



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2024
DECEMBER

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2024
DECEMBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1013 Budapest, Krisztina körút 55.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és vállalkozásokat egyaránt sújtó gazdasági ingadozások mértékét. Az MNB elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenállóképességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésére álló eszközökkel a Kormány gazdaság-, valamint a környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikáját.

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 döntéseit a jegybanktörvényben kitűzött célok alapján és azokkal összhangban hozza meg. Ennek megfelelően döntései során mérlegeli többek között a gazdasági helyzet várható alakulását, az inflációs kilátásokat, a pénz- és tőkepiaci folyamatokat és a stabilitási kockázatokat.

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. december 12-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	12
1.1. Inflációs előrejelzésünk	12
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	17
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	25
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	31
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	35
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	35
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	40
3.3. Munkaerőpiac	47
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	49
3.5. Költségek és infláció	50
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	54
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	54
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	56
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	59
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	59
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	64
5.3. Költségvetési folyamatok	66
Ábrák és táblázatok jegyzéke	70

Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	14
1-2. keretes írás: Az inflációkövető jövedékiadó emelés inflációs hatása	15
1-3. keretes írás: A nagyberuházások termelésbe állásának hatása	20
1-4. keretes írás: A profitinfláció korrekciója	22
1-5. keretes írás: A minimálbér-emelés makrogazdasági hatásai	27
3-1. keretes írás: A hazai és német gazdasági teljesítmény elválása	43
5-1. keretes írás: A folyó fizetési mérleg tévedések és kihagyások egyenlegének alakulása	61

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.

Az Európai Unió gazdasági teljesítménye visszafogott mértékben bővült a harmadik negyedévben, de kockázatot hordoznak a kedvezőtlen európai ipari termelési kilátások, valamint az általánosan kiélezett geopolitikai helyzet.

2024 harmadik negyedévében az EU gazdasága 1,0 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A beérkező adat enyhén a várakozások felett alakult. Hazánk legfontosabb külkereskedelmi partnere, Németország gazdasági teljesítménye negyedéves bázison enyhén, 0,1 százalékkal nőtt. 2024 harmadik negyedévében az amerikai GDP 2,7 százalékkal, míg a kínai GDP 4,6 százalékkal bővült, így enyhe lassulás mellett mindkét gazdaságban továbbra is élénk a gazdasági növekedés üteme. A külső konjunktúra alakulásának szempontjából kockázatot hordoznak a kedvezőtlen európai ipari termelési kilátások, valamint az általánosan kiélezett geopolitikai helyzet.

Az Európai Unióban szeptemberben 2,1 százalékra süllyedt a fogyasztóiár-index éves összevetésben, majd októberben enyhén magasabban, 2,3 százalékon alakult az infláció.

Az unió tagállamainak többségében – 19 országban – a novemberi infláció meghaladta az októberit a rendelkezésre álló adatok alapján. A régió belül Szlovákiában (3,2 százalék) az infláció emelkedését regisztrálták, míg Lengyelországban (4,6 százalék) mérséklődött, Csehországban (2,8 százalék) pedig nem változott az árak emelkedési üteme novemberben. Az eurozóna inflációja az októberi 2,0 százalékot követően novemberben 2,3 százalékon alakult az előzetes adatok alapján. Az Egyesült Államokban július óta 3 százalék alatt tartózkodik az infláció, novemberben 2,7 százalékon alakult.

A globálisan meghatározó jegybankok közül az Európai Központi Bank (EKB) 25-25 bázisponttal mérsékelte az irányadó rátát októberben és decemberben. A Federal Reserve (Fed) novemberi kamatlétszámításán 25 bázisponttal 4,50–4,75 százalékra csökkentette az irányadó ráta célsávját. A régióban a cseh jegybank folytatta az alapkamat mérséklését, míg a lengyel és a román jegybank az elmúlt negyedév során változatlan szinten tartotta azt.

Az EKB az októberi, majd a decemberi kamatlétszámításán is 25 bázisponttal, összességében 3 százalékkal csökkentette az irányadó betéti rátát. A jegybank közleményében kifejtette, hogy az inflációs kilátások, az inflációs alapfolyamatok dinamikája és a monetáris politika transzmissziója alapján a dezinfláció jó úton halad. Az EKB jelezte, hogy továbbra is adatvezérelt módon hozza meg döntéseit és nem kíván elköteleződni egy előre meghatározott kamatlétszámítás mellett. Az Egyesült Államokban a Fed novemberi kamatlétszámításán 25 bázisponttal 4,50–4,75 százalékra csökkentette az irányadó ráta célsávját. Az elmúlt hónapokban további előrelépés történt a jegybank 2 százalékos inflációs célja felé, de az infláció továbbra is némileg emelkedett maradt. A Fed Nyíltpiaci Bizottságának közleménye szerint a foglalkoztatási és inflációs célok elérését övező kockázatok közel kiegyensúlyozottak. A Fed elnöke jelezte, hogy a gazdaság szilárd ütemben bővül, valamint tovább folytatódik a munkaerőpiaci kondíciók lazulása.

A régióban a cseh jegybank szeptemberben és novemberben 25-25 bázispontos kamatlétszámítását hajtott végre, ezzel 4 százalékra mérsékelte az alapkamatot. A lengyel és a román jegybank nem változtatott a kamatlétszámításokon, a lengyel jegybank 5,75 százalékon, míg a román jegybank 6,50 százalékon tartotta az irányadó rátát az elmúlt negyedév során.

Az elmúlt negyedévben a változókéony és összességében romló globális befektetői hangulatot elsősorban az amerikai elnökválasztás gazdaságpolitikai következményei, az ukrajnai és közel-keleti konfliktushoz kötődő geopolitikai kockázatok, valamint a meghatározó jegybankok kamatlétszámításával kapcsolatos várakozások befolyásolták.

A november eleji amerikai elnökválasztást megelőző időszakban a globális befektetői hangulat romlott a növekvő bizonytalansággal párhuzamosan. A volatilitás emelkedése elsősorban a kötvénypiacokat érintette, de a devizaárfolyamok és a fejlett piaci tőzsdeindexek ingadozása is megnőtt. Az amerikai választásokat követően az eszközárak alakulásában

leginkább a globális kereskedelmi viták erősödése, valamint a geopolitikai konfliktusokhoz és néhány európai ország belpolitikai folyamataihoz köthető kockázatok játszottak szerepet. A dollár erősödésével párhuzamosan a fejlett tőzsdéken jellemzően nagyobb emelkedés történt a feltörekvő régiókban tapasztaltnál képest. A feltörekvő piaci devizák átlagosan gyengültek az elmúlt negyedévben.

A kamatpályákra vonatkozó piaci várakozások eltérően alakultak az USA-ban és Európában. Az Egyesült Államokból érkező kedvező makrogazdasági adatok hatására a Fed-től várt kamatpálya feljebb tolódott, míg az EKB esetében a kedvezőtlen beérkező makrogazdasági adatok mellett lejjebb kerültek a kamatvárakozások. Az amerikai 10 éves hozam 4,24 százaléka nőtt, miközben a német hozam 2,12 százalékra mérséklődött. A régiós hosszú hozamok 10–40 bázisponttal emelkedtek. Az elmúlt negyedév során a dollár számottevően erősödött a fejlett piaci devizákkal szemben: az euróval szemben 6 százalékkal, a svájci frankkal szemben 4,3 százalékkal, míg a japán jennel szemben 7,1 százalékkal értékelődött fel.

Az európai gázárak jelentősen, éves csúcspontra emelkedtek az elmúlt negyedévben, elsősorban a geopolitikai konfliktusok által vezérelt, az ellátásbiztonságot övező kockázatok fokozódása miatt. A geopolitikai konfliktusok átmeneti felerősödése az olaj hordónkénti árát is ideiglenesen emelte, azonban a libanoni tűzszüneti megállapodás, valamint a kereslet további gyengülésével kapcsolatos várakozások hatására összességében folytatódott a csökkenés az elmúlt negyedévben.

Az elmúlt negyedév során a forint a régiós devizáktól elszakadva számottevően gyengült. Az állampapírhozamok és a bankközi hozamok emelkedtek a negyedév során.

A forint a szeptemberi kamatdöntést követően az amerikai választások felé közeledve – a régiós devizákkal többnyire összhangban – gyengült az euróval szemben. November elejétől a dollár gyorsuló ütemben erősödött az euróval szemben, ami a hazai kockázati tényezők felerősödésével együtt a forint árfolyamát a régiós devizákhoz képest nagyobb mértékben gyengítette. Az állampapírpiaci hozamgörbe rövid szakasza átlagosan 15 bázisponttal mérséklődött, míg a hosszú szakasz 15 bázisponttal tolódott feljebb. A rövid lejáratú bankközi kamatok átlagosan szintén 15 bázisponttal kerültek feljebb, miután a hangulatromlás következtében a korábban várt további kamatcsökkentések kiárazódtak a közeljövőre nézve.

Az elmúlt negyedév során három hitelminősítői felülvizsgálat történt. Az S&P hazánk aktuális, befektetésre ajánlott kategóriához tartozó stabil kilátásán nem változtatott, a Moody's negatívra módosította azt, míg a Fitch Ratings az érvényben lévő negatív kilátást stabilra javította. A hitelminősítők értékelésében kiemelt szerepet kapott a makrogazdasági fundamentumok mellett a fiskális és monetáris politikai kilátások megítélése.

Magyarországon az infláció októberben 3,2 százalék volt, míg novemberben a fogyasztói árak éves összevetésben 3,7 százalékkal emelkedtek. Éves átlagban az infláció idén 3,6–3,7 százalék között, 2025-ben 3,3–4,1 százalék között, 2026-ban és 2027-ben pedig 2,5–3,5 százalék között alakulhat.

2024 novemberében az infláció 3,7 százalékra emelkedett, miközben a maginfláció 4,4 százalékra mérséklődött. A fogyasztói ár-index emelkedését főként az üzemanyagok gyorsuló árdinamikája okozta. A maginfláció csökkenését a piaci szolgáltatások árainak folytatódó, magas szintről történő dezinflációja magyarázta. A novemberi átárzások mértéke az iparcikkek esetében elmaradt a historikus átlagtól, míg a piaci szolgáltatások és az élelmiszerek esetében meghaladta azt. A lakossági inflációs várakozásokat jellemző csökkenő trend augusztus óta megtorpant, novemberben a régiós országokhoz hasonlóan hazánkban is emelkedtek az inflációs várakozások.

Az infláció 2025 januárjáig átmenetileg tovább emelkedik, és a jegybanki toleranciasáv felett alakulhat. A dezinflációs trend ezt követően az első negyedév során újraindul. Jövőre az infláció az év nagyobb részében a toleranciasávon belül alakul, majd 2026 elején tér vissza tartósan a 3 százalékos jegybanki célra. Az árdinamika lassulását az MNB korábbi várakozásainál visszafogottabb alapfolyamatok, valamint a mérsékeltebb jövő évi visszatekintő átárzások támogatják. Az elmúlt hónapok árfolyamleértékelődése, valamint a jövedéki adórendszert érintő változások lassítják a dezinflációs folyamatot a jövő évben. Az alapfolyamatokat megragadó maginfláció az elkövetkező hónapokban a jelenlegihez hasonló, 4,5 százalék körüli szinten marad, majd 2025 tavaszától mérséklődni kezd, és az év második felében 3 százalék körül alakul. Az MNB előrejelzése szerint éves átlagban idén 3,6–3,7 százalék közötti infláció várható, míg 2025-ben 3,3–4,1 százalék között, 2026-ban és 2027-ben pedig 2,5–3,5 százalék között alakul. Az MNB 2025-re vonatkozó prognózisa emelkedett a szeptemberi inflációs előrejelzéshez képest. Az elmozdulást az elmúlt időszak árfolyamváltozásának fogyasztói árakba való begyűrzése, az emelkedő élelmiszeralapanyag-árak és a 2025. januártól esedékes jövedékiadó-emelés magyarázzák, amelyek hatásait

részben ellensúlyozzák a mérsékeltebb inflációs alapfolyamatok. Az inflációs várakozások horgonyozottsága, a pénzügyi piaci stabilitás fenntartása és a fegyelmezett monetáris politika elengedhetetlen ahhoz, hogy a fogyasztóiár-index tartósan visszatérjen a jegybanki célra.

2024 harmadik negyedévében mérséklődött a hazai gazdaság teljesítménye. Az idei év egészében így visszafogott maradhat a bővülés, amit főként a háztartások fogyasztása támogat. A magyar gazdaság 2024-ben várhatóan 0,3–0,7 százalékkal növekedik, míg 2025-ben 2,6–3,6 százalékkal, 2026-ban 3,5–4,5 százalékkal és 2027-ben 2,5–3,5 százalékkal bővül.

2024 harmadik negyedévében a magyar gazdaság éves alapon 0,8 százalékkal, negyedéves alapon 0,7 százalékkal esett vissza. A gazdaság lassulásának hátterében az ipar, az építőipar és a mezőgazdaság teljesítményének csökkenése állt, míg a szolgáltatások növekedési hozzájárulása pozitív volt. A fogyasztás bővülése az emelkedő reálbérekkel összhangban folytatódott. A háztartások fogyasztása a harmadik negyedévben 4,5 százalékkal nőtt éves összehasonlításban, így 2,0 százalékponttal támogatta a GDP emelkedését. A beruházások jelentős mértékű csökkenése 4,0 százalékponttal fékezte a gazdasági növekedést. A belföldre és az exportpiacra termelő ágazatokban, valamint az állami és ahhoz közvetlen kapcsolódó ágazatokban is visszaestek a beruházások, amit a lakossági beruházások bővülése csak részben ellensúlyozott. Az export 1,9 százalékos és az import 0,9 százalékos csökkenése mellett a nettó export 0,9 százalékponttal fogta vissza a növekedést a harmadik negyedévben. A munkaerőpiac feszessége enyhült az elmúlt negyedévekben. A foglalkoztatottak száma a szeptemberi csökkenést követően októberben stabilizálódott, így továbbra is magas szinten, 4,7 millió főn áll. A munkanélküliségi ráta változatlanul alacsonyan, 4,5 százalékon alakult.

A 2024 során fokozatosan bővülő fogyasztás előretékelve a növekedés motorja lehet, amit az emelkedő reálbérek mellett a munkáshitel program elindítása és a családi adókedvezmény emelése is támogat. Ugyanakkor a beruházások volumene az idei évben nagymértékben csökken, ami visszafogja a 2024-es gazdasági növekedést. Ezt főként az állami és vállalati beruházások mérséklődése magyarázza, amelyet nem tud ellensúlyozni a lakossági beruházások enyhe növekedése. A felmérések alapján a vállalatok fejlesztéseit továbbra is az infláció hosszú árnyéka, a kereslet hiánya és a bizonytalanság akadályozza. A vállalati szféra elhalasztott beruházásainak részleges pótlása a kereslet tartós javulásával párhuzamosan 2025-ben kezdődik meg. A mérsékelt európai konjunktúra rövid távon továbbra is visszafogja a hazai kivitelt. Ugyanakkor a folyamatban lévő és az újonnan bejelentett jelentős kapacitásbővítő külföldi közvetlentőke-beruházások 2025 közepétől élénkítik az exportot, amivel párhuzamosan hazánk exportpiaci részesedése is emelkedik. A magyar gazdaság 2024-ben várhatóan 0,3–0,7 százalékkal növekedik, míg 2025-ben 2,6–3,6 százalékkal, 2026-ban 3,5–4,5 százalékkal és 2027-ben 2,5–3,5 százalékkal bővül.

A hazai hitelezési folyamatokat továbbra is kettősség jellemzi: a lakossági hitelpiac tovább élénkült, miközben a vállalatok hitelkereslete továbbra is alacsony.

2024 harmadik negyedévében a háztartási hitelállomány éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 1,6 százalékponttal gyorsulva 6,9 százalékot ért el. A hitelintézetek által a harmadik negyedévben szerződött lakáshitelek értéke 130 százalékkal bővült az előző év azonos időszakának alacsony bázisához képest, a személyi hitelek kibocsátása pedig 57 százalékkal volt magasabb. A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok a fedezetlen hiteleknél változatlan hitelkeresletre számítanak, a lakáshitelezésben ugyanakkor élénkülő keresletet valószínűsítene a jelenlegi és a következő negyedévben. A háztartási hitelállomány éves növekedése 2024 végén mintegy 9 százalékot érhet el, 2025 végén pedig a lakossági hitelezést támogató reálgazdasági fundamentumok és a munkáshitel program elindulása következtében 14 százalék körül tetőzhet a dinamika.

