előrejelzési horizonton évente átlagosan közel 1 százalékponttal tovább csökkenhet, így 2026 végére 71 százalék közelébe mérséklődhet (5-12. ábra).

A forint-euro árfolyam változása a devizaadósság átváltásán keresztül hatást gyakorol az adósságrátára. Ez a hatás annál kisebb, minél alacsonyabb az államadósságon belüli devizaadósság aránya. Jelenleg a forint euro árfolyam 10 forintnyi változása mintegy 0,6 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot. Az év folyamán a jelentős devizakibocsátás következtében emelkedett a központi adósság devizaaránya.

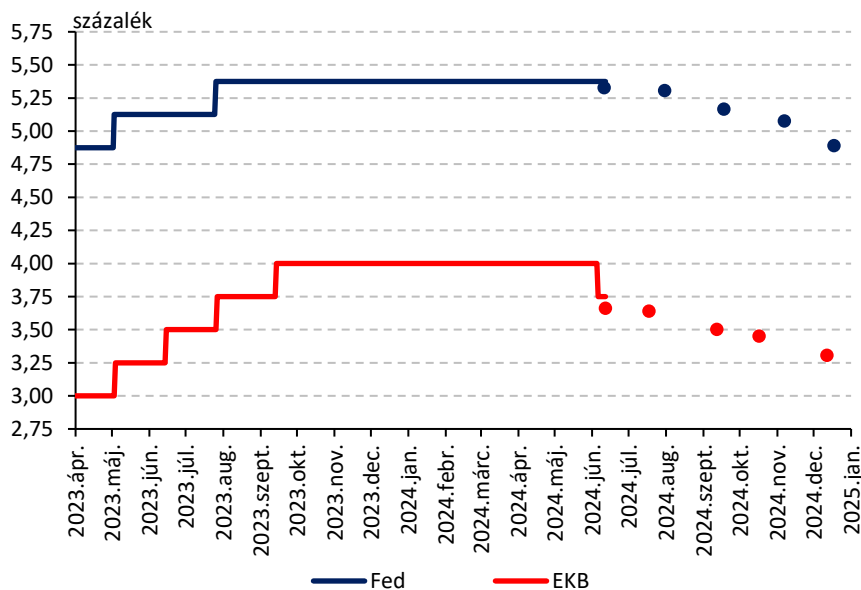
## 6. Kiemelt témák

### 6.1. A Fed és az EKB monetáris politikája közötti divergencia

**A globális folyamatokkal összhangban 2022-ben az USA-ban és az Eurozónában is magas szintre emelkedett az infláció.** Az éves bázisú CPI árindex 9,1 százalékon tetőzött az USA-ban, míg az Eurozónában 10,6 százalékgig emelkedett a HICP árindex. Az emelkedő inflációra reagálva a Fed 525, az EKB pedig 450 bázispontnyi kamatemelést hajtott végre kevesebb, mint másfél év alatt. 2022. utolsó negyedévében mind az USA-ban, mind az Eurozónában gyors ütemű defláció vette kezdetét, aminek következtében az USA-ban 2023 júniusában, az eurozónában pedig fél évvel később cél közelébe mérséklődött az éves alapú infláció. Bár az infláció mindkét gazdaságban meghaladta a célt az elmúlt időszakban, az inflációs cél közelsége nyomán felerősödtek a kamatsökkentésre vonatkozó piaci várakozások. Az EKB júniusban 25 bázisponttal csökkentette irányadó rátáját, a Fed-től pedig szeptemberre várják az első kamatsökkentést a piaci szereplők. A két jegybank kamatpályájára vonatkozó piaci várakozásokban azonban érdemi divergencia alakult ki az elmúlt egy év során, ami azt eredményezi, hogy előretekintve is fennmaradhat a jelenlegi kamatkülönbség a két jegybank között. Ennek folyamatát és okait mutatjuk be kiemelt témánkban.

**Történelme során először az EKB a Fed előtt kezdte meg a kamatsökkentési ciklust.** Az EKB júniusi kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal csökkentette irányadó rátáját, míg a Fed nem változtatott a monetáris kondíciókon és esetében legkorábban szeptemberben számítanak az első 25 bázispontos kamatsökkentésre a piaci szereplők. A Fed-től kicsivel több, mint 40 bázispontnyi kamatsökkentést várnak az idei év hátralévő részében, míg az EKB esetében, a júniusi 25 bázisponton túl, további 35 bázispontnyi kamatsökkentésre számítanak az aktuális effektív kamatlábhöz képest. A jegybankok effektív irányadó rátái közötti különbség jelenleg 167 bázisponton alakul (6-1. ábra).

6-1. ábra: A Fed és az EKB irányadó rátájának alakulása és a kamatpályákra vonatkozó piaci árazás



Megjegyzés: A Fed esetében az irányadó célsáv középpontja, az EKB esetében pedig a betéti eszköz kamata szerepel az ábrán. Az első pontok az aktuális fedezetlen bankközi piaci kamatlábat (Fed esetében effective federal funds rate, EKB esetében euro short-term rate) jelölik.