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállományának éves növekedési üteme az előző negyedévhez képest 0,1 százalékponttal gyorsult, így 3,8 százalékot ért el 2024 harmadik negyedévének végén. Ugyanakkor a mikro-, kis- és középvállalkozások hitelállománya stagnált éves összehasonlításban. A harmadik negyedévben az újonnan szerződött – nem folyószámla jellegű – vállalati hitelek értéke 19 százalékkal volt alacsonyabb az egy évvel korábbi szintnél. A hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok a harmadik negyedévben a kereslet mérséklődését érzékelték, előretékelve pedig 2024 negyedik és 2025 első negyedévében is változatlan keresletre számítanak. A beruházások visszaesése és a bizonytalan növekedési kilátások miatt a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2024. év végén 3 százalékot érhet

el, míg a 2025. év második felétől 8–9 százalék körüli szinten stabilizálódhat a konjunktúra élénkülésével, a Demján Sándor Program elindulásával és a bizonytalanság oldódásával párhuzamosan.

A folyó fizetési mérleg többlete tovább emelkedik.

A külső egyensúly javulása 2024-ben is folytatódik. A folyó fizetési mérleg többletének idei növekedése döntően a kedvezőbb külkereskedelmi egyenleggel magyarázható. Ennek hátterében részben a kismértékben tovább javuló cserearány, valamint a csökkenő beruházások következtében mérséklődő import hatására növekvő áruegyenleg-többlet áll. A normalizálódó külső kereslet mellett a meglévő kapacitások nagyobb kihasználásával, illetve a folyamatban lévő beruházások termelésbe állásával emelkedő exportpiaci részesedés várhatóan a külső pozíció tartós többletét eredményezi az előrejelzési horizonton. A szolgáltatásegyenleg többlete az elkövetkező években a GDP 5 százaléka felett stabilizálódik. Mindezek hatására a folyó fizetési mérleg többlete 2024-ben várhatóan a GDP 1,5–2,7 százaléka, 2025-ben 1,0–2,4 százaléka, 2026-ban 1,5–3,1 százaléka, 2027-ben pedig 1,8–3,6 százaléka között alakulhat.

A költségvetési hiány az MNB előrejelzése szerint a GDP arányában 2024-ben 4,4–4,8 százalék, míg 2025-ben 3,4–4,2 százalék lesz. Ezt követően a deficit 2026-ban 2,8–3,8 százalék, 2027-ben pedig 2,2–3,2 százalék között alakulhat. Az egyenleg 2024. évi javulásának hátterében az energiaárak stabilizálódása következtében csökkenő energiakiadások és az állami beruházások visszafogása álltak. A benyújtott 2025. évi költségvetési törvényjavaslat megerősítette a 3,7 százalékos hiánycélt, amelynek elérését leginkább az állami kamatkidadások érdemi csökkenése, valamint a bevételnövelő adóintézkedések segítik elő. Az MNB előrejelzése szerint a kamatkidadások nélkül számított elsődleges egyenleg a teljes horizonton egyensúly közelében lesz. Az államadósság 2024. évi csökkenését a magas pénzforgalmi hiány mellett a visszafogott gazdasági bővülés és a devizaadósság átértékelődése is jelentősen nehezíti, ugyanakkor az MNB várakozása szerint a hiány fokozatos mérséklődésével az előrejelzési horizont végére 70 százalék alá csökken a GDP-arányos adósságráta.

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

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. Az elhúzódóan gyenge európai konjunktúrát feltételező forgatókönyv megvalósulása esetén az alappályához képest alacsonyabban alakulhat mind a gazdasági növekedés, mind az infláció. A kereskedelempolitikai feszültségek fokozódását valószínűsítő forgatókönyv az alappályánál magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával áll összhangban. A feltörekvő gazdaságokból történő tőkekiáramlást feltételező kockázati forgatókönyv szintén magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztens. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív szcenárióként a fogyasztás gyorsabb helyreállításával, a beruházások lassabb növekedésével és a termelékenység és energiahatékonyság gyorsabb javulásával számoló pályákat tárgyalta.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

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

	2023	2024	2025	2026	2027
	Tény	Előrejelzés			
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció	18,2	4,6 - 4,7	3,2 - 3,8	2,6 - 3,2	2,6 - 3,2
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	18,1	4,6 - 4,7	3,0 - 3,6	2,6 - 3,2	2,6 - 3,2
Infláció	17,6	3,6 - 3,7	3,3 - 4,1	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Gazdasági növekedés					
Háztartások fogyasztási kiadása	-1,9	3,9 - 4,1	4,3 - 5,1	3,5 - 4,5	2,7 - 3,7
Közösségi végső fogyasztás ¹	4,1	(-0,1) - 0,1	(-0,1) - 0,7	0,0 - 1,0	(-0,1) - 0,9
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-7,8	(-12,3) - (-11,7)	3,5 - 6,5	2,6 - 5,4	1,5 - 4,5
Belföldi felhasználás	-5,6	(-0,5) - 0,1	2,8 - 4,6	2,0 - 3,6	1,7 - 2,9
Export	1,5	(-2,4) - (-1,8)	3,6 - 5,6	6,1 - 7,9	5,1 - 6,9
Import	-3,8	(-3,3) - (-2,7)	4,4 - 6,6	4,9 - 6,9	4,4 - 6,4
GDP	-0,9	0,3 - 0,7	2,6 - 3,6	3,5 - 4,5	2,5 - 3,5
Munkatermelékenység ²	-1,1	0,3 - 0,5	2,7 - 3,7	2,9 - 4,3	2,1 - 3,5
Külső egyensúly³					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	0,7	1,5 - 2,7	1,0 - 2,4	1,5 - 3,1	1,8 - 3,6
Külső finanszírozási képesség	1,7	2,2 - 3,4	2,6 - 4,0	3,3 - 4,9	3,0 - 4,8
Államháztartás³					
ESA-egyenleg	-6,7	(-4,8) - (-4,4)	(-4,2) - (-3,4)	(-3,8) - (-2,8)	(-3,2) - (-2,2)
Munkaerőpiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	14,3	12,9 - 13,1	8,6 - 9,6	10,0 - 11,2	6,7 - 8,0
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	0,6	0,0 - 0,1	(-0,3) - 0,1	0,1 - 0,8	(-0,2) - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	16,3	11,6 - 11,8	8,5 - 9,5	8,5 - 9,7	8,8 - 10,0
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,0	(-0,1) - 0,0	(-0,1) - 0,3	0,3 - 0,8	0,0 - 0,5
Munkanélküliségi ráta	4,1	4,5 - 4,6	4,1 - 4,3	3,2 - 3,8	2,9 - 3,9
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	17,7	12,6 - 12,9	8,0 - 9,4	4,5 - 6,2	4,6 - 6,3
Lakossági reáljövedelem ⁵	0,2	4,7 - 4,9	3,7 - 4,4	4,1 - 5,1	2,6 - 3,6

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

² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

³ A GDP arányában.

⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

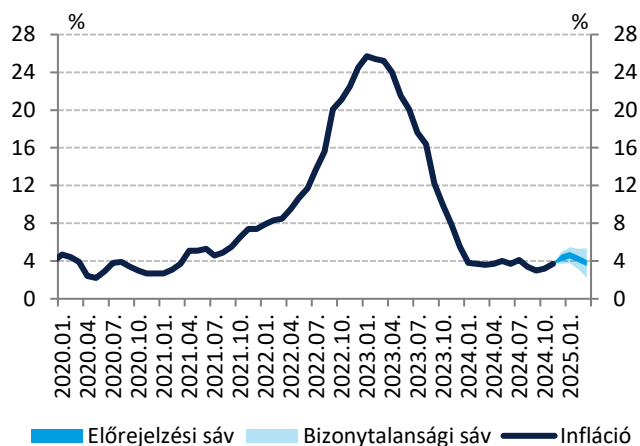
⁵ MNB-beccsés.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Novemberben a fogyasztói árak éves összevetésben 3,7 százalékkal nőttek. Az infláció 2025 januárjáig tovább emelkedik, és a jegybanki toleranciasáv felett alakulhat. A dezinflációs trend ezt követően az első negyedév során újraindul. Jövőre az infláció az év nagyobb részében a toleranciasávon belül alakul, majd 2026 elején tér vissza tartósan a 3 százalékos jegybanki célra. Az árdinamika lassulását az MNB korábbi várakozásainál visszafogottabb alapfolyamatok, valamint a mérsékeltebb jövő évi visszatekintő átárzások támogatják. Az elmúlt hónapok árfolyamleértékelődése, valamint a jövedéki adórendszert érintő változások lassítják a dezinflációs folyamatot a jövő évben. Az alapfolyamatokat megragadó maginfláció az elkövetkező hónapokban a jelenlegihez hasonló, 4,5 százalék körüli szinten marad, majd 2025 tavaszától mérséklődni kezd, és az év második felében 3 százalék körül alakul. Az infláció az idei év során 3,6–3,7 százalék között, 2025-ben 3,3–4,1 százalék között, 2026-ban és 2027-ben 2,5–3,5 százalék között alakulhat éves átlagban. Az adósúrt maginfláció 2024-ben 4,6–4,7 százalék között, 2025-ben 3,0–3,6 százalék között, míg 2026-ban és 2027-ben a 2,6–3,2 százalék között alakulhat.

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



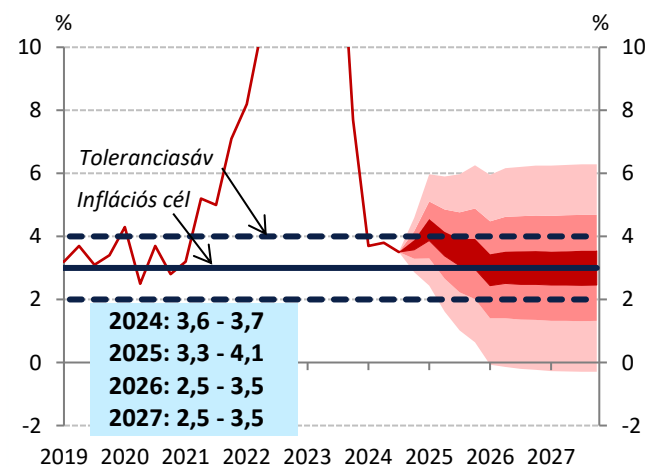
Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv az előrejelzési sáv körüli bizonytalanságot mutatja a korábbi évek előrejelzési hibájának szórásainak figyelembevételével.

Forrás: KSH, MNB

Az infláció 2025 januárjáig átmenetileg tovább emelkedik, és a jegybanki toleranciasáv felett alakulhat. A dezinflációs trend ezt követően az első negyedév során újraindul (1-1. ábra). Az alapfolyamatokat megragadó maginfláció az elkövetkező hónapokban a jelenlegihez hasonló, 4,5 százalék körüli szinten marad.

Jövőre az infláció az év nagyobb részében a toleranciasávon belül alakul, majd 2026 elején tér vissza tartósan a 3 százalékos jegybanki célra. Az MNB 2025-re vonatkozó prognózisa emelkedett a szeptemberi inflációs előrejelzéshez képest. Az elmozdulást az elmúlt időszak árfolyamváltozásának fogyasztói árakba való begyűrűzése, az emelkedő élelmiszer-alapanyag-árak és a 2025. januártól esedékes jövedékiadó-emelés magyarázzák, amelyek hatásait részben ellensúlyozzák a mérsékeltebb inflációs alapfolyamatok. Az infláció 2024-ben 3,6–3,7 százalék között, 2025-ben 3,3–4,1 százalék között, 2026-ban és 2027-ben 2,5–3,5 százalék között alakulhat éves átlagban (1-2. ábra).

1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



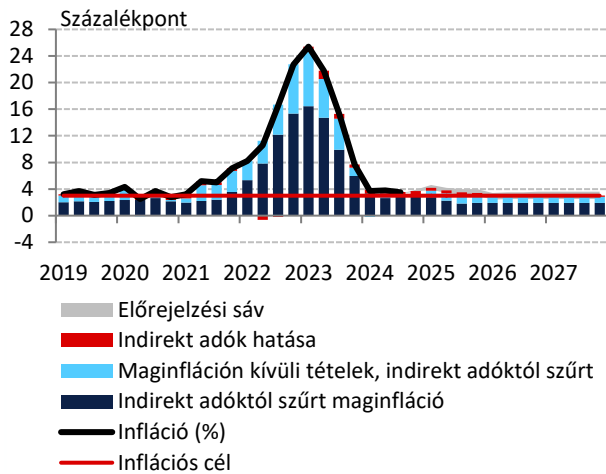
Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

Előrejelzésünk szerint az alapfolyamatokat megragadó indirekt adóktól szűrt maginfláció 2024-ben 4,6–4,7 százalék között, 2025-ben 3,0–3,6 százalék között, míg 2026-ban és 2027-ben 2,6–3,2 százalék között alakulhat. A jövő évi adósúrt maginflációra vonatkozó előrejelzésünket a szeptemberi prognózishoz képest nem változtattuk. Az őszi hónapokban a korábbi prognózisunknál kedvezőbben alakult a piaci szolgáltatások és az iparcikkek árdinamikája. Ez rövid távon mérsékeltebb maginflációt eredményez, aminek hatását a jövő év folyamán azonban várhatóan fokozatosan ellensúlyozza az elmúlt időszak forintárfolyamgyengülésének várható begyűrűzése.

Az élelmiszerek utóbbi hónapokban tapasztalt magasabb árváltozását az éves alapon ismét emelkedő globális élelmiszer-alapanyagárak okozzák. A magasabb átárzások

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	2027
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		4,6 - 4,7	3,0 - 3,6	2,6 - 3,2	2,6 - 3,2
Maginfláció		4,6 - 4,7	3,2 - 3,8	2,6 - 3,2	2,6 - 3,2
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	1,6	7,8	5,0	4,5
	Járműüzemanyag és piaci energia	0,0	3,6	2,8	3,5
	Szabályozott árú termékek	2,5	1,4	1,8	1,8
	Alkohol, dohány	4,4	5,1	3,9	3,9
Infláció	3,6 - 3,7	3,3 - 4,1	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5	

Megjegyzés: Százalék. A táblázat az előrejelzésünk sávközepe alapján készült.

Forrás: MNB

következtében a feldolgozatlan élelmiszerek inflációjának emelkedése a jövő év első felében is folytatódik. A termékkör esetében az idei évben 1,6 százalékos körüli, míg a jövő évben 7,8, 2026-ban 5,0, 2027-ben pedig 4,5 százalékos áremelkedést prognosztizálunk.

A járműüzemanyag és piaci energia termékkör ára éves átlagban idén változatlanul alakulhat, majd jövőre 3,6, 2026-ban 2,8, 2027-ben pedig 3,5 százalékkal emelkedhet (1-1. táblázat). A szeptemberihez képest magasabb üzemanyagár-előrejelzést a jövedéki adó emelése magyarázza. 2025-től inflációkövető jövedékiadó-emelés kerül bevezetésre, mely az üzemanyagok mellett az alkohol és dohány termékköröket is érinti. A dollárban kifejezett világpiaci olajárakra vonatkozó feltevésünk enyhén csökkent a szeptemberi fordulóhoz képest, de ezt a hazai benzinárak szintjén ellensúlyozta a forintárfolyam szeptember óta megfigyelt változása. A Brent kőolaj világpiaci jegyzésében jelentős ingadozásokat figyelhettünk meg, októberben 70–82 dollár/hordó árszint körül alakult a jegyzés, majd ezt követően novemberben 70–75 dollár között stabilizálódott. A világpiaci olajárak elmúlt hónapokban tapasztalt megnövekedett változékonysága bizonytalanságot hordoz az üzemanyagár előrejelzésünkre nézve. Az európai gáz- és áramárak továbbra is az orosz-ukrán háború előtti szint alatt tartózkodnak, a gáz világpiaci ára 40–50 euró/MWh között alakul. A szabályozott árú termékek és szolgáltatások ára 2024-ben előrejelzésünk szerint átlagosan 2,5 százalékkal emelkedik. Prognózisunkban azzal a technikai feltevéssel élünk, 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		2027 Aktuális	Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális		2024	2025	2026
EURUSD	1,09	1,08	1,11	1,05	1,11	1,05	1,05	-0,9%	-5,0%	-5,0%
Olajár (USD/hordó)	79,7	79,8	71,8	70,3	71,2	68,9	68,8	0,1%	-2,1%	-3,2%
Olajár (EUR/hordó)	73,1	73,7	64,9	66,8	64,3	65,5	65,4	0,9%	3,1%	1,9%
Gázár (EUR/MWh)	33,4	34,8	38,5	44,0	38,8	35,7	34,1	4,1%	14,4%	-8,0%
Eurozóna inflációja (%)	2,5	2,4	2,2	2,1	1,9	1,9	2,1	-0,1 szp.	-0,1 szp.	0,0 szp.
Eurozóna növekedése (%)	0,8	0,7	1,3	1,1	1,5	1,4	1,3	-0,1 szp.	-0,2 szp.	-0,1 szp.
Felvevőpiacaink növekedése* (%)	1,2 - 1,8	1,2 - 1,6	1,5 - 2,2	1,5 - 2,2	1,3 - 2,2	1,3 - 2,2	1,4 - 2,3	-0,1 szp.	0,0 szp.	0,0 szp.

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

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

A külső keresletre vonatkozó feltevéseink nem változtak érdemben az előrejelzési horizonton. A harmadik negyedévben az Európai Unió gazdasága visszafogott mértékben, 1,0 százalékkal bővült éves bázison, míg 0,4 százalékkal a második negyedévhez képest. Az USA-ban és Kínában enyhén lassult, de továbbra is élénk maradt a GDP bővülése. Az Egyesült Államok gazdasága éves bázison 2,7, míg negyedéves alapon 0,7 százalékkal bővült. Kínában 2024 harmadik negyedévében 4,6 százalékos növekedést regisztráltak, míg negyedéves alapon 0,9 százalékkal bővült a GDP. A külső konjunktúra alakulásának szempontjából kockázatot hordoznak a kedvezőtlen európai ipari termelési kilátások, valamint a folytatódó orosz-ukrán háború és a kiélezett geopolitikai helyzet, különös tekintettel a kereskedelmi feszültségekre. A konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom az EU gazdaságaiban tovább javult, de továbbra is alacsony szinten áll. Ezzel párhuzamosan az üzleti hangulat a szolgáltatások esetében stagnált, míg az iparban enyhén romlott. Az elmúlt hónapok tényadatai összességében a várakozásoknak megfeleltek, az idei évre vonatkozó globális és európai növekedési kilátások a szeptemberi előrejelzéshez képest nem változtak érdemben, így a külső keresleti feltevéseink sem változott az előrejelzési horizonton. Az EU meghatározó gazdaságaiban fennmaradhat a mérsékelt növekedési dinamika a jövő év első felében is.

Az EKB az idei évre és 2025-re is lefelé módosította inflációs és növekedési előrejelzését a szeptemberi előrejelzéséhez képest. Az EKB decemberi előrejelzése alapján az euroövezet inflációja idén 2,4 százalékon, 2025-ben 2,1, százalékon, 2026-ban 1,9 százalékon, 2027-ben pedig 2,1 százalékon alakulhat. A szeptemberi prognózishoz képest így 2024-re és 2025-re 0,1 százalékponttal alacsonyabb inflációt várnak az EKB szakértői. Az intézmény várakozásai szerint az eurozóna GDP-növekedése 2024-ben 0,1 százalékponttal lehet alacsonyabb a korábbi előrejelzéshez képest, így az idei évre 0,7 százalékos növekedési dinamikát prognosztizál az EKB. 2025-ben a szeptemberi előrejelzéshez képest 0,2 százalékponttal visszafogottabb növekedést várnak, a jövő évi növekedés 1,1 százalék lehet. 2026-ban 1,4 százalékkal, 2027-ben 1,3 százalékkal bővülhet az eurozóna gazdasági teljesítménye.

A Brent nyersolaj ára az őszi hónapokban fokozott volatilitás mellett alakult. A szeptember eleji hároméves mélypontot követően a geopolitikai konfliktusok időszakos felerősödése az olaj hordónkénti árát is ideiglenesen emelte. Azonban a libanoni tűzszüneti megállapodás, valamint a kereslet további gyengülésével kapcsolatos várakozások hatására összességében folytatódott a csökkenés az elmúlt negyedévben. A Brent hordónkénti ára jelenleg 70-75 dollár között ingadozik. Ugyanakkor rövid távon felfelé mutató kockázatot jelenthet, hogy az OPEC+ további három hónappal, 2025 második negyedévéig elhalasztja a nyersolaj-kitermelésükre korábban bevezetett termelés-csökkentési megállapodás feloldását. Emellett a geopolitikai konfliktusok továbbra is jelentős kockázatot hordozhatnak a világgazdasági olajár alakulásának tekintetében. A Brent és az orosz típusú Ural kőolaj közötti árkülönbség az elmúlt időszakban is fennmaradt.

A benzin és a gázolaj hazai ára nőtt az őszi hónapokban. 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 jelentős hatással van az üzemanyagárakra. A nyári hónapok csökkenő trendjét követően a benzin és a gázolaj piaci árban szeptember második felétől emelkedést regisztrálhattunk. A hazai benzinárak esetében az emelkedésben az árretek növekedése is szerepet játszhatott, míg a dollárban kifejezett olajárak csökkenését ellensúlyozta a forint-árfolyam szeptember óta bekövetkezett változása.

A globális gáz- és áramárak az elmúlt időszakban emelkedtek, de továbbra is az orosz-ukrán háború előtti szint alatt alakulnak. A földgáz hazai és európai beszerzési árának alakulása a holland TTF gáz jegyzésárát követi, amely 2022 augusztusában érte el historikus, 300 euró feletti csúcst. A földgáz árának 2022 decemberében indult tartós csökkenését követően jelenleg 40-50 euró/MWh körüli szinteken tartózkodik a holland TTF gáz jegyzésára. Az elmúlt hónapokban összességében enyhe növekedés jellemezte az európai gázárakat. Ennek hátterében a geopolitikai kockázatok növekedése, elsősorban az ukrajnai tranzitfolyamok alakulásával kapcsolatos bizonytalanságok, valamint az elmúlt évekhez képest hidegebb várható téli időjárás és az ezt eredményező növekvő energiakereslet állnak. A földgáztüzelésű erőműveken keresztül a gázárak változása az áram ára is hat. Az elektromos energia ára október és november során jelentősen nőtt, de azóta valamelyest konszolidálódott. A német Phelix típusú áramár 7 napos mozgóátlaga novemberben 125 euró körül alakult, amely így meghaladta a 2023-as évre jellemző átlagosan közel 100 eurót.

A költségvetés GDP-arányos hiánya 2024-ben a makrogazdasági folyamatok alakulásának függvényében 4,4-4,8 százalék, 2025-ben 3,4-4,2 százalék előrejelzésünkben. Ezt követően a deficit 2026-ban 2,8-3,8 százalék, 2027-ben pedig 2,2-3,2 százalék között alakulhat. A költségvetési hiány 2024. évi mérséklődését az energiaárak stabilizálódása következtében csökkenő energiakiadás és az állami beruházási kiadások visszafogása támogatják. A benyújtott 2025. évi költségvetési törvényjavaslat megerősítette a GDP-arányosan 3,7 százalékos hiánycélt, amelynek elérését legnagyobb mértékben az állami kamatkidadások érdemi csökkenése, valamint a bevételnövelő adóintézkedések támogatják, miközben a gazdaságélénkítő lépések önmagukban növelik a deficitet. Az államadósság 2024. évi csökkenését a magas pénzforgalmi hiány mellett a visszafogott gazdasági bővülés és a devizaadósság átértékelődése is jelentősen nehezítik, ugyanakkor várakozásunk szerint a hiány fokozatos mérséklődésével az előrejelzési horizont végére a GDP 70 százaléka alá csökkenhet az adósságráta.

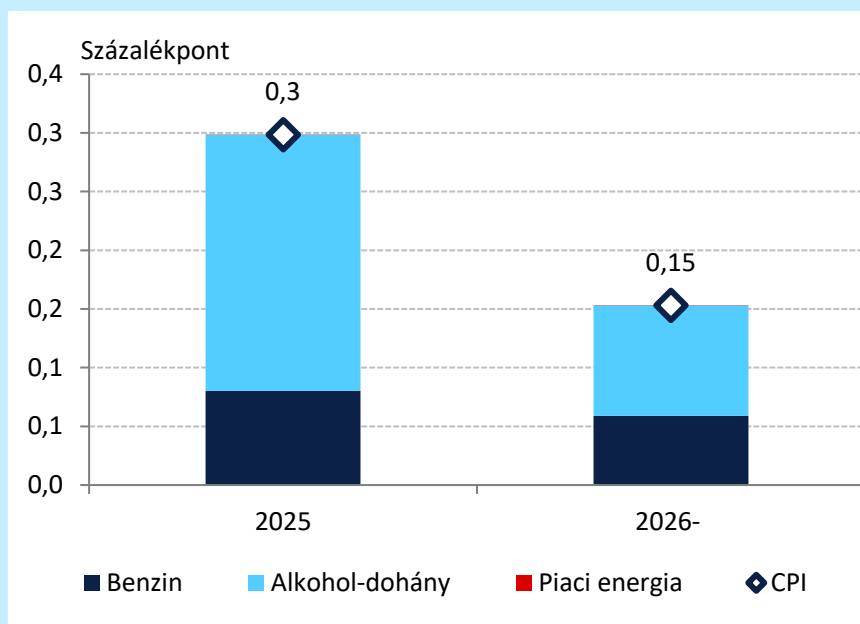
Az uniós források elérhetőségének korlátozása továbbra is számottevő bizonytalanságot jelent a költségvetési folyamatok szempontjából. Hazánk összesen 12,2 milliárd euro értékben férhet hozzá a 2021-2027-es kohéziós keretrendszerhez, ugyanakkor továbbra sem érhető el a helyreállítási és kohéziós vissza nem térítendő támogatásokból összesen 16 milliárd euro, amelyek döntő része a Bizottság által meghatározott 27 szupermértékű előzetes teljesítéséhez kapcsolódik. A források korlátozásával állhat összefüggésben, hogy az első tizenegy havi költségvetési adatok alapján az uniós kifizetések és bevételek továbbra is érdemben elmaradnak az előirányzatok alapján várhatótól, ami a megelőlegezések és a forrásfelhasználás alacsony szintjére utal.

1-2. keretes írás: Az inflációkövető jövedékiadó emelés inflációs hatása

A benyújtott adótörvény-módosítások szerint 2025-ben egyes adónemek esetében bevezetésre kerül az inflációkövető adóemelés. 2025-től kezdődően minden évben az előző év júliusi éves bázisú infláció mértékével emelkedik a regisztrációs adó, a gépjárműadó, az átírási illeték, illetve az üzemanyagok és alkoholtermékek jövedéki adója. Ezen kívül 2025 elejétől egyszeri 8 százalékkal emelkedik a dohánytermékek jövedéki adója, és 20 százalékkal a cégautóadó, melyek esetében az inflációkövető éves adóemelés 2026 elejétől lép életbe.

Becsléseink szerint az újonnan bejelentett adóemelés 2025-ben 0,3, míg 2026-tól kezdődően minden évben 0,1-0,2 százalékponttal emelheti az áremelkedés ütemét (1-4. ábra). A fogyasztói árakra gyakorolt hatás lényegében a jövedékiadó-emelésekhez köthető, a többi adónem változása nem befolyásolja érdemben az inflációt. Az adóemelés 2026-ra és az azt követő évekre vonatkozó hatása a fentiekől eltérhet, ha a megelőző év júliusi inflációja érdemben eltér 3 százaléktól. Minden 2 százalékpontnyi eltérés 0,1 százalékponttal módosítja fogyasztói árakra gyakorolt hatást.

1-4. ábra: Az inflációkövető jövedékiadó emelés hatása az inflációra



Forrás: KSH, MNB-számítás

Korábban a jövedéki adó nem szabályszerűen évente, hanem eseti jelleggel emelkedett. 2010 óta a benzín jövedéki adója összesen egyszer, a gázolajé kétszer, az alkoholtermékeké háromszor nőtt nem átmeneti jelleggel. A dohánytermékek jövedékiadója ezzel szemben évente akár több alkalommal, összesen több mint 15 alkalommal nőtt 2010 óta.

Össességében a múltban is hasonló volt a jövedéki adó kulcsainak és az inflációnak a növekedési üteme. 2010 óta a jövedéki adó kulcsa az összes érintett termékkört figyelembe véve 93,4 százalékkal nőtt, míg a fogyasztói árak ez idő alatt összesen 88,5 százalékkal emelkedtek. Ezen belül a dohánytermékek jövedéki adójának kulcsa 258 százalékkal emelkedett. Az üzemanyagok esetében 31,6, míg az alkoholtermékek esetében 46,6 százalékkal nőtt a jövedéki adó mértéke. A jövedékiadó-emelések mértéke kizárólag a dohánytermékek esetében haladta meg az inflációt, míg az üzemanyagok és az alkoholtermékek esetében számottevően alacsonyabban alakult annál.

Az Európai Unió szabályai és az árfolyam leértékelődése is hozzájárult, hogy a múltban a jövedéki adó emelése meghaladta az inflációt. Az EU-s szabályozásnak való megfelelés a jövedékiadó-emelkedések közel felét magyarázza (40,7 százalékpont). Magyarországra ugyanis 2017 eleje óta érvényes az az EU-s jogszabály, amely előírja a jövedéki adó minimum szintjét az egyes tételekre. Az adó minimális mértéke euróban van meghatározva, ezért az árfolyam gyengülése esetén a forintban meghatározott adómérték emelésére van szükség a szabályok betartása érdekében. Az alkoholok és üzemanyagok esetében hazánk mindig teljesítette a minimálisan elvárt adó mértékét, ugyanakkor a dohánytermékek esetében 2017 és 2020 között folyamatos, átlagosan 10 százalékos volt az elmaradás.

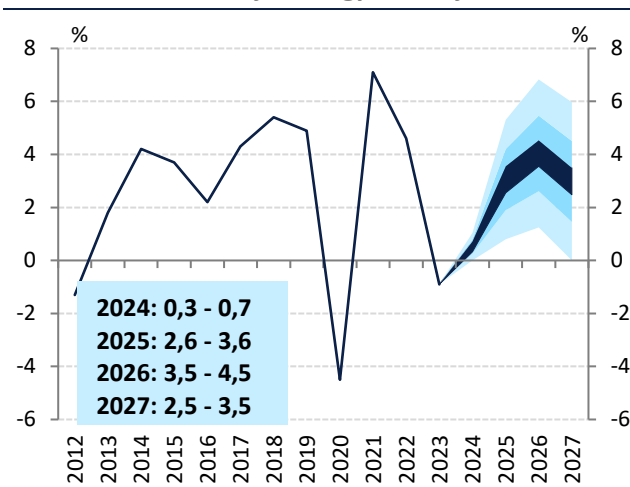
A jövedéki adó visszatekintő emelése növeli a kiszámíthatóságot, de magas infláció után lassítja az infláció mérséklődését. Mint minden visszatekintő árazás, ez az intézkedés is visszafogja az infláció hirtelen emelkedését, de lassítja a dezinflációt.

Az intézkedés a jövedéki adó év eleji emelését az előző júliusi inflációhoz köti. Visszatekintve, a júliusi inflációs adatok nem tértek el egyoldalúan az éves átlagoktól. Érezhető eltérés 2010–2011-ben és 2022-ben volt, amikor az éves átlaggal szembeni különbség megközelítette vagy enyhén meghaladta a 0,8 százalékpontot.

1.2. Reál gazdasági előrejelzésünk

Az idei évben visszafogott maradhat a GDP növekedés, így összességében 0,3–0,7 százalékkal bővílhet a magyar gazdaság. A bővülést főként a piaci szolgáltatások hozzáadott-értéke támogatja, míg az ipar, az építőipar és a nyár végi kedvezőtlen időjárási körülmények hatására a mezőgazdaság teljesítménye visszafogja azt. Várakozásaink szerint idén a felhasználás oldali tételek közül főként a háztartások fogyasztása, valamint a nettó export járulnak hozzá a GDP emelkedéséhez, míg a kedvezőtlen üzleti hangulat miatt jelentősen visszaeső beruházások visszafogják a konjunktúrát. A növekedés 2025 közepétől dinamizálódhat a külső konjunktúra helyreállításával és az újonnan kiépített ipari kapacitások termelőre fordulásával párhuzamosan, valamint egyes kormányzati intézkedések hatására. Az emelkedő reálbérek, a kedvező jövedelmi folyamatok, a bejelentett kormányzati intézkedések és az élénkülő lakossági hitelezés támogatják a fogyasztás emelkedését. A beruházási ráta nominális és reál értelemben is stabilizálódik 2025-től. A hazai ipari termelést és az exportot 2025 második felétől támogatja a külső konjunktúra, illetve a kiépülő jármű- és akkumulátorgyártó nagyberuházások termelésbe állása. Külpiaci részesedésünk növekedése 2026-ban dinamizálódhat. Előrejelzésünk szerint a GDP emelkedése 2025-ben 2,6–3,6 százalék, 2026-ban 3,5–4,5, majd 2027-ben 2,5–3,5 százalékos ütemben folytatódhat.