Forrás: Bloomberg, Fed, EKB

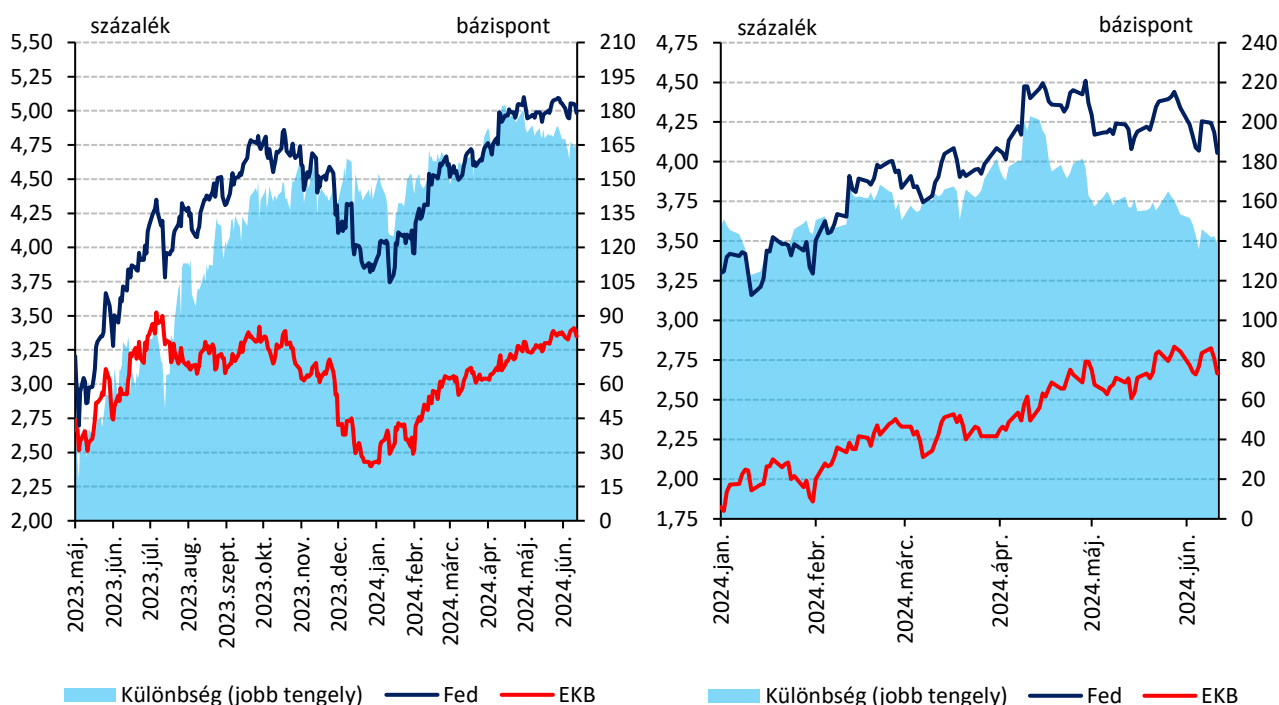
**A Fed és az EKB kamatpályája közötti széttartást egy éve még átmeneti jelenségnek tartották a piaci szereplők.** 2023 májusában az infláció rendre 4, illetve 6,1 százalékon alakult az USA-ban és az eurozónában, a két vonatkozó jegybank irányadó rátája pedig rendre 4,75-5,00, illetve 3 százalékon állt. A piacok meredekebben csökkenő kamatpályát áraztak a Fed esetében és arra számítottak, hogy az irányadó ráták közötti különbség az akkor fennálló 190 bázispontból 2024. végére 30 bázisponttal mérséklődhet (6-2. bal ábra).



**Az eltérő inflációs és növekedési pályák következtében a két meghatározó jegybank várt kamatpályája érdemben eltávolodott egymástól.** Az USA-ban a dezinfláció megtorpanását a CPI inflációs mutató átmeneti emelkedése követte a tavalyi év második és harmadik negyedében, miközben az egyébként is erős gazdasági növekedés tovább gyorsult és a munkaerőpiaci kondíciók csak fokozatosan enyhültek. Az infláció csökkenésének üteme az Eurozónában is lassult, míg a negyedéves bázisú gazdasági növekedés negatív tartományba süllyedt a tavalyi év végén. A Fed további 25, míg az EKB további 75 bázispontnyi kamatemelést hajtott végre 2023. szeptemberéig, az azt kísérő szigorú jegybanki kommunikáció következtében pedig fokozódtak a tartósan magas kamatpályára vonatkozó piaci várakozások. A Fed irányadó rátájának 2024. decemberi szintjére vonatkozó árazás 4,8 százalékra emelkedett októberrel bezárólag, míg az EKB esetében 3,4 százalék közelében tetőztek a várakozások, így a két jegybank várt kamatpályája közötti szétartás 140 bázispontra szélesedett.

**A döntéshozók kommunikációja is az erősödő divergencia irányába hatott.** A várakozásokat sorozatban harmadjára meghaladó márciusi amerikai CPI inflációs adat hatására a Fed döntéshozóinak kommunikációja is szigorúbbá vált. Míg március elején Jerome Powell, a Fed elnöke úgy nyilatkozott, hogy nincsenek messze a kamatcsökkentéstől, addig április elején ismét a vártnál hosszabb ideig magas szinten alakuló irányadó ráta szükségességét hangsúlyozta. Az elmúlt hónapokban más Fed döntéshozók is kifejezték bizonytalanságukat a dezinfláció fenntarthatóságát illetően és a további beérkező inflációs adatoktól tették függővé a kamatcsökkentést az év második felében. Ezzel párhuzamosan egyre több EKB döntéshozó köteleződött el a júniusi kamatcsökkentés mellett, amit Christine Lagarde is megerősített, továbbá hangsúlyozta a Fed-től való függetlenségüket a kamatpálya alakítása során. A júniusi kamatdöntő ülések követő sajtótájékoztatón mindkét jegybank elnöke a döntéshozók adatvezérelt megközelítését hangsúlyozta és nem köteleződtek el előre egyetlen kamatpálya mellett sem.

6-2. ábra: A Fed és az EKB irányadó rátájának 2024. decemberi (bal) és 2025. decemberi (jobb) átlagos szintjére vonatkozó piaci várakozás és azok különbségének alakulása