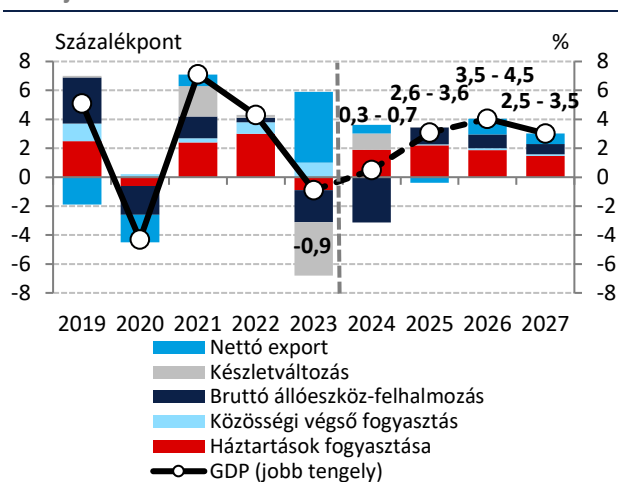
1-5. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-6. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése

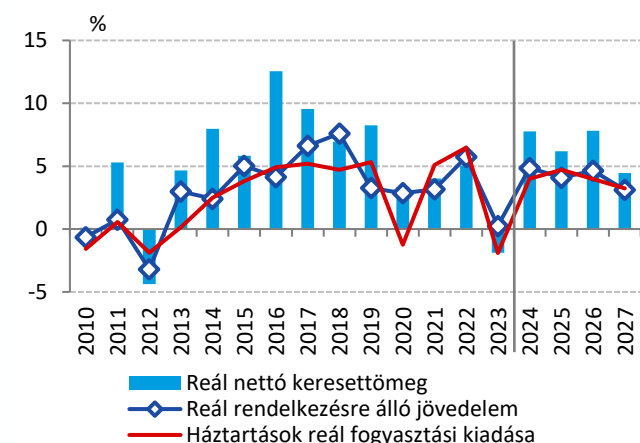


Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

Forrás: KSH, MNB

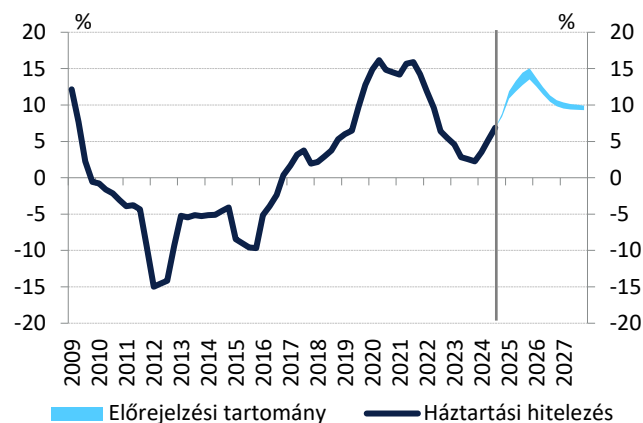
Az idei évben visszafogott maradhat a GDP növekedés, 0,3–0,7 százalékkal bővílhet a magyar gazdaság. A növekedés dinamizálódását 2025 során több tényező támogatja. 2024 harmadik negyedévében a hazai GDP az előző év azonos időszakához képest 0,8 százalékkal, a harmadik negyedévhez képest 0,7 százalékkal mérséklődött. A beérkező adat elmaradt a szeptemberi Inflációs jelentésben közölt várakozásunktól. A pozitív reálbérdinamika, valamint a kedvező lakossági jövedelmi folyamatok segítik a szolgáltatások iránti kereslet folytatódó bővülését. Az ipari termelést övező kedvezőtlen kilátások és az előretekintő indikátorok arra utalnak, hogy az ipari teljesítmény rövid távon visszafogott maradhat, fordulat a jövő év második felében várható. Legfőbb kereskedelmi partnerünk, Németország ipari termelésének javulását 2025 közepére várják a piaci elemzők, amely keresleti oldalról ösztönzi a hazai ipari folyamatokat (a két gazdaság kapcsolatát a 3-1. keretes írás mutatja be). A hazai ipari fordulatot egyedi tényezők is támogatják: egyes hazai gépjármű- és akkumulátorgyártó vállalatok nagyberuházásai befejeződnek, és a vállalatok 2025 során megkezdhetik a termelést (ld. részletesebben a 1-3. keretes írásunkban). Az építőipari folyamatok kettősséget mutatnak. A szerződésállomány, az új szerződések és a lakásépítési engedélyek érdemben növekedtek a harmadik negyedévben, ennek ellenére az építőipari hangulatindex továbbra is alacsony szinten tartózkodik. 2025 elejétől a gazdaságélénkítő programok, valamint célzott intézkedések (Vidéki Otthonfelújítási Program, kollégiumépítési program, munkáshitel, nyugdíjpénztári megtakarítások lakáscélú felhasználásának megteremtése) további impulzust adhatnak az építőiparnak, amely támogathatja a jövő évi gazdasági növekedést. A mezőgazdaság az idei évben összességében 0,3 százalékponttal foghatja vissza a növekedést az aszályos nyár miatt. **A GDP bővülése 2025-**

1-7. ábra: A nettó keresettömeg, a rendelkezésre álló jövedelem és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása reálértéken



Forrás: KSH, MNB

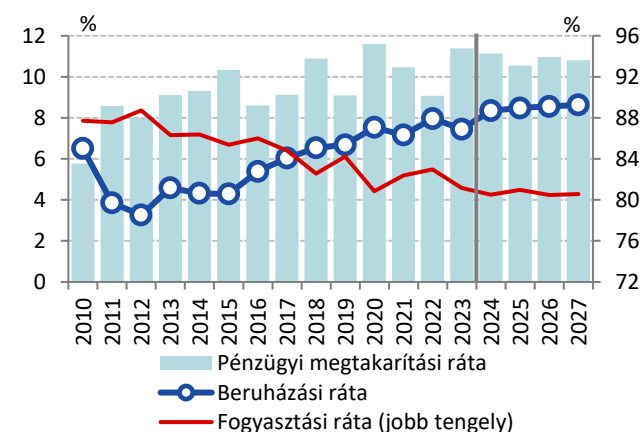
1-8. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése



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

Forrás: MNB

1-9. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB

ben 2,6–3,6 százalékkal, 2026-ban 3,5–4,5, majd 2027-ben 2,5–3,5 százalékkal alakulhat (1-5. és 1-6. ábra).

2024-ben a kedvező bérezési és jövedelmi folyamatok következtében a háztartási fogyasztás emelkedésére számítunk, ami 2025-re tovább gyorsulhat (1-7. ábra). Várakozásunk szerint idén a lakosság reálértékben vett rendelkezésre álló jövedelme 4,7–4,9 százalékkal bővül, ezzel összhangban a fogyasztás is 3,9–4,1 százalékos mértékben növekedhet. A szeptember vége óta bejelentett kormányzati intézkedések miatt a jövő évre vonatkozó lakossági fogyasztás előrejelzésünket megemeltük. A munkáshitel program, a babaváró hitel felvételi korhatárának kiterjesztése 35 évre és a családi adókedvezmény támogatják a háztartások fogyasztási és beruházási keresletének felfutását. A kormányzati programok mellett a korábbi időszakhoz képest várhatóan csökkenő állampapír-kamatok, illetve a lejáratok kapcsán esedékes kiáramló jövedelem is hozzájárulhatnak a fogyasztás bővüléséhez. A kormányzati intézkedések és a reáljövedelem emelkedése mellett a lakosság keresletét erősíti a háztartási hitelállomány várható növekedése. A lakáscélú és a fogyasztási hitelek esetében is a kereslet emelkedésére számítunk a stabilizálódó gazdasági környezet és az alacsonyabb infláció eredményeként (1-8. ábra). A munkáshitel jelenlegi becslésünk alapján 3,7 százalékponttal emelheti a jövő év végi háztartási hiteldinamikát, aminek következtében a háztartási hitelállomány növekedése 14 százalékos körüli lehet 2025-ben. A fogyasztás előrejelzésünk szerint 2025-ben 4,3–5,1, 2026-ban 3,5–4,5, 2027-ben pedig 2,7–3,7 százalékos mértékben nő.

2025-ben a háztartások jövedelemarányos megtakarítási rátája alacsonyabb szinten alakulhat az idei évhez képest, a fogyasztási és a beruházási ráta növekedését a jövő évre bejelentett kormányzati programok is támogatják. 2023-ban a bizonytalan gazdasági környezet és a magas infláció eredményeképpen a háztartások jelentős megtakarításokat halmoztak fel, miközben fogyasztási rátájuk visszaesett. Az idei évben a megtakarítási és fogyasztási ráta enyhén csökkenésére, illetve a beruházási ráta növekedésére számítunk. Előretekintve 2025-től a lakosság beruházási rátája 8–9 százalékos, megtakarítási rátája 10–11 százalékos közötti szinten stabilizálódik, fogyasztási rátája pedig 80 százalékos közelében tartózkodhat (1-9. ábra).

A beruházások idei jelentős visszaesését követően a beruházási ráta nominális és reál értelemben is stabilizálódik. Az alacsony kapacitáskihasználtság, a gyenge európai konjunktúra, a geopolitikai feszültségek, a továbbra is magas árszintek és az infláció hosszú árnyéka is a beruházások csökkenésének irányába mutatnak az idei

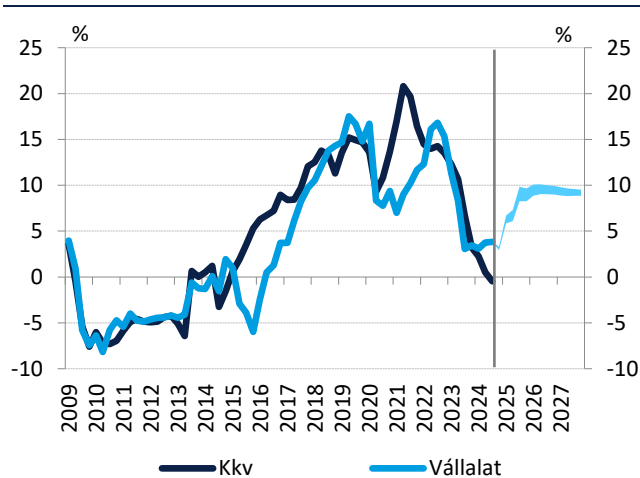
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása

	2023	2024	2025	2026	2027
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-7,8	-12,0	5,0	4,0	3,0
Állami beruházás	-2,7	-18,1	2,4	3,7	-8,0
Privát beruházás	-9,0	-10,5	5,5	4,1	5,3
Beruházási ráta	26,0	23,7	24,2	24,4	24,7
Reál beruházási ráta	24,6	21,5	21,9	21,9	21,9

Megjegyzés: Az értékek az előrejelzési sáv közepét jelölik. A bruttó állóeszköz-felhalmozás esetében éves változás szerepel, míg a beruházási ráta GDP arányos értéket mutat. A reál beruházási ráta 2021. évi árakon számolva.

Forrás: MNB

1-10. 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

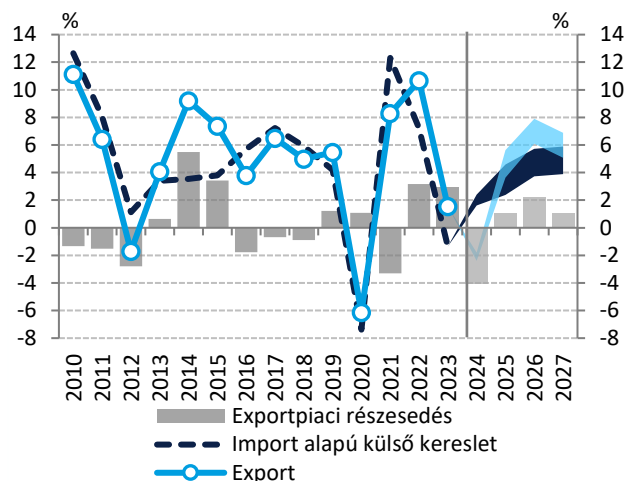
évben. Ennek következtében a vállalatok és az állam investíciói visszaestek, amit a lakossági beruházások bővülése csak részben ellensúlyozott. 2025-től elsősorban a magánszektor fejlesztéseinek köszönhetően újraindulhat a beruházások bővülése. A beruházási ráta nominális és reál értelemben is stabilizálódik (1-3. táblázat). A beruházások éves változása várakozásunk szerint 2024-ben (-12,3)–(-11,7), 2025-ben 3,5–6,5, 2026-ban 2,6–5,4, 2027-ben 1,5–4,5 százalékos lesz.

A vállalati hitelpiacok élénkülésével párhuzamosan 2025-től bővíthet a vállalati beruházások volumene, amit az államilag támogatott programok, a javuló vállalati bizalom és a helyreálló kereslet támogat. A hitelezési felmérés válaszai alapján a bankok a harmadik negyedévben a kereslet mérséklődését érzékelték, 2024 negyedik és 2025 első negyedévére előretekintve pedig a kereslet stagnálását valószínűsítik. Becslésünk szerint a vállalati hiteldinamika 2024 végén 3 százalékot érhet el, 2025 második felétől pedig 8–9 százalékos szinten stabilizálódhat az előrejelzési horizont végéig (1-10. ábra). A gyenge vállalati bizalom, az alacsony kapacitáskihasználtság és a visszafogott külső kereslet miatt a vállalatok investíciói visszaesnek 2024-ben. 2025-től az üzleti hangulat és a külső kereslet javulásával megindulhat az elhalasztott projektek részleges pótlása, és a horizont végéig emelkedhetnek a vállalati beruházások.

A lakossági beruházások bővülésére számítunk az előrejelzési horizonton. A hitelintézetek által 2024. harmadik negyedévben szerződött lakáshitelek értéke az előző év azonos időszaki alacsony bázishoz képest 130 százalékkal bővült, ami a lakásberuházások növekedésének irányába mutat. A jövő év elejétől a munkáshitel, az önkéntes nyugdíjpénztári megtakarítások lakáscélra való felhasználásának engedélyezése, illetve a Vidéki Otthonfelújítási Program szintén impulzust adhat a lakossági beruházásoknak. Előretekintve a lakosság jövedelmének enyhén növekvő hányadát fordítja beruházásokra. Az állami beruházások volumene az idei évben a kormányzati tervekkel összhangban jelentősen mérséklődik.

A hazai kivitel az európai konjunktúra helyreállásával és a jelentős ipari beruházások termelőre fordulásával párhuzamosan a jövő év második felétől tud érdemben bővülni. Az idei harmadik negyedévben az export 1,9 százalékkal visszaesett éves alapon. Az ipari termelés, valamint az ipari új külföldi rendelések alakulása az export további csökkenését vetítik előre az év utolsó negyedévében, így a kivitel összességében várhatóan 1,8–2,4 százalékkal mérséklődik az idei évben. 2025 elején visszafogja a kivitel helyreállását a beruházások továbbra is alacsony szintje, valamint a kedvezőtlen európai ipari

1-11. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Exportpiaci részesedés az előrejelzési sáv átlaga alapján.

Forrás: KSH, MNB

kilátások. A jövő év második felétől az elektromos autók gyártásához és akkumulátorgyártáshoz kapcsolódó beruházások termelőre fordulásával, valamint a külső keresletünk dinamizálódásával az árukivitelben erőteljes bővülést várunk. A bejövő adatokkal összhangban az idei, és a jövő évre vonatkozó előrejelzésünk is alacsonyabban alakul a szeptemberinél, a hazai export 2025-ben 3,6–5,6 százalékkal nőhet. 2026-ban 6,1–7,9 százalékos, 2027-ben pedig 5,1–6,9 százalékos bővülést várunk. Exportpiaci részesedésünk az idei évben várhatóan átmenetileg csökken. Külpiaci részesedésünk növekedése 2026-ban dinamizálódhat (1-11. ábra).

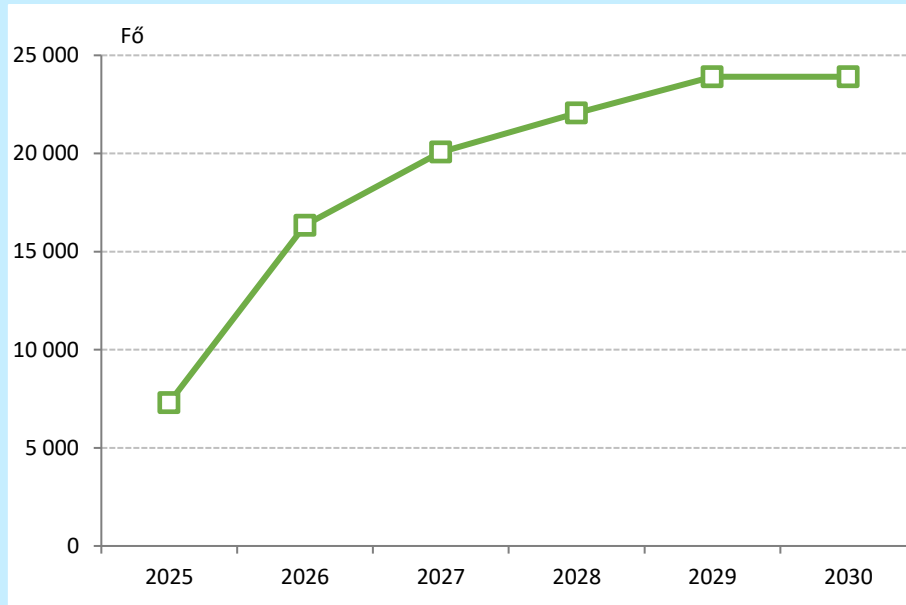
2024-ben a kivitel visszaesésével párhuzamosan az import csökkenésére számítunk. Az import 2024 harmadik negyedévében 0,9 százalékkal csökkent éves alapon, ami elsősorban a csökkenő exporthoz és beruházásokhoz köthető, míg a háztartások fogyasztása növelte a behozatalt. Az export és a beruházások jövő évtől bekövetkező helyreállításával 2025-ben az import 4,4–6,6 százalékos, 2026-ban 4,9–6,9 százalékos, 2027-ben pedig 4,4–6,4 százalékos bővülését várjuk.

1-3. keretes írás: A nagyberuházások termelésbe állásának hatása

2025-ben a tervek szerint három nagy külföldi közvetlentőke beruházás is megkezd termelését hazánkban. Az autóiipari beruházások közül a 2018-ban bejelentett debreceni BMW és a 2023-ban bejelentett szegedi BYD gyár, míg az akkumulátoripar területén a 2022-ben bejelentett debreceni CATL gyár kezdheti meg működését. A három gyár termelésének közvetlen és közvetett hatását vizsgáljuk a bruttó hazai termékre a foglalkoztatottak számából kiindulva.

A foglalkoztatottak száma fokozatosan emelkedhet a termelés felfutásával párhuzamosan (1-12. ábra). A foglalkoztatottak növekedését sajtóinformációk és a 2010-es években hazánkban megvalósult autóiipari nagyberuházás tényadatai alapján becsültük. 2025-ben 7,3 ezer fő közelében alakulhat a három gyárban összesen foglalkoztatottak száma, amely becslésünk szerint 2029-re éri el maximumát, mintegy 24 ezer főt.

1-12. ábra: A BMW, a BYD és a CATL által összesen foglalkoztatottak száma

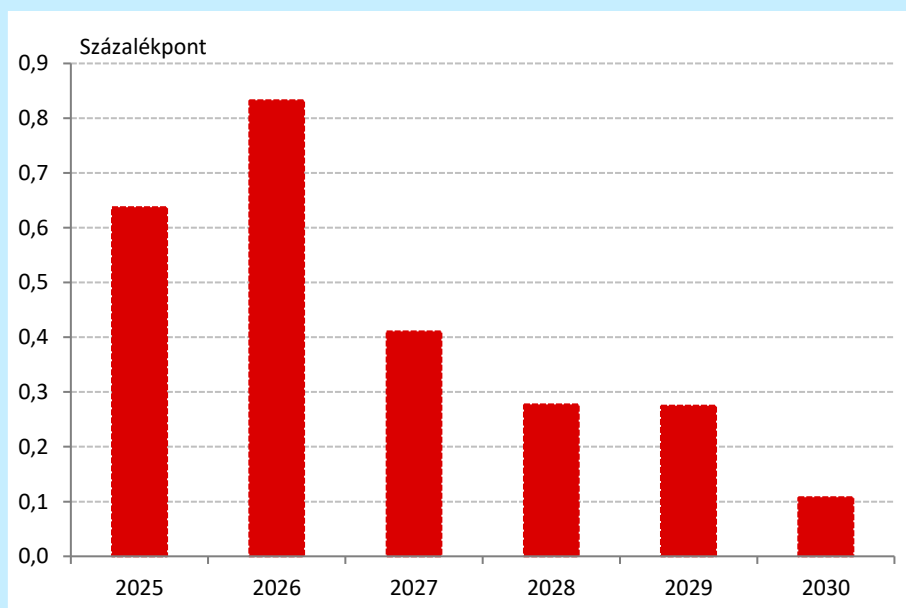


Forrás: Sajtóhírek, MNB

A termelés hozzáadott értékének számítása a bértömeg segítségével történt. A foglalkoztatottak számát megszorozva a becsült bruttó bérekkel a bértömeg adódik. A hazánkban már működő autóiipari és akkumulátoripari gyárak beszámolóí alapján kiszámolható a bértömeg és a hozzáadott érték hányadosa, amelyet felhasználva a BMW, a BYD és a CATL termelésének hozzáadott értéke is megbecsülhető. A közvetlenül előállított hozzáadott érték mellett az Ágazati Kapcsolatok Mérlegével (ÁKM) megbecsültük a beszállítókon keresztül előálló közvetett hozzáadott értéket is.

2026-ban mintegy 0,8 százalékponttal emelheti a GDP növekedését a három gyár termelése. A GDP növekedésre való hatás a termelés fokozatos bővülésének az évek közötti változásából adódik, így értéke eltér a GDP-n belüli aránytól. A három gyár 2025-ben 0,6, 2026-ban pedig 0,8 százalékponttal emelheti a GDP növekedési ütemét a közvetett hatásokat is figyelembe véve. Ugyanakkor, ahogy a gyárak termelése fokozatosan eléri a tervezett kapacitást, úgy a GDP növekedését befolyásoló hatásuk is egyre csökken 2026 után (1-13. ábra).

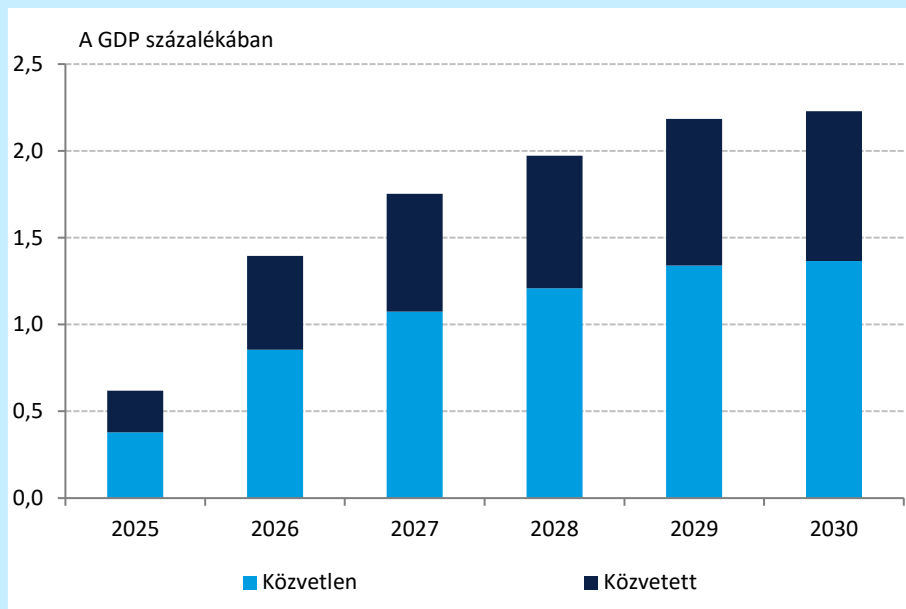
1-13. ábra: A BMW, a BYD és a CATL nagyberuházásainak hatása a GDP éves növekedésére



Forrás: Sajtóhírek, MNB

2030-ra több mint 2 százalékát teheti ki a GDP-nek az új gyárak hozzáadott értéke (1-14. ábra). 2025-ben a közvetlen hozzáadott érték 0,4, a közvetett 0,2 százalékát teheti ki a bruttó hazai terméknek a három gyárban összesen. Az évtized végéig folyamatosan emelkedik a GDP-n belüli arány a termelés felfutásával párhuzamosan, így 2030-ra a közvetlen hozzáadott érték aránya 1,4, a beszállítók által előállított hozzáadott érték aránya 0,9 százalék lehet. Ugyanakkor a GNI-ra gyakorolt hatás ennél kisebb mértékű, mert a megtermelt hozzáadott értékből a tőkejövedelem döntő hányada és a munkajövedelem egy része is külföldi szereplőké lehet becslésünk szerint.

1-14. ábra: A BMW, a BYD és a CATL hozzáadott értékének aránya a folyó áras GDP-n belül



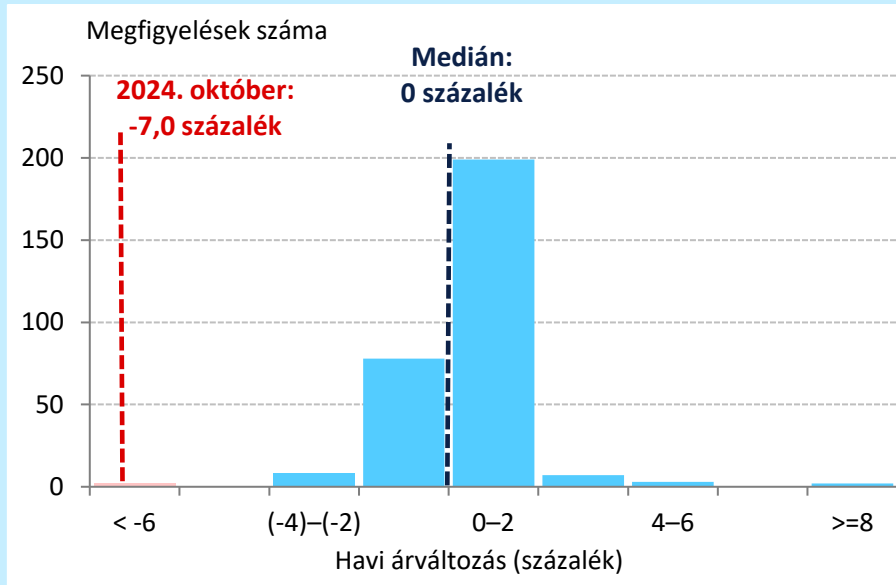
Forrás: Sajtóhírek, MNB

1-4. keretes írás: A profitinfláció korrekciója

Októberben alacsonyabban alakult a fogyasztóiár-index a jegybanki és az elemzői várakozásoknál, sőt több szektorban árcsökkenés volt megfigyelhető, ami a 2022-23-as profitinfláció korrekcióját jelezheti. Az inflációs hullámok ideje alatt hazánkban a vállalatok a költségeik emelkedésénél nagyobb mértékben növelték áraikat, ami jelentősen hozzájárult az infláció felfutásához. A költségek által indokoltnál nagyobb áremelések ezzel egyidejűleg a vállalati profitok számottevő emelkedését eredményezték 2022-23-ban. A hazai profitok emelkedése az elmúlt évek folyamán érdemben meghaladta a régiós és az uniós átlagot is. A vállalatok eredményessége egyes belföldre termelő ágazatokban kiugró mértékben emelkedett. A profitok emelkedése jelentős volt 2022-23-ban például mobiltelefon- és internetszolgáltatások (105 százalék), a hobbiállat-eledel gyártása (93 százalék), valamint a desztillált szeszesital gyártása (283 százalék) ágazatokban. Átlag feletti profitemelkedés volt megfigyelhető a térszafélék gyártása (265 százalék) és a tartósított lisztes áru gyártása (107 százalék) esetében is.

Az októberi inflációs adatok alapján több olyan ágazatban történt árcsökkenés vagy váratlanul alacsony áremelés, ahol az elmúlt években kiugró profit alakult ki. Az érintett termékek esetében az átárzások novemberben is visszafogottak maradtak. A mobiltelefon- és internetszolgáltatások ára októberben 7 százalékkal csökkent, amelyen mértékű havi árcsökkenésre korábban még nem volt példa (1-15. ábra). A termékcsoportban novemberben változatlanul alakultak az árak októberhez képest. Az állateledelek fogyasztói ára 2024 januárja óta 7,3 százalékkal mérséklődött. A tömény alkoholos italok esetében 2015 óta először volt októberi árcsökkenés, novemberben pedig nem történt érdemi árváltozás. A térszafélék és a tartósított lisztes áruk fogyasztói ára 2024 májusa óta 4,1 és 4,5 százalékkal csökkent.

1-15. ábra: Mobiltelefon- és internetszolgáltatások havi árváltozásának hisztogramja



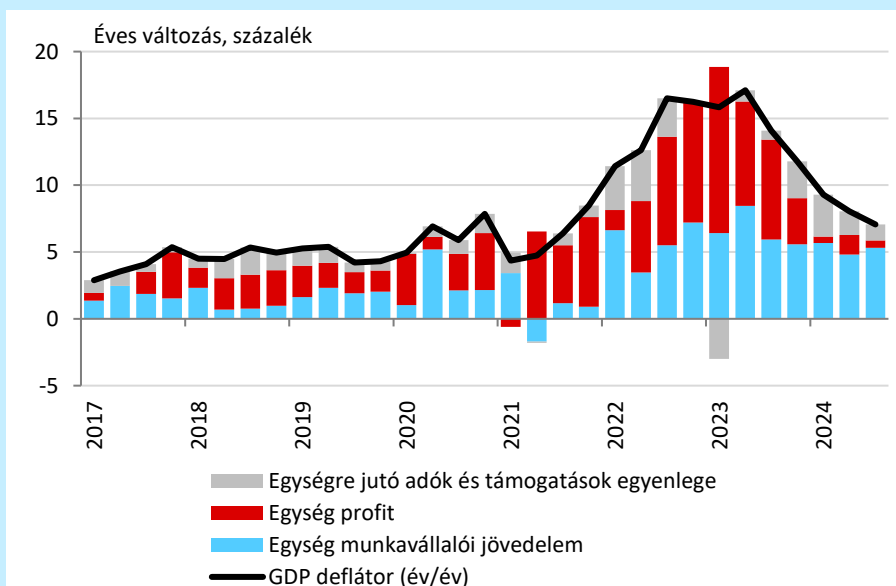
Megjegyzés: 2000. január és 2024. november közötti adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB-számítás

A profitráták korrekciója nemzetgazdasági szinten is érzékelhető. 2023 első negyedéve óta érdemben csökkent a profitok hozzájárulása a GDP deflátorhoz (1-16. ábra). A profitok emelkedésének érdemi lassulása ellenére azonban azok szintje és nemzetgazdasági teljesítményből való részesedése továbbra is magas. 2023-ban a folyóáras GDP profittartalma 2,8 százalékponttal volt magasabb a 2017-2019 közötti átlagos arányhoz képest.

A profitok magas szintjének csökkenése lehetővé tette, hogy a költségek emelkedése ellenére az infláció mérsékelten maradjon. Ezt a folyamatot tükrözi, hogy míg az import árak 2024 májusa, az ipari termelői árak pedig július óta emelkednek, addig az iparcikkek fogyasztói árai július óta 0,6 százalékkal csökkentek. A költségek korlátozott áthárításának feltétele lesz a jövőben is a piaci verseny nagyfokú érvényesülése. A költségek emelkedésének áthárítását a negatív kibocsátási rés is korlátozhatja.