Forrás: Bloomberg, MNB-szerkesztés

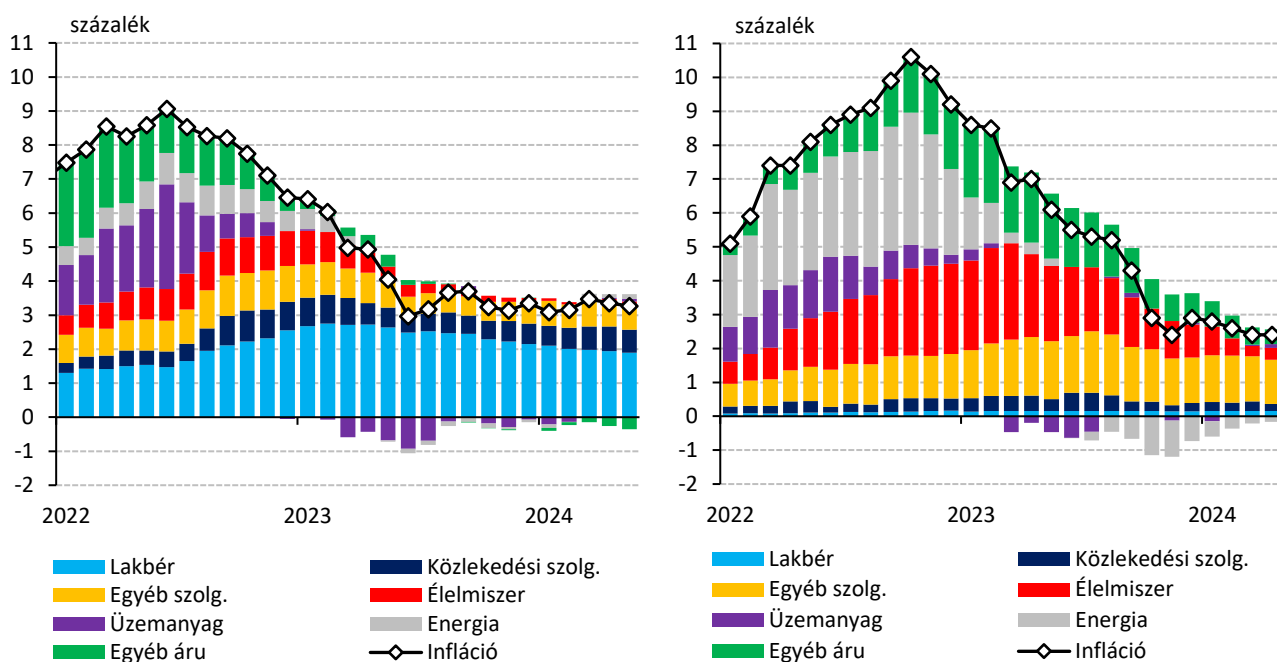
**Idén áprilisban új csúcsra emelkedett az előretekintő kamatpályák közötti divergencia.** Az előrejelzéseket rendre meghaladó amerikai inflációs adatok hatására a Fed kommunikációja egyre óvatosabbá vált az idei év első negyedéve során, ami érdemi hatást gyakorolt a piaci kamatvárakozásokra. A Fed irányadó rátájának idén decemberi kamatdöntő ülésre árazott szintje január és április között 3,7 százalékról 5,1 százalékra emelkedett, azóta pedig 4,8-5,0 százalék között alakul. A tartósan magasabb kamatpályára vonatkozó piaci várakozások hatása az EKB esetében kisebb mértékben érvényesült, így az irányadó ráta idén decemberi szintjére vonatkozó piaci árazás 2,4 százalékról 3,3 százalékra emelkedett. A szétartó

várakozások következtében a két jegybank várt kamatpályája közötti divergencia új csúcsra emelkedett és idén áprilisban meghaladta a 180 bázispontot, jelenleg pedig 165 bázispont közelében alakul.

**A piaci árazások alapján tartósan fennmaradhat a kamatpályák közötti különbség.** Miközben az irányadó ráták 2024. végére várt szintje közötti különbség új csúcsra emelkedett idén áprilissal bezárólag, a 2025. decemberi árazások közötti különbség is 50 bázisponttal 200 bázispontra emelkedett. Az irányadó ráták 2025. decemberi szintjére vonatkozó árazás között különbség azóta 140 bázispont közelébe mérséklődött, így az idén decemberre várt kamatkülönbözethez képest némileg közeledhetnek egymáshoz az irányadó ráták (6-2. jobb ábra).

**Az eltérő inflációs dinamika hozzájárult az előtekintő kamatpályák széttartásához, emellett szerkezeti különbségek is megfigyelhetők az USA és az Eurozóna inflációjában.** Az USA-ban 3 százaléknál megtorpant a CPI inflációs mutató csökkenése és átmeneti emelkedést követően a jegybanki célt 1,1-1,5 százalékponttal meghaladó szinten stabilizálódott az áremelkedés éves mértéke (6-3. bal ábra). Az Eurozóna dezinflációs trendje tavaly novemberben érte el először 2,4 százalékos mélypontját, és rövid, mérsékelt emelkedést követően az elmúlt két hónapban ismét ezen a szinten alakult (6-3. jobb ábra). Az USA-ban több, mint egy éve a lakbér az éves bázisú fogyasztóiár-index meghatározó tétele, az elmúlt hónapokban pedig a közlekedési szolgáltatások hozzájárulása is érdemben emelkedett. Utóbbi két komponens inflációs hozzájárulása az eurozónában nem számottevő, ott inkább az egyéb szolgáltatások (pl. vendéglátás- és szálláshelyszolgáltatás, oktatás) tartják emelkedett szinten az éves árdinamikát. Az USA-ban az élelmiszerektől, üzemanyagtól és energiától megtisztított áruk egyre növekvő mértékben mérsékeltek az éves bázisú inflációt az idei év során, szemben az Eurozónával, ahol ugyan csökkenő mértékű, de továbbra is pozitív ezen tételek hozzájárulása a szeszes italok és dohányárak miatt. Az infláció felfutásában mindkét gazdaságban nagy szerepet betöltő üzemanyag- és energiátételek hosszú időn át elősegítették a dezinflációt, azonban az elmúlt hónapokban az USA-ban ismét pozitív tartományban alakult a hozzájárulásuk, míg az Eurozónában csak az üzemanyagok növelték áprilisban az éves bázisú árindexet.

6-3. ábra: Az éves alapú USA CPI (bal) és Eurozóna HICP infláció (jobb) alakulása főbb tételek szerinti bontásban



Megjegyzés: Az ábrán a legutolsó inflációs adat az USA esetében májusi, az Eurozóna esetében áprilisi.

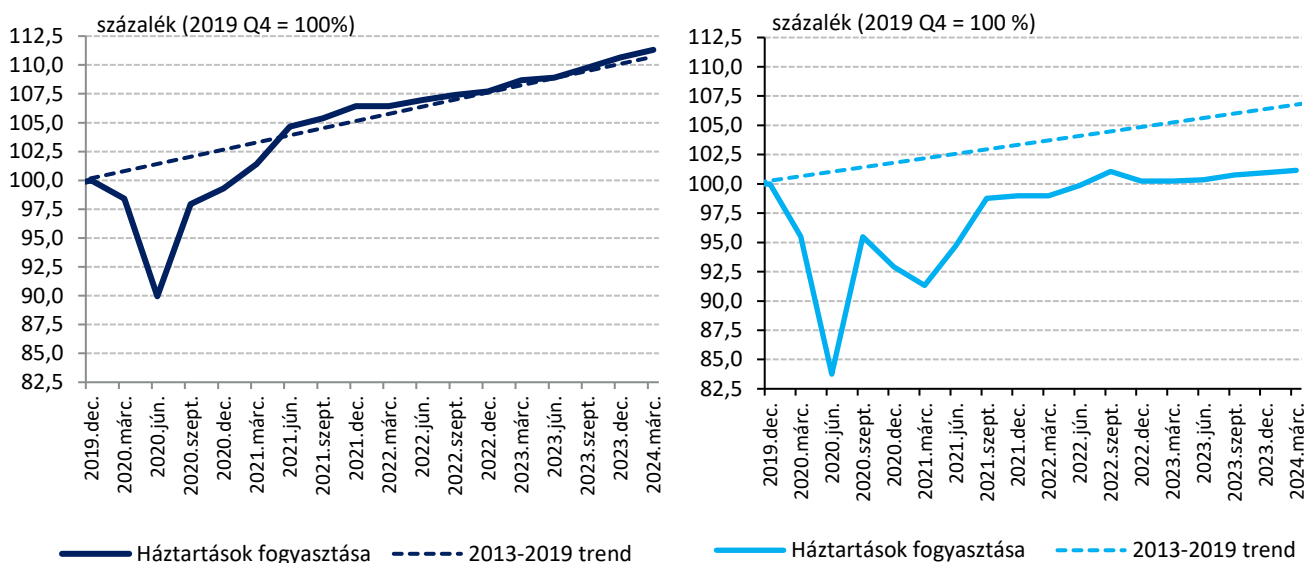
Forrás: U.S. Bureau of Labor Statistics, Eurostat, MNB-szerkesztés

**A célt nagyobb mértékben meghaladó infláció mellett az erőteljes fogyasztás is tartósan szigorúbb monetáris politikát indokolhat az USA-ban.** Az USA gazdasága dinamikusan bővült az elmúlt időszakban, míg az euroövezet gazdasága 2022. végén stagnálni kezdett, 2023. második felében pedig kis mértékben zsugorodott. A pandémiát követően az USA-ban már 2021. közepén helyreállt, azóta pedig a 2013-2019-es trendjét meghaladó szinten alakul a háztartások fogyasztása, ami a kereslet oldali nyomás révén hozzájárulhatott az emelkedett szinten ragadó inflációhoz (6-4. bal ábra). Ezzel szemben az

Eurozóna jóval nagyobb visszaesést szenvedett el, továbbá a helyreállítás is kevésbé volt erőteljes, így a háztartások fogyasztása csak 2022 harmadik negyedévében érte el a pandémia előtti szintet és az infláció csökkenése ellenére is csak lassú növekedést mutat (6-4. jobb ábra).

**Az eltérő ciklikus pozíciók ellenére a munkaerőpiac mindkét gazdaságban feszes.** A munkanélküliségi ráta mindkét gazdaságban historikus mélypont közelében, az USA-ban 3,9 százalékon, az Eurozónában pedig 6,4 százalékon alakult idén áprilisban. Az Eurozónában a bértárgyalásokon alapuló bérek növekedési üteme 2024 első negyedévében ismét 4,7 százalékra gyorsult a tavalyi negyedik negyedéves 4,5 százalékos szintről, ami óvatosságra készítheti az EKB döntéshozóit. Az USA-ban 3,9 százalékon alakult az éves alapú bérdinamika áprilisban, míg az éves bázisú foglalkoztatási költségindex változatlanul 4,2 százalék volt az idei év első negyedévében, ami továbbra is meghaladja a jegybank 2 százalékos inflációs céljával konzisztens szintet.

6-4. ábra: A háztartások fogyasztásának alakulása az USA-ban (bal) és az Eurozónában (jobb)



Forrás: U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, MNB-szerkesztés

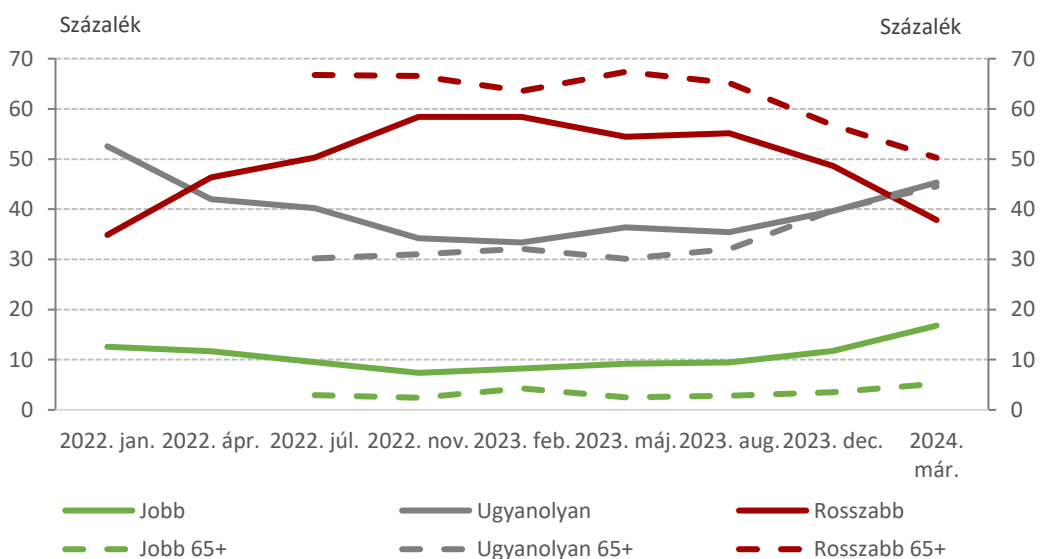
Miközben a piaci kamatvárakozások mind a Fed, mind az EKB esetében feljebb tolódtak az elmúlt évben, a magas kamatpályák tartósságára vonatkozó várakozások tekintetében lezajlott egy nagy fokú divergencia, így a két jegybank közötti jelenlegi kamatkülönbség előretekintve is fennmaradhat. Ennek oka elsősorban az infláció eltérő dinamikájában, valamint a gazdaságok ciklikus pozíciójában keresendő. Össességében mindkét jegybank óvatos, fokozatos lehet a kamatcsökkentések során, tekintve, hogy a dezinflációs folyamatban huzamosabb ideje nem történt érdemi előrelépés és a monetáris kondíciók jelentős szigorítása ellenére továbbra is feszes mindkét gazdaság munkaerőpiaca.