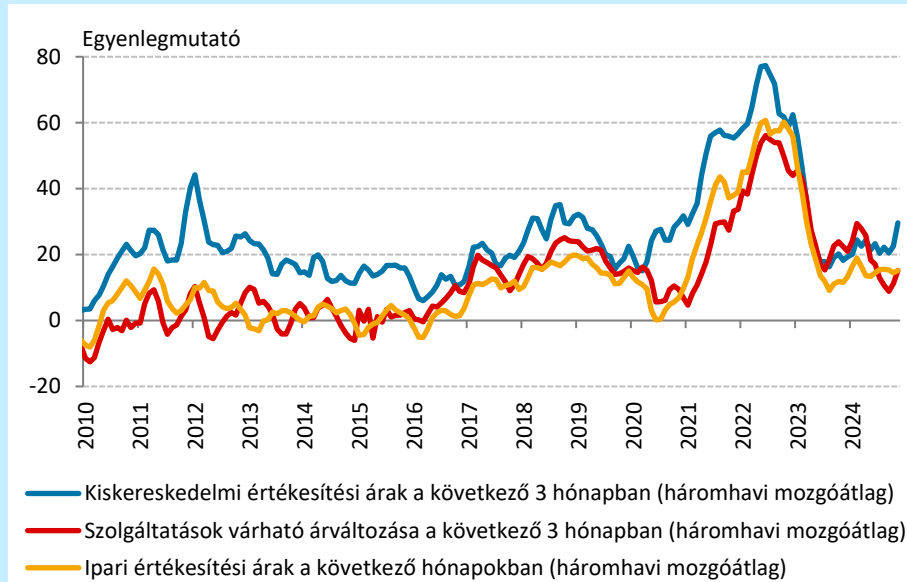
1-16. ábra: A GDP deflátor jövedelemoldali felbontása



Forrás: KSH, Eurostat

A profitinfláció revíziójának tartósságát árnyalja a vállalati árvárakozások alakulása (1-17. ábra). A kiskereskedelmi és szolgáltató szektornak az év korábbi részében mérsékelt szinten tartózkodó árvárakozásai novemberben érdemben emelkedtek. Ennek hatására a két szektorban az árvárakozások 4 hónap után első alkalommal újra meghaladják az árstabilitás időszakában mért átlagot. A magasabb vállalati árvárakozások esetleges tartóssabbá válása jelezheti, hogy az elmúlt hónapok során megvalósult költségemelkedés és az importált infláció gyorsulása késleltetve, de megjelenhet a fogyasztói árakban is. Kiemelt fontosságú lesz ezért a 2025 elején bekövetkező átárzás, ami meghatározhatja a profitinfláció korrekciójának tartósságát.

1-17. ábra: A szolgáltatások árának és a kiskereskedelmi és ipari értékesítési árak várható alakulása

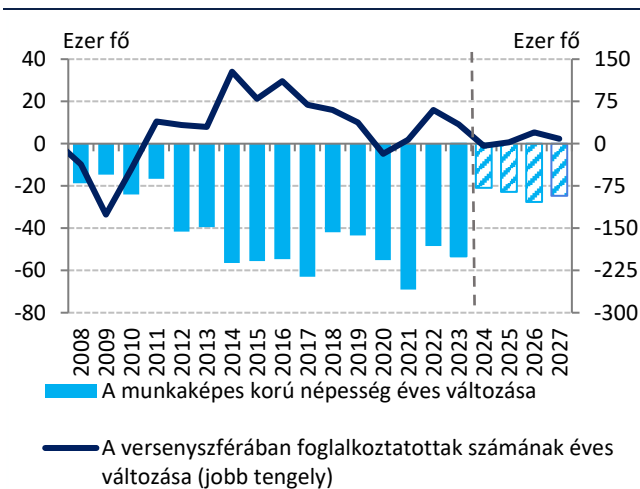


Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

A foglalkoztatottak száma a szeptemberi csökkenést követően októberben stabilizálódott, így továbbra is magas szinten, 4,7 millió főn áll. Az idei év egészében a gyenge gazdasági teljesítmény és a csökkenő munkaerő-kereslet hatására a foglalkoztatottak számában nem számítunk érdemi változásra a versenyszférában. A munkanélküliségi ráta 4,5–4,6 százalékon alakulhat idén, majd 4,1–4,3 százalék között 2025-ben. A jövő évi bérdinamikát elsősorban a bejelentett minimálbér-emelés, az enyhülő munkaerőpiaci feszesség és a továbbra is magas lakossági inflációs várakozások határozzák meg. A versenyszférában idén az átlagbérek 11,6–11,8 százalék közötti, a jövő évben 8,5–9,5 százalék közötti növekedésére számítunk.

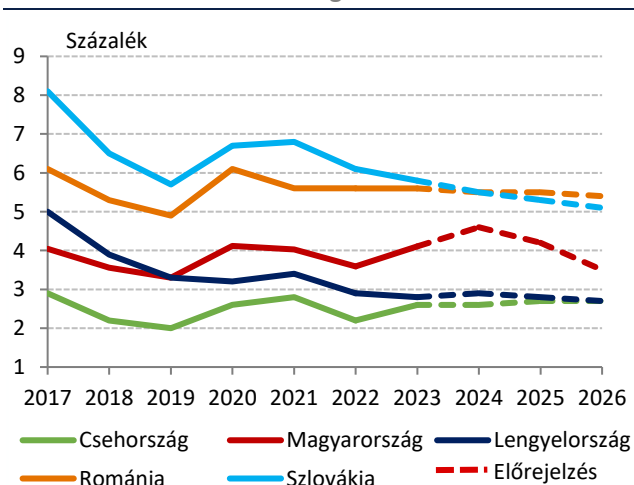
1-18. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása



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

1-19. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



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

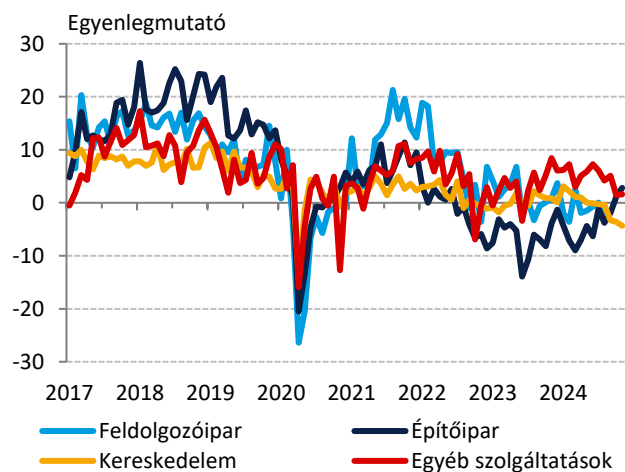
Forrás: Eurostat, Európai Bizottság, KSH, MNB

A versenyszférában foglalkoztatottak száma idén közel stagnálhat. A nemzetgazdasági foglalkoztatás szeptemberben és októberben a korábbi hónapoknál alacsonyabb szinten alakult, emellett a munkaerőkereslet is mérséklődött. A versenyszféra foglalkoztatás 2024 utolsó negyedévében csökkenhet, majd 2025-től emelkedik. A konjunktúra fokozatos fellendülése nyomán is csak lassú létszámnövekedésre számítunk az előrejelzési időszak további részében, tekintettel a foglalkoztatás bővülése előtt álló demográfiai korlátokra (1-18. ábra). Aktuális előrejelzésünk szerint a versenyszférában foglalkoztatottak száma várhatóan (-0,1)–0,0 százalékkal változik 2024-ben, majd (-0,1)–0,3 százalék között 2025-ben. Ezt követően 2026-ban 0,3–0,8 százalékkal, 2027-ben 0,0–0,5 százalék között növekedhet a létszám.

A munkanélküliségi ráta az év hátralévő részében kismértékben növekedhet, majd jövőre csökkenésnek indul. A munkanélküliségi ráta 4,6 százalékon alakult 2024 harmadik negyedévében, ami enyhe növekedés az előző negyedévhez képest. Várakozásaink szerint a munkanélküliségi ráta 2024 utolsó negyedévében érheti el legmagasabb értékét, majd 2025 első negyedévében indulhat meg a mérséklődés. Aktuális előrejelzésünk szerint a munkanélküliségi ráta 4,5–4,6 százalékon alakul az idei évben, 4,1–4,3 százalék között 2025-ben, majd a gazdaság fellendülésével párhuzamosan 3,2–3,8 százalék közé mérséklődik 2026-ban, és 2,9–3,9 százalék között alakul 2027-ben (1-19. 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, a szállítás, raktározás, a turizmus és az ingatlanügyek ágazatban volt a legnagyobb arányú a csökkenés a harmadik negyedévben. Az ESI legutóbbi felmérése alapján az építőiparban, az iparban és az egyéb szolgáltatások területén a vállalatok többsége létszámuk növekedésére számít a következő hónapokban. Ezzel szemben a kereskedelemben azok a vállalatok vannak többségben, amelyek a foglalkoztatottaik számának

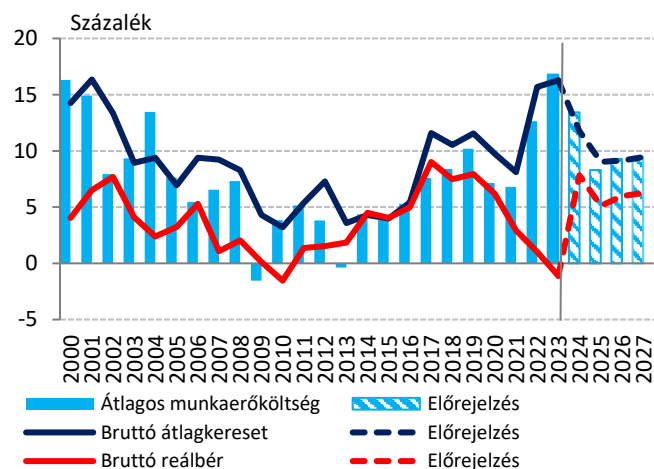
1-20. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében



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

Forrás: Európai Bizottság

1-21. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv közepe alapján.

Forrás: KSH, MNB

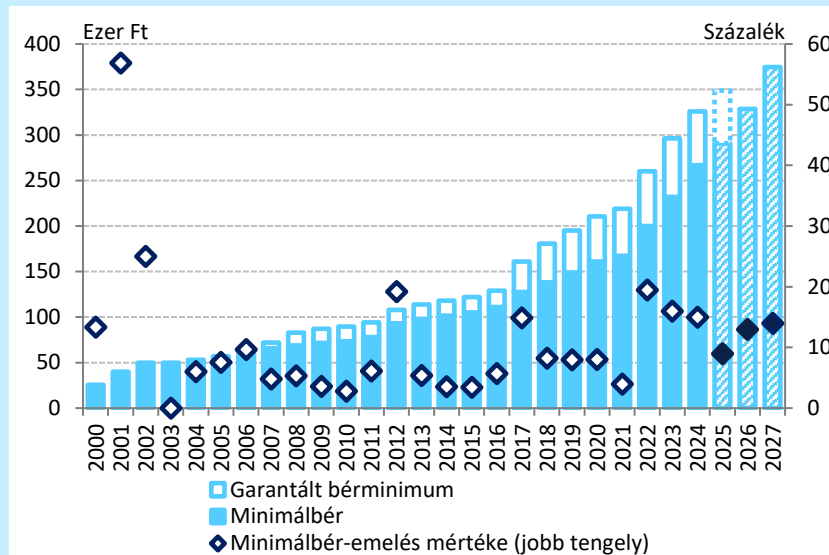
csökkenésére számítanak a következő három hónapban (1-20. ábra).

2024-ben az infláció mérséklődésével és a munkaerőkereslet enyhülésével a tavalyi évnél alacsonyabb lesz a nominális bérdinamika a versenyszférában. A reálbérekben érdemi emelkedés várható, ugyanis az infláció jelentős mérséklődése nyomán a reálbérek 2023 szeptembere óta növekednek. A következő évek bérdinamikájára hatással lesz a bejelentett minimálbér megállapodás. 2025 januárjában 9 százalékkal fog emelkedni a minimálbér és 7 százalékkal a garantált bérminimum, míg 2026-ban 13 százalékos és 2027-ben 14 százalékos minimálbér-emelés várható. Magasabb béremelkedés irányába hat emellett az is, hogy a lakosság inflációs várakozásai továbbra is a tényadatok felett alakulnak, ugyanakkor a bérnövekedés mértékét visszafogja, hogy a munkaerőpiaci feszesség 2022 közepe óta enyhül. Mindezek mellett erősek maradtak a bérezési alapfolyamatok. Idén 11,6–11,8 százalékkal emelkedhetnek a bérek a versenyszférában. 2025-re 8,5–9,5 százalék közötti, 2026-ra pedig 8,5–9,7 százalék, 2027-re pedig 8,8–10,0 százalék közötti nominális bérnövekedést várunk. A reálbérek 7,8–7,9 százalék között nőhetnek 2024-ben, majd 2025-ben 4,6–5,6 százalék között, 2026-ban 5,3–6,6 százalék, 2027-ben pedig 5,6–6,9 között emelkedhetnek a versenyszférában (1-21. ábra).

1-5. keretes írás: A minimálbér-emelés makrogazdasági hatásai

2025. január 1-jétől a minimálbér 9 százalékkal 290.800 forintra, a garantált bérminimum 7 százalékkal 348.800 forintra nő hazánkban (1-22. ábra). A munkavállalói és munkaadói érdekképviseletek és a kormány megállapodása értelmében 2026-ban 13, 2027-ben 14 százalékkal emelkedik a kötelező legkisebb munkabér, amennyiben teljesülnek a tervezett pálya megvalósulásának feltételül szabott makrogazdasági várakozások. A felek abban egyeztek meg, hogy a várakozásoktól való jelentősebb eltérés esetén újratárgyalják a megállapodást. A bejelentés értelmében folytatódik a minimálbér és a garantált bérminimum közelítése.

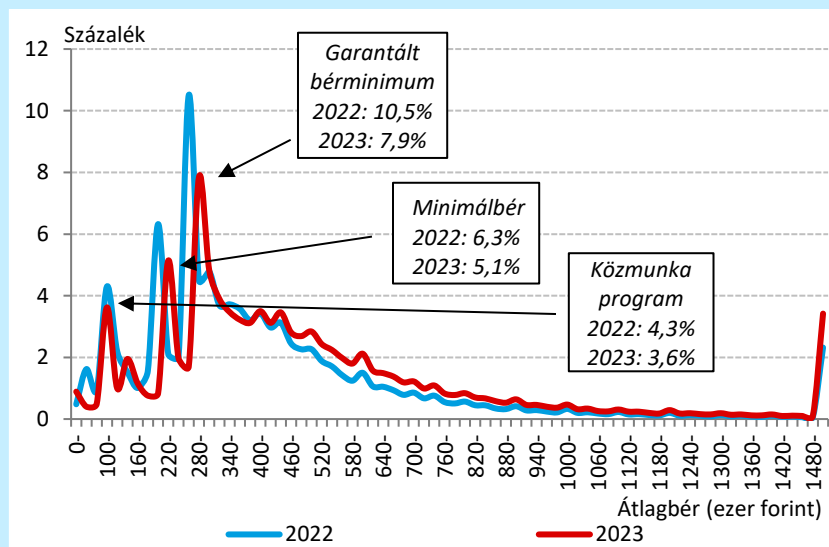
1-22. ábra: A minimálbér és a garantált bérminimum alakulása



Forrás: KSH, sajtóhírek

A szabályozott bérek a munkavállalók mintegy 17 százalékát érintik közvetlenül, míg a béremelések a bértorlódás elkerülése miatt közvetve az átlagbérig fejthetik ki hatásukat. Minimálbért a foglalkoztatottak mintegy 5, garantált bérminimumot 8 százalékkal keres; a kettő között keresőket is figyelembe véve teljes arányuk nagyjából 17 százalékot tesz ki (1-23. ábra). A kötelező legkisebb bérek emelése azonban a magasabb keresetűeket is érinti, mivel bérfeszültséget okozna, ha a nagyobb szaktudást, tapasztalatot vagy magasabb képzettséget igénylő munkakörökben dolgozó munkatársak bérelőnye mérséklődne vagy eltűnne a minimálbér emelkedése következtében. Becslésünk szerint a szabályozott bérek emelése nagyságrendileg az átlagbérig fejthet ki hatást.