## 6.2. Az MNB negyedéves lakossági felmérése: optimistábban várják a háztartások a következő évet

Az elmúlt években az MNB új, rendszeres felmérést végez a háztartási szektorról, elsősorban a háztartások anyagi helyzetük értékelésére és a megtakarítási folyamataikra fókuszálva. A 2008-as válság tapasztalatai alapján a 2010-es években beindított több új háztartási szintű adatforrás (például a lakossági hitelregiszter, illetve a három évente készülő lakossági vagyonfelmérés, a Household Finance and Consumption Survey, HFCS, amit „Miből élünk?” néven ismerhet a magyar közönség) sokat segített abban, hogy a lakossági vagyon *megoszlásának* a változásait is nyomon tudjuk követni. Azonban a Covid rávilágított arra, hogy turbulens időkben a HFCS hároméves ciklusa túlságosan hosszú, érdemes ennél sűrűbben megfigyelni a lakossági vagyon megoszlását, változását. Ezért 2021 nyarától kezdve több más jegybankhoz hasonlóan az MNB is egy kisebb mintájú felméréssel negyedévente megkérdezi a lakosságot ezekről a folyamatokról – illetve a gazdasági folyamatokat érdemben befolyásoló lakossági várakozásokról. Az online felmérés alapegysége egy háztartás, a minta a háztartásfő nemére, korára, iskolai végzettségére és a háztartás régiójára reprezentatív. Az eredetileg 1000 munkaképes korú főkeresővel rendelkező háztartásból álló minta a felmérés negyedik alkalmától, 2022 harmadik negyedétől, 300 nyugdíjaskorú háztartással egészült ki.

A legutóbbi felmérések eredményei szerint 2023 második fele óta fokozatosan javul a családok anyagi helyzetének megítélése (6-5. ábra). 2022 második felében a megkérdezettek közel 60 százaléka érezte, hogy rosszabb helyzetben van, mint egy éve, 2024 elejére ez az arány 38 százalékra esett. A válaszadók majdnem fele most már, úgy érzi, hogy nagyjából hasonló anyagi helyzetben van, mint egy éve, 17 százalék pedig már jobbnak érzékeli a helyzetét. Jellemző tendencia, hogy a nyugdíjas korú főkeresővel rendelkező háztartások pesszimistábbak a munkaképes korúaknál, bár a tendenciák náluk is hasonlóan alakulnak. (Az írás további részében a nyugdíjas, illetve a munkaképes korú minden esetben a háztartás főkeresőjére vonatkozik.)

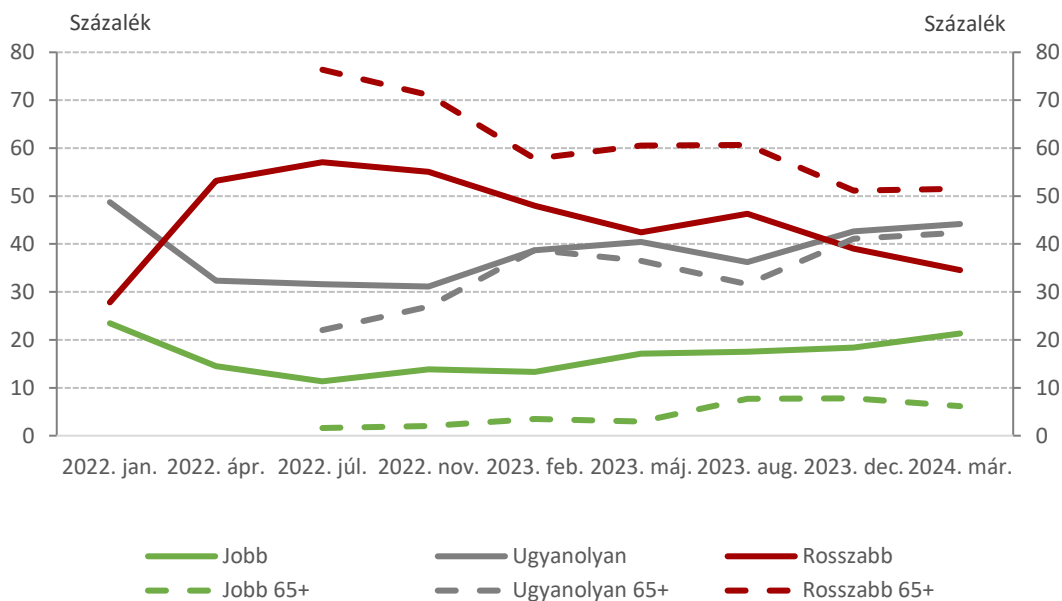
6-5. ábra: A háztartások anyagi helyzetének megítélése a 12 hónappal korábbi állapothoz képest



Forrás: MNB

A következő 12 hónapra előre tekintve a munkaképes korúak körében még magasabb az optimisták aránya, mint a jelenlegi helyzet megítélésekor (6-6. ábra). Ez nem volt mindig így a felmérés története során: 2022 áprilisában például a családok többsége már látta, hogy nehéz év elé néznek, így a jövőt borúsabbnak látták, mint az akkori aktuális helyzetüket. Az idei első negyedévben végzett felmérésünkben volt eddig az egyik legmagasabb az optimisták és legalacsonyabb a pesszimisták aránya. Ennél kedvezőbb értékeket csak 2022 januárjában, a családi adóvisszatérítések bejelentése után mértünk, még az orosz-ukrán háború kitörése előtt.