1-23. ábra: A keresetek eloszlása Magyarországon (2022-2023)



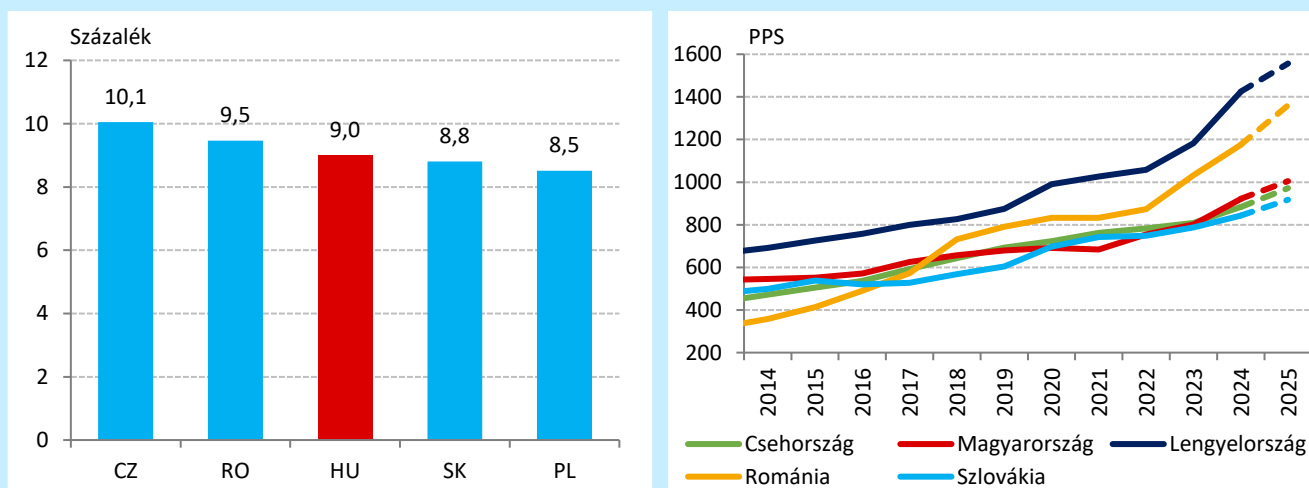
Megjegyzés: Az adott kategóriához tartozó keresők száma a NAV járulékadatbázisában lévőkhöz viszonyított arányában. Forrás: NAV

Az adminisztratív bérek 2025-ös emelése megfelel a 9 százalékos körüli bérezési alapfolyamatoknak, így az aggregált bérintézet csak kisebb mértékben módosítja az intézkedés. A teljes hároméves bérmegállapodás hátralevő éveiben a minimálbér 13 és 14 százalékos emelése jelentősebb makrogazdasági hatásokkal járhat. A magasabb bérdinamika hatására a háztartások elkölthető jövedelme nő, és mivel a minimálbért és garantált bérminimumot keresők esetében nagy a fogyasztási határhajlandóság, a többletjövedelem nagyobb részét fordíthatják majd fogyasztásra. A vállalati oldalon a bérek nagyobb mértékű emelkedése költségnövekedéshez vezethet, ami a termelékenység megfelelő mértékű emelkedése nélkül a vállalkozásokat áremelésre kényszerítheti, ugyanakkor a vállalatok termelékenysége és profithelyzete ágazat és vállalatméret szerint heterogén. Mérsékli a költségek emelkedését, hogy a bérmegállapodás három éve alatt a munkáltatóknak a minimálbért keresők után az előző évi minimálbér összege szerint kell megfizetniük a szociális hozzájárulási adót.

A minimálbér-emelés inflációs hatását több tényező mérsékelheti. A kereslet oldali inflációs hatás mérsékelt lehet, ugyanis a negatív kibocsátási rés mellett a vállalatok nehezebben hárítják át költségeik emelkedését a fogyasztói árakba (3-20. ábra). A költségoldali inflációs hatást enyhítheti az alacsony hazai bérhányad, ami lehetővé teszi a magasabb bérköltségek kigazdálkodását (a profit terhére) jelentősebb átárazások nélkül. Végül, a termelékenység magasabb ütemű növekedése lehetővé teszi a profitabilitás fenntartását az árak emelése nélkül is. A bérdinamikától tartósan elmaradó termelékenységbővülés azonban növelheti az inflációs nyomást. Versenyképességi reformok nélkül a magasabb vállalati bérköltségek kigazdálkodása csak áremelések mellett lehetséges, ami az egyensúly megbomlásához és tartósan magas inflációhoz vezet.

A magyarországi minimálbér értéke vásárlóerő-paritáson öt országot (a régiós országok közül Csehországot és Szlovákiát) előz meg az Európai Unióban 2024-ben. A V4-es országokban és Romániában 2025-re tervezett minimálbér-emelések nagyságrendileg a magyarországihoz hasonló mértékűek. Csehországban 10,1, Romániában 9,5, Szlovákiában 8,8, Lengyelországban 8,5 százalékkal emelkedik 2025. január 1-jétől a kötelező legkisebb bér. A minimálbérek hosszú távú alakulását vizsgálva a magyar, cseh és szlovák legkisebb bérek trendje nem mutat jelentős eltérést (1-24. ábra). A lengyelországi minimálbér a 2000-es évek elején látott, a többi visegrádi országénak megfelelő szintről indulva magasabb dinamikát mutatva elhagyta a régiós mezőnyt. Románia esetében még erősebb a fejlődés üteme, aminek köszönhetően a legkisebb romániai bérek vásárlóerő-paritáson már – Lengyelországhoz hasonlóan – az uniós rangsor első felében található (a 22, minimálbérrel rendelkező tagállam körében).

1-24. ábra: A 2025. év eleji minimálbér-emelések mértéke (bal) és a minimálbérek szintjének alakulása (jobb panel)



Megjegyzés: A 2025. évi minimálbér-emelés a 2024. végi minimálbérhez képest, a nemzeti valutában megadott értékek alapján. A 2024. és 2025. évi szintadatok a 2023-as vásárlóerőparitás-arányok alapján. Amennyiben év közben változott a minimálbér, az éves adatot időarányos átlagként adtuk meg. Romániában a béreket 2018-ban szuperbruttósították.

Forrás: Eurostat, sajtóhírek alapján MNB-számítás

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

	2023	2024		2025		2026		2027
	Tény	Előrejelzés						
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Aktuális
Infláció (éves átlag)								
Maginfláció	18,2	4,6 - 4,9	4,6 - 4,7	3,2 - 3,8	3,2 - 3,8	2,6 - 3,3	2,6 - 3,2	2,6 - 3,2
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	18,1	4,6 - 4,9	4,6 - 4,7	3,0 - 3,6	3,0 - 3,6	2,6 - 3,3	2,6 - 3,2	2,6 - 3,2
Infláció	17,6	3,5 - 3,9	3,6 - 3,7	2,7 - 3,6	3,3 - 4,1	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Gazdasági növekedés								
Háztartások fogyasztási kiadása	-1,9	3,4 - 4,0	3,9 - 4,1	3,4 - 4,4	4,3 - 5,1	2,9 - 3,9	3,5 - 4,5	2,7 - 3,7
Közösségi végső fogyasztás ¹	4,1	(-0,1) - 0,7	(-0,1) - 0,1	(-0,3) - 0,9	(-0,1) - 0,7	(-0,1) - 1,1	0,0 - 1,0	(-0,1) - 0,9
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-7,8	(-7,2) - (-5,8)	(-12,3) - (-11,7)	1,5 - 4,5	3,5 - 6,5	1,5 - 4,5	2,6 - 5,4	1,5 - 4,5
Belföldi felhasználás	-5,6	(-1,1) - 0,3	(-0,5) - 0,1	2,1 - 3,7	2,8 - 4,6	1,9 - 3,4	2,0 - 3,6	1,7 - 2,9
Export	1,5	(-1,5) - (-0,3)	(-2,4) - (-1,8)	4,9 - 6,7	3,6 - 5,6	5,3 - 7,1	6,1 - 7,9	5,1 - 6,9
Import	-3,8	(-3,8) - (-2,6)	(-3,3) - (-2,7)	4,7 - 6,7	4,4 - 6,6	3,4 - 5,4	4,9 - 6,9	4,4 - 6,4
GDP	-0,9	1,0 - 1,8	0,3 - 0,7	2,7 - 3,7	2,6 - 3,6	3,5 - 4,5	3,5 - 4,5	2,5 - 3,5
Munkatermelékenység ²	-1,1	0,9 - 1,2	0,3 - 0,5	2,6 - 3,6	2,7 - 3,7	3,3 - 4,6	2,9 - 4,3	2,1 - 3,5
Külső egyensúly³								
Folyó fizetési mérleg egyenlege	0,7	1,4 - 2,6	1,5 - 2,7	2,0 - 3,4	1,0 - 2,4	2,3 - 3,9	1,5 - 3,1	1,8 - 3,6
Külső finanszírozási képesség	1,7	2,7 - 3,9	2,2 - 3,4	4,0 - 5,4	2,6 - 4,0	4,2 - 5,8	3,3 - 4,9	3,0 - 4,8
Államháztartás³								
ESA-egyenleg	-6,7	(-4,7) - (-4,3)	(-4,8) - (-4,4)	(-4,2) - (-3,2)	(-4,2) - (-3,4)	(-3,8) - (-2,8)	(-3,8) - (-2,8)	(-3,2) - (-2,2)
Munkaerőpiac								
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	14,3	12,8 - 13,2	12,9 - 13,1	7,5 - 8,6	8,6 - 9,6	7,8 - 9,1	10,0 - 11,2	6,7 - 8,0
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	0,6	0,4 - 0,5	0,0 - 0,1	(-0,3) - 0,4	(-0,3) - 0,1	(-0,2) - 0,6	0,1 - 0,8	(-0,2) - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁴	16,3	11,6 - 11,9	11,6 - 11,8	8,0 - 8,9	8,5 - 9,5	7,1 - 8,2	8,5 - 9,7	8,8 - 10,0
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,0	0,3 - 0,4	(-0,1) - 0,0	0,0 - 0,5	(-0,1) - 0,3	0,0 - 0,5	0,3 - 0,8	0,0 - 0,5
Munkanélküliségi ráta	4,1	4,2 - 4,3	4,5 - 4,6	3,6 - 3,9	4,1 - 4,3	3,3 - 4,0	3,2 - 3,8	2,9 - 3,9
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	17,7	11,4 - 12,0	12,6 - 12,9	3,5 - 5,0	8,0 - 9,4	2,7 - 4,4	4,5 - 6,2	4,6 - 6,3
Lakossági reáljövedelem ⁵	0,2	5,7 - 6,1	4,7 - 4,9	2,6 - 3,8	3,7 - 4,4	2,6 - 3,8	4,1 - 5,1	2,6 - 3,6

¹ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

² Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

³ A GDP arányában.

⁴ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

⁵ MNB-becslés.

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

	2024	2025	2026	2027
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)				
MNB (2024. december)	3,6 - 3,7	3,3 - 4,1	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Consensus Economics (2024. november) ¹	3,6 - 3,8 - 4,1	2,2 - 3,6 - 4,4		
Európai Bizottság (2024. november) ²	3,8	3,6	3,2	
IMF (2024. október)	3,8	3,5	3,1	3,0
OECD (2024. december)	3,8	3,3	2,9	
Reuters-felmérés (2024. december) ¹	3,6 - 3,7 - 3,7	3,3 - 3,9 - 4,2	3,0 - 3,6 - 4,2	
GDP (éves növekedés, %)				
MNB (2024. december)	0,3 - 0,7	2,6 - 3,6	3,5 - 4,5	2,5 - 3,5
Consensus Economics (2024. november) ¹	0,5 - 1,0 - 1,7	1,4 - 2,7 - 3,8		
Európai Bizottság (2024. november) ²	0,6	1,8	3,1	
IMF (2024. október)	1,5	2,9	3,0	3,0
OECD (2024. december)	0,6	2,1	2,9	
Reuters-felmérés (2024. december) ¹	0,4 - 0,6 - 0,8	2,0 - 2,5 - 3,3	2,7 - 3,5 - 4,5	
Folyó fizetési mérleg egyenlege³				
MNB (2024. december)	1,5 - 2,7	1,0 - 2,4	1,5 - 3,1	1,8 - 3,6
Európai Bizottság (2024. november) ²	2,1	1,2	1,0	
IMF (2024. október)	1,6	0,6	0,5	0,7
OECD (2024. december)	2,7	2,5	2,4	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)³				
MNB (2024. december)	(-4,8) - (-4,4)	(-4,2) - (-3,4)	(-3,8) - (-2,8)	(-3,2) - (-2,2)
Consensus Economics (2024. november) ¹	(-5,5) - (-4,9) - (-4,5)	(-4,8) - (-4,2) - (-3,7)		
Európai Bizottság (2024. november) ²	-5,4	-4,6	-4,1	
IMF (2024. október)	-5,0	-4,6	-3,5	-3,0
OECD (2024. december)	-4,9	-4,3	-3,8	
Reuters-felmérés (2024. december) ¹	(-5,0) - (-4,7) - (-4,5)	(-4,5) - (-4,1) - (-3,7)	(-4,5) - (-3,5) - (-2,9)	
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)				
MNB (2024. december)	1,2 - 1,6	1,5 - 2,2	1,3 - 2,2	1,4 - 2,3
EKB (2024. december)	0,7	1,1	1,4	1,3
Consensus Economics (2024. november) ¹	1,1	1,6		
Európai Bizottság (2024. november) ²	1,1	1,7	1,9	
IMF (2024. október) ²	1,2	1,6	1,9	1,8
OECD (2024. december) ²	1,2	1,8	2,0	

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

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

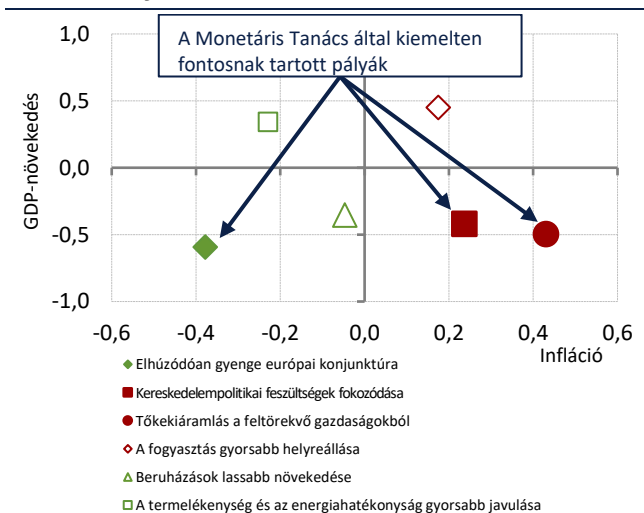
³ A GDP arányában.

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

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív kockázati forgatókönyvet emelt ki. Az elhúzódóan gyenge európai konjunktúrát feltételező forgatókönyv megvalósulása esetén az alappályához képest alacsonyabban alakulhat mind a gazdasági növekedés, mind az infláció. A kereskedelempolitikai feszültségek fokozódását valószínűsítő forgatókönyv az alappályánál magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával áll összhangban. A feltörekvő gazdaságokból történő tőkeáramlást feltételező kockázati forgatókönyv szintén magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztens. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a fogyasztás gyorsabb helyreállításával, a beruházások lassabb növekedésével és a termelékenység és energiahatékonyság gyorsabb javulásával számoló pályákat tárgyalta.

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



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

Forrás: MNB

Elhúzódóan gyenge európai konjunktúra

2024 harmadik negyedében az Európai Unióban visszafogottabb ütemben növekedett a GDP éves összehasonlításban, míg Németország gazdasági teljesítménye enyhe csökkenést mutatott. Az Európai Unióban 1,0, míg az eurozónában 0,9 százalékkal nőtt a 2024. harmadik negyedévi GDP éves alapon. Legfőbb kereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági teljesítménye 0,3 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. Az eurozónában folytatódott az ipari termelés csökkenése, szeptemberben 2,8 százalékos csökkenést regisztráltunk éves bázison. A kiskereskedelmi forgalom növekedése októberben 1,9 százalékra lassult.

A feldolgozóipari Beszerzési Menedzser Index (BMI) novemberben csökkent az eurozónában, így továbbra is elmaradt a bővülést jelző határértéktől. Ezzel egyidejűleg a gazdasági hangulatindex (Economic Sentiment Indicator – ESI) októberben 0,7 ponttal romlott, novemberben pedig nem változott érdemben. A német Beszerzési Menedzser Index az őszi hónapokban alacsony szinten tartózkodott. A német magánszektor üzleti aktivitása és a feldolgozóipari BMI az októberi enyhe emelkedés ellenére továbbra is a küszöbérték alatt alakult az őszi hónapokban. Az Ifo intézet felmérése alapján a német feldolgozóipar és különösen a járműgyártás kilátásai továbbra is kedvezőtlenek.

A piaci elemzők 2024-es és 2025-ös várakozásai visszafogott bővülést prognosztizálnak az eurozónában. A Bloomberg elemzői várakozásainak mediánja alapján az Európai Unió 2024-ben 1,0 százalékkal, 2025-ben 1,5 százalékkal, míg Németország rendre -0,1, illetve 0,7 százalékkal bővíülhet. Ezzel egyidejűleg a világgazdaság esetén 3,1 százalékos növekedési ütem várható mindkét évben.

Az elhúzódóan gyenge európai konjunktúrával számoló kockázati forgatókönyv megvalósulása esetén az alappályához képest mérsékeltebben alakul az Európai Unió, azon belül főként Németország és ezzel összhangban hazánk növekedése is. Az Európai Unió gazdaságának lassulása tovább rontja a német exportszektor növekedési kilátásait. Külpiacaink visszafogott teljesítménye a külső kereslet mérséklődésén keresztül rontja a hazai exportteljesítményt, így a GDP-növekedés lassulásának irányába hat. Mindezek mellett az alacsonyabb külső inflációból fakadóan az alappályához képest alacsonyabb hazai inflációs pálya valósul meg.