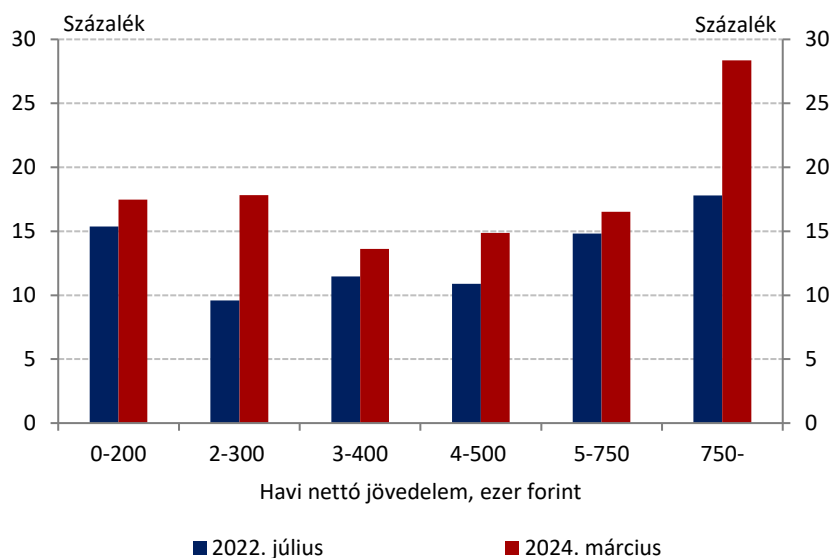
6-6. ábra: A háztartások anyagi helyzetének a következő évben várt alakulása



Forrás: MNB

A javuló megítélés szorosan összefügg azzal, hogy a dolgozó főkeresővel rendelkező háztartások jóval nagyobb esélyét látják a reálbérük növekedésére, mint 2022 nyarán (6-7. ábra). A legkedvezőbb jövedelemnövekedési várakozásokkal a legjobban kereső háztartások rendelkeznek. De az alacsony keresetűek körében is érdemben nőtt azok aránya, akik úgy gondolják, hogy a megélhetési költségeiknél jobban fog nőni a bérük a következő 12 hónapban.

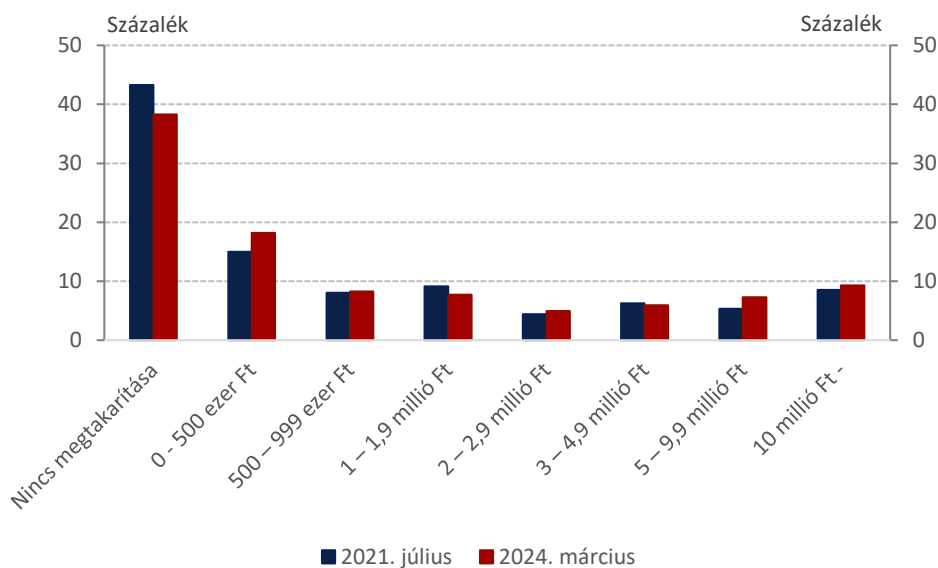
6-7. ábra: A megélhetési költségek növekedését meghaladó mértékű jövedelemnövekedés esélye, jövedelmi csoportonként a foglalkoztatottak körében



Forrás: MNB

A lakossági megtakarítások növekedése széleskörű volt az elmúlt közel három évben. Jelenleg 5 százalékponttal kevesebben mondják, hogy nem rendelkeznek megtakarítással, ezzel párhuzamosan emelkedett a 0-0,5 millió forint megtakarítással rendelkezők aránya (6-8. ábra). Emellett az eloszlás másik végén is látunk egy jelentősebb elmozdulást: az 5 millió forintnál nagyobb megtakarítással rendelkezők aránya 2,7 százalékkal emelkedett. A felmérés módszertanából adódóan nem valószínű, hogy az igazán vagyonos családokról pontos képet kaphatunk, de az elmozdulás iránya itt is hasonló.

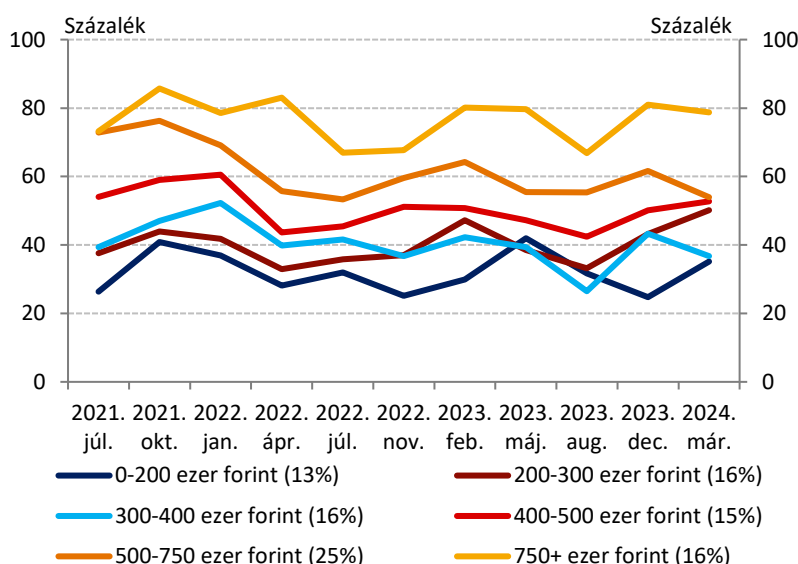
6-8. ábra: Pénzügyi megtakarítások megoszlása a munkaképes korúak körében



Forrás: MNB

**A legtöbb jövedelmi kategóriában előretekintve változatlanul magasak a megtakarítási tervek.** A felmérés szerint a családok jövedelmének növekedésével együtt emelkedik a megtakarítást tervezők aránya, de a legtöbb csoport esetében stabil a megtakarítást tervezők aránya. Azaz nem jellemző, hogy előretekintve számottevően csökkentenék vagy növelnék a megtakarítási szándékot. Ez alól egyedül a második legmagasabb jövedelmű csoport jelent kivételt, amely esetében jelentősen csökkent a megtakarítást tervezők aránya. Bár a világjárvány miatti kényszermegtakarítások idején, 2021 nyári felmérésünkben mért 73 százalékos arány valószínűleg egy kiemelkedően magas érték, azóta ez a szám 19 százalékpontot esett ennél a csoportnál. A többi jövedelmi csoport esetében ugyanakkor az előző negyedévekre jellemző arányban terveznek 2024 tavaszán is megtakarítani (6-9. ábra).

6-9. ábra: Megtakarítási tervek egyes jövedelmi csoportokban, a munkaképes korúak körében



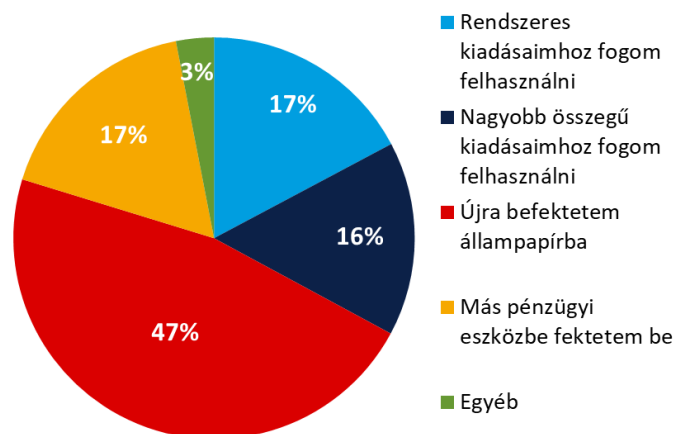
Megjegyzés: Zárójelben a jövedelmi csoportok részarányát mutatjuk a munkaképes korú főkeresővel rendelkező háztartások között

Forrás: MNB

**A lakossági állampapírok utáni kiemelkedő kamatjövedelmet szintén nagy, kétharmados arányban újra megtakarításra tervezik fordítani (6-10. ábra).** 2024-ben a lakosság jelentős, több mint 1400 milliárd forint kamatjövedelmet kap az

állampapírok után. E jelentős nagyságú kamatjövedelem felhasználása kiemelt kérdés a megtakarítási, fogyasztási folyamatok idej alakulásával kapcsolatban. Felmérésünk alapján a kamatjövedelemben részesülők több mint 65 százaléka tervezi megtakarítani, a válaszadók mintegy fele pedig újra állampapírba tervezi fektetni a megkapott kamatokat. A fogyasztást választók bő 30 százalékos csoportja pedig szinte azonos arányban használná fel kamatjövedelmét rendszeres, illetve nagyobb összegű kiadásokhoz.

6-10. ábra: Az állampapírok által fizetett kamatának tervezett felhasználása



Megjegyzés: A kérdést, a minta 18,7 százalékának tettük fel, akik rendelkeztek állampapírral 2024. márciusi felmérés alapján.

Forrás: MNB

# Ábrák és táblázatok jegyzéke

## Ábrák jegyzéke

|  |    |
|--|----|
| 1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása .....   | 12 |
| 1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája .....  | 12 |
| 1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója .....   | 13 |
| 1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája .....   | 16 |
| 1-5. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése .....  | 16 |
| 1-6. ábra: A nettó keresettömeg, a rendelkezésre álló jövedelem és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása reálértéken .....          | 17 |
| 1-7. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában .....                  | 17 |
| 1-8. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése .....   | 18 |
| 1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....  | 18 |
| 1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása .....  | 19 |
| 1-11. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása .....                                       | 20 |
| 1-12. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása .....  | 20 |
| 1-13. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében .....  | 21 |
| 1-14. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása .....  | 21 |
| 2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....  | 24 |
| 3-1. ábra: A GDP növekedése a világ meghatározó gazdaságaiban .....  | 29 |
| 3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása .....   | 30 |
| 3-3. ábra: Nyersanyagárak alakulása .....  | 30 |
| 3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása .....   | 31 |
| 3-5. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok mérlegfőösszegének alakulása .....  | 31 |
| 3-6. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban .....   | 32 |
| 3-7. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása .....   | 32 |
| 3-8. ábra: A külkereskedelmi termékforgalom egyenlegének alakulása .....   | 33 |
| 3-9. ábra: A termék- külkereskedelmi egyenleg éves változásának dekompozíciója .....   | 34 |
| 3-10. ábra: A kiskereskedelmi forgalom és a belföldre termelő ipari ágazatok termelésének, valamint az áruimport éves változásának alakulása ..... | 34 |
| 3-11. ábra: A GDP éves változása 2024. első negyedévében az Európai Unió országaiban .....   | 36 |
| 3-12. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója .....   | 36 |
| 3-13. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója .....   | 37 |
| 3-14. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása .....  | 37 |
| 3-15. ábra: A teljes vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása .....  | 38 |
| 3-16. ábra: Lakáspiacei tranzakciók száma településtípusonként .....   | 38 |
| 3-17. ábra: A bruttó működési eredmény és vegyes jövedelem alakulása .....   | 39 |
| 3-18. ábra: A GDP deflátor jövedelemoldali felbontása .....  | 40 |
| 3-19. ábra: A GDP árszint kumulált változásának felbontása .....   | 40 |
| 3-20. ábra: A bruttó működési eredmény éves változása ágazatonként .....   | 41 |
| 3-21. ábra: A munkaerőpiaci aktivitás éves változásának felbontása .....   | 42 |
| 3-22. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása .....   | 42 |
| 3-23. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása .....   | 43 |
| 3-24. ábra: Az alkalmazásban álló külföldi állampolgárok és a külföldi telephelyen dolgozók száma .....  | 44 |
| 3-25. ábra: Az alkalmazásban álló külföldi állampolgárok száma nemzetiség szerint .....  | 44 |
| 3-26. ábra: A külföldi alkalmazottak száma és aránya egyes nemzetgazdasági ágazatokban és feldolgozóipari alágazatokban .....                      | 45 |



|   |    |
|---|----|
| 3-27. ábra: Az alkalmazásban álló külföldi állampolgárok foglalkozási főcsoportok szerint .....   | 46 |
| 3-28. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv .....  | 47 |
| 3-29. ábra: A világpiacon élelmiszerárak alakulása .....  | 48 |
| 3-30. ábra: Mezőgazdasági termelők árak alakulása .....   | 48 |
| 3-31. ábra: A fogyasztói árak havi átváltozásának alakulása üzemenyanyagok és szabályozott árak nélkül .....  | 49 |
| 3-32. ábra: Az infláció dekompozíciója .....  | 49 |
| 3-33. ábra: Az inflációs alapmutatók .....  | 49 |
| 3-34. ábra: Az iparcikkek átváltozása .....   | 50 |
| 3-35. ábra: Az iparcikkek havi átváltozásának alakulása .....   | 50 |
| 3-36. ábra: A piaci szolgáltatások havi átváltozása .....   | 50 |
| 3-37. ábra: Inflációs várakozások a régióban .....  | 51 |
| 3-38. ábra: A szolgáltatások inflációjának alakulása .....  | 51 |
| 3-39. ábra: A piaci szolgáltatások inflációjának felbontása .....   | 52 |
| 3-40. ábra: A piaci szolgáltatások és részteleinek inflációja .....   | 53 |
| 3-41. ábra: Az iparcikkek és a szolgáltatások kumulált áremelkedése 2021. június óta .....  | 53 |
| 4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői .....   | 54 |
| 4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása .....  | 54 |
| 4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya .....   | 55 |
| 4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása .....  | 55 |
| 4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása .....  | 55 |
| 4-6. ábra: Az új vállalati és háztartási hitelek felárainak alakulása .....   | 57 |
| 4-7. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába .....  | 58 |
| 4-8. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részesegmensben .....  | 58 |
| 4-9. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje .....   | 59 |
| 4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben .....   | 59 |
| 5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei .....   | 61 |
| 5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása .....  | 61 |
| 5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint .....  | 62 |
| 5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása .....  | 62 |
| 5-5. ábra: A háztartások pénzügyi megtakarítása (négy negyedéves, GDP arányos értékek) .....  | 63 |
| 5-6. ábra: A háztartások pénzügyi vagyonának nominális és reálértéke (2020. évi árakon) .....   | 64 |
| 5-7. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása .....  | 65 |
| 5-8. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása .....  | 66 |
| 5-9. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása .....  | 67 |
| 5-10. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege .....  | 68 |
| 5-11. ábra: Az adó- és járulékbévételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2021-2024-es időszakban .....                                   | 68 |
| 5-12. ábra: Az államadósság várható alakulása .....   | 69 |
| 6-1. ábra: A Fed és az EKB irányadó rátájának alakulása és a kamatpályákra vonatkozó piaci árazás .....   | 70 |
| 6-2. ábra: A Fed és az EKB irányadó rátájának 2024. decemberi (bal) és 2025. decemberi (jobb) átlagos szintjére vonatkozó piaci várakozás és azok különbségének alakulása ..... | 71 |
| 6-3. ábra: Az éves alapú USA CPI (bal) és Eurozóna HICP infláció (jobb) alakulása főbb tételek szerinti bontásban .....   | 72 |
| 6-4. ábra: A háztartások fogyasztásának alakulása az USA-ban (bal) és az Eurozónában (jobb) .....   | 73 |
| 6-5. ábra: A háztartások anyagi helyzetének megítélése a 12 hónappal korábbi állapothoz képest .....  | 74 |
| 6-6. ábra: A háztartások anyagi helyzetének a következő évben várt alakulása .....  | 75 |
| 6-7. ábra: A megélhetési költségek növekedését meghaladó mértékű jövedelemnövekedés esélye, jövedelmi csoportonként a foglalkoztatottak körében .....                           | 75 |
| 6-8. ábra: Pénzügyi megtakarítások megoszlása a munkaképes korúak körében .....   | 76 |
| 6-9. ábra: Megtakarítási tervek egyes jövedelmi csoportokban, a munkaképes korúak körében .....   | 76 |
| 6-10. ábra: Az állampapírok által fizetett kamatának tervezett felhasználása .....  | 77 |

**Táblázatok jegyzéke**

|  |    |
|--|----|
| 1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei .....                           | 13 |
| 1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása .....               | 14 |
| 1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása .....  | 18 |
| 1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest ..... | 22 |
| 1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....           | 23 |
| 5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása .....                | 65 |
| 5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....                                  | 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

2024. június

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1013 BUDAPEST, KRISZTINA KÖRÚT 55.