Kereskedelempolitikai feszültségek fokozódása

Az elmúlt hónapokban a világgazdaság növekedése szempontjából kiemelt figyelmet kapott az amerikai elnökválasztás. A szenátusi és a képviselőházi többség jelentős törvényhozási erővel ruházta fel a következő amerikai kormányt. Az új adminisztráció az eddigi bejelentések alapján további importvámokat vezethet be azzal a céllal, hogy javítsa a külső egyensúlyt és ösztönözze a munkahelyteremtést és gazdasági növekedést. A vámok széles köre felmerült eddig a megválasztott elnök kommunikációjában, célzottan Kínával, Kanadával és Mexikóval szemben, valamint általánosabban is. Mindezek mellett fennáll a kockázata az EU-val szembeni vámok kiterjesztésének, a vámtételek emelésének. Ebben a tekintetben elsősorban az európai autógyártók exportja került fókuszba, ami érzékenyen érintheti a magyar szempontból kiemelten fontos ágazatot.

A világgazdaság bővülésére a protekcionista intézkedések kiterjesztése érdemi kockázatot jelent. November elején az USA új export tilalmat vezetett be Kínával szemben a chipgyártás egyes alkatrészeire, amelyre válaszul a kínai hatóságok azonnali hatállyal tilalmat jelentettek be számos olyan ritka fém Egyesült Államokba történő exportjára, amelyek fontosak a félvezető alkatrészek gyártása szempontjából. A már bevezetett, illetve a jövőben várható intézkedések hatására tovább csökkenhet a kereskedelem az USA és Kína, valamint a világ többi régiója között, ami a globális kereskedelem dinamikáját is visszaveti. Ezzel egyidejűleg a globális értékláncok szakadozottá válhatnak. A kereskedelmi feszültségek erősödése globális gazdasági lassuláshoz vezethet. A globális ellátási láncokban integráltságuk miatt a kis nyitott gazdaságok sérülékenysége érdemben emelkedhet. Hazánk áruexportjának 2,9 százaléka, míg az EU áruexportjának 19,7 százaléka irányul közvetlenül az USA-ba. Az USA irányába történő export csökkenésének hatására az EU

konjunktúra lassulhat, amely magával vonhatja az abba beágyazott hazai gazdaságot is.

Alternatív pályánkban a világkereskedelmet érintő vámok és korlátozások erősödésére számítunk. Az új amerikai adminisztráció jövőbeli protekcionista gazdaságpolitikája, különös figyelemmel a Kínával és az EU-val szembeni védővámok bevezetésére, illetve a fennálló geopolitikai feszültségek következtében a világkereskedelem bővülése mérsékeltebb lehet az alappályában feltételezetténél. Ennek eredményeként a gyengébb külső kereslet a hazai exportteljesítményt is visszafoghatja. Emellett a kockázatok realizálódása magasabb globális inflációt eredményez. Az alternatív pálya megvalósulása esetén így a külső inflációs környezet a vártnál magasabban alakul, ami begyűrűzik a hazai árakba. A forgatókönyv az alappályánál magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával konzisztens.

Tőkeáramlás a feltörekvő gazdaságokból

Az elmúlt hónapokban erősödött a kockázatkerülés a feltörekvő piacokkal szemben, ami az amerikai választások után fokozottan jelentkezett. Az elmúlt időszakban a geopolitikai konfliktusok mellett a piaci szereplők fókuszában az amerikai elnökválasztás állt. A fejlett piaci kockázati indikátorok az amerikai elnökválasztás napjához közeledve jellemzően emelkedtek, majd azt követően jelentősen mérséklődtek. A dollár jelentősen erősödött novemberben, amellyel párhuzamosan októbertől tőkeáramlás kezdődött a feltörekvő piacokon.

A geopolitikai konfliktusok fokozódtak az elmúlt negyedévben. Mind az elhúzódó orosz-ukrán háború, mind a közel-keleti konfliktus éleződése növelte a bizonytalanságot a piacokon és erősítette a kockázatkerülést, elsősorban a feltörekvő piacokkal szemben. 2024-ben hazánk és a hozzá hasonló feltörekvő országok esetében összességében tőkeáramlás volt jellemző.

Alternatív pályánkban fokozódó tőkeáramlással számolunk. A dollár további erősödésével és a geopolitikai feszültségek erősödésével tovább romolhat a piaci hangulat a feltörekvő piacokkal szemben. Ebben a környezetben a feltörekvő piacokkal az alappályához képest tartósabban és erőteljesebben megemelkedik a kockázatkerülés. Bár hazánk több fundamentális tényezője (folyó fizetési mérleg, költségvetés elsődleges egyenlege, infláció) régiós összehasonlításban jelentősen javult, azonban a befektetők a jelenlegi közegben egyéb szempontok szerint differenciálnak. Ennek eredményeként tőkeáramlás és az infláció további emelkedése következhet be, valamint

szigorúbb monetáris kondíciók válnak szükségessé. A kockázatok emelkedésével csökken a bizalom, és ennek hatására beruházásokat halasztanak el a vállalatok, emellett pedig a megtakarítási motívumok ismét erőteljesebben megjelenhetnek a fogyasztási döntések folyamán. A forgatókönyv magasabb inflációs és alacsonyabb növekedési pályával áll összhangban.

További kockázatok

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

A fogyasztás gyorsabb helyreállítását feltételező alternatív forgatókönyv megvalósulása esetén a tartósan magas reálbérdinamikából, az állampapírok kamatfizetéséből, illetve a Kormány által bejelentett intézkedésekből származó többletjövedelem a hitelezés felfutásával és az óvatossági motívum oldódásával párhuzamosan egyre inkább megjelenik a fogyasztásban. A gyorsabb ütemben helyreálló fogyasztás az alappályához képest magasabb növekedési és inflációs pályával konzisztens.

A beruházások lassabb növekedését feltételező pályában a geopolitikai bizonytalanságok és az ipar elhúzódo kilábalása következtében az üzleti bizalom lassabban áll helyre, és emiatt a nemzetgazdasági beruházások felfutása tovább csúszik. A beruházások lassabb helyreállása 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

2024 harmadik negyedében folytatódott az Európai Unió gazdasági növekedésének lassú dinamizálódása. Az Egyesült Államok és Kína gazdasági növekedése továbbra is élénk, azonban kismértékű lassulást regisztráltak. A külső konjunktúra alakulásának szempontjából továbbra is érdemi kockázatot jelent a kiélezett geopolitikai helyzet és a globális kereskedelmi a visszafogott európai növekedési kilátások. Az elmúlt negyedévben változékonyan alakult és összességében romlott a befektetői hangulat a globális kereskedelmi viták várt erősödése, az ukrajnai és közel-keleti gócpontokhoz kötődő geopolitikai kockázatok, valamint az amerikai és kínai gazdaságból érkező makrogazdasági adatok miatt. A hangulatromlás a feltörekvő régiókat fokozottan érintette. A Federal Reserve novemberi kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal 4,50–4,75 százalékra csökkentette az irányadó ráta célsávját. A piaci árazások alapján a Fed még az idei évben tovább csökkentheti az irányadó ráta célsávját. Az EKB októberben, majd decemberben is 25 bázisponttal mérsékelte az irányadó betéti rátáját. A régióban a cseh jegybank szeptemberi és novemberi kamatdöntő ülése alkalmával 25-25 bázisponttal csökkentette irányadó rátáját. A román és a lengyel jegybank az elmúlt negyedévben az alapkamat változatlan szinten tartása mellett döntött.

3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

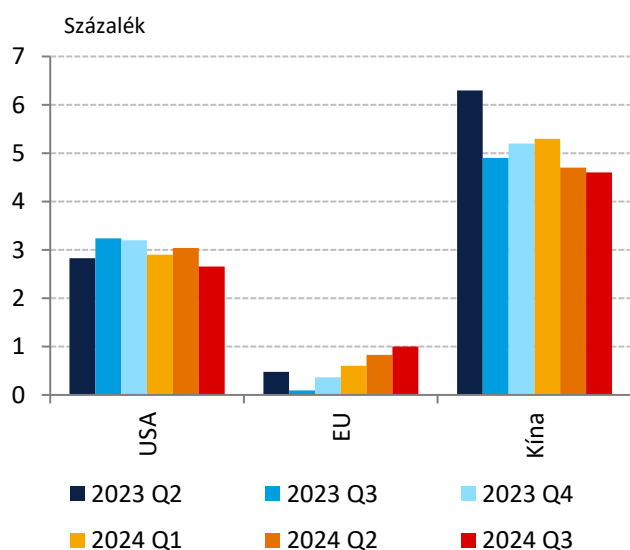
2024 harmadik negyedében folytatódott az Európai Unió gazdasági növekedésének lassú dinamizálódása (3-1. ábra).

Az európai gazdaságok teljesítménye enyhén a várakozások felett alakult. 2024 harmadik negyedében az EU gazdasága 1,0, míg az eurozóna gazdasága 0,9 százalékkal bővült a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján az előző év azonos időszakához képest. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország hozzáadott értéke 2024 harmadik negyedében 0,3 százalékkal visszaesett éves bázison. A régiós országok közül Csehországban (+1,3 százalék), Lengyelországban (+1,7 százalék) és Szlovákiában (+1,7 százalék) is nőtt a GDP az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az Európai Unió 27 országa közül negyedéves alapon 6 tagországban csökkent a GDP.

Az USA-ban éves alapon magas szintről kismértékben lassult a GDP bővülése. Az Egyesült Államok gazdasága 2,7 százalékkal emelkedett éves bázison, míg negyedéves bázison 0,7 százalékos bővülést mértek. A növekedést támogatta a lakossági fogyasztás továbbra is nagy fokú bővülése. A fogyasztás és ezzel a GDP növekedésének dinamikája a munkaerőpiaci feszesség oldódásával párhuzamosan mérséklődhet. Az idei évben az IMF legfrissebb előrejelzése alapján összességében 2,8 százalékkal, míg jövőre 2,2 százalékkal bővülhet a GDP.

Kínában 2024 harmadik negyedében enyhén lassult, de továbbra is élénk maradt a növekedés, éves alapon 4,6, míg negyedéves alapon 0,9 százalékos bővülést regisztráltak. Az ipari termelés és az export stabil növekedést mutat, míg a fogyasztói bizalom továbbra is alacsony, ezért a lakossági fogyasztás növekedési hozzájárulása csökkent az előző

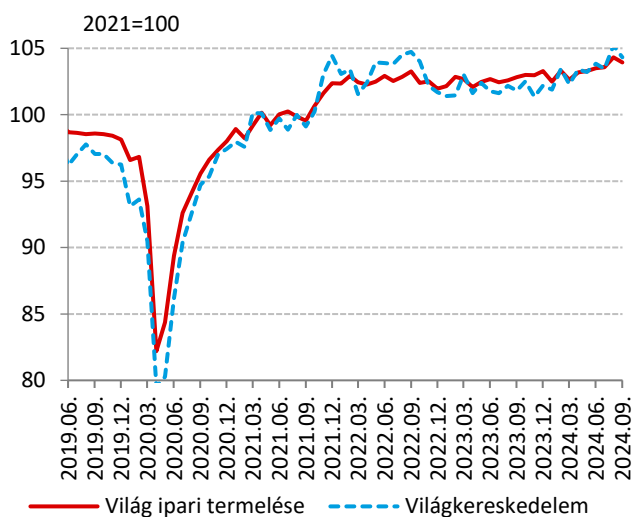
3-1. ábra: A GDP növekedése a világ meghatározó gazdaságaiban



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

Forrás: Trading Economics, FRED, Eurostat

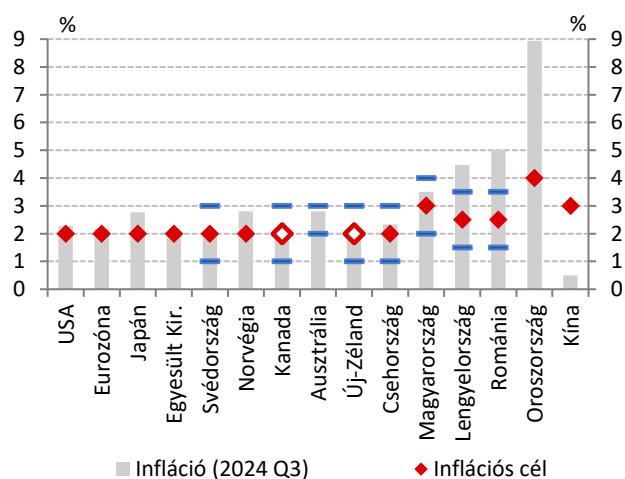
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a globális árukereskedelemnek az alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: CPB

3-3. 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

negyedévekhez képest. Előretekintve a belső tételek hozzájárulását növelheti a november elején bejelentett, közel 1400 milliárd dollár értékű élénkítőcsomag. Az idei évre a gazdasági növekedés az IMF előrejelzése alapján a kormányzat által kitűzött 5 százalékos céltől kis mértékben elmaradhat és 4,8 százalék körül alakul, míg 2025-ben 4,5 százalékkal bővíthet a GDP.

A külső konjunktúra alakulásának szempontjából kockázatot hordoznak a kedvezőtlen európai ipari termelési kilátások, valamint a folytatódó orosz-ukrán háború, a kiélezett geopolitikai helyzet és globális kereskedelmi viták várható erősödése. 2024. harmadik negyedévben emelkedett a globális árukereskedelem és az ipari termelés szintje (3-2. ábra). A fejlett gazdaságokban a továbbra is feszes munkaerőpiac támogatta a globális konjunktúrát. Az idei évre vonatkozó globális és európai növekedési kilátások a szeptemberi előrejelzéshez képest nem változtak érdemben. A konjunktúraindexek alapján a fogyasztói bizalom az EU gazdaságaiban kis mértékben javult. Ezzel párhuzamosan az üzleti hangulat a szolgáltatások esetében stagnált, míg az iparban enyhén romlott.

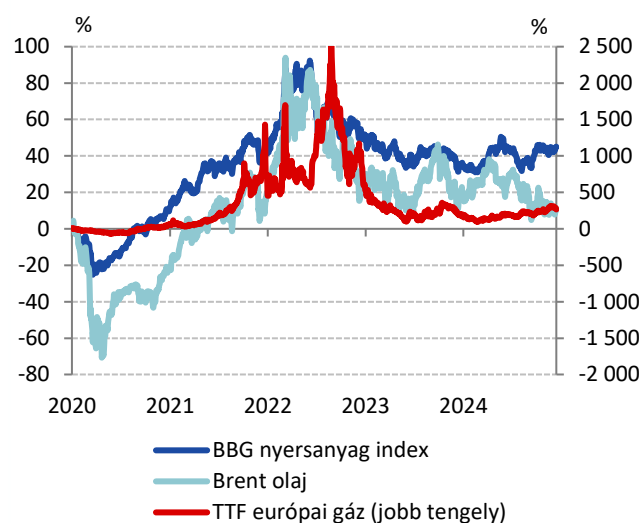
3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

A globális infláció némileg tovább mérséklődött az elmúlt negyedév során, és több országban is a jegybanki célérték közelében alakult a ráta (3-3. ábra). Az olaj világpiaci ára változékony volt az elmúlt hónapokban, de novemberben 70–75 dollár között stabilizálódott. A földgáz ára alacsony szintről tovább emelkedett, de így is az orosz-ukrán háború előtti szint alatt tartózkodik (3-4. ábra).

Az Egyesült Államokban az infláció az utóbbi hónapokban változékonyan alakult. Az éves bázisú CPI infláció a szeptemberi 2,4 százalékról októberben 2,6 százalékra, majd novemberben 2,7 százalékra emelkedett az USA-ban. A PCE inflációs mutató az augusztusi 2,3 százalékról, szeptemberben 2,1 százalékra csökkent, majd októberben ismét 2,3 százalékra emelkedett. Az infláció szerkezetét tekintve továbbra is a szolgáltatások hozzájárulása a legmagasabb, a piaci szolgáltatások inflációja a szeptemberi 3,7 százalékról októberben 3,9 százalékra emelkedett.

A Fed novemberi kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal 4,50-4,75 százalékra csökkentette az irányadó ráta célsávját. A Fed Nyiltpiaci Bizottságának közleménye szerint a foglalkoztatási és inflációs célok elérését övező kockázatok közel kiegyensúlyozottak. Jerome Powell a döntést követő sajtótájékoztatóján elmondta, hogy az aktuális mutatók arra utalnak, hogy a gazdaság szilárd ütemben bővül, valamint tovább folytatódik a munkaerőpiaci kondíciók lazulása.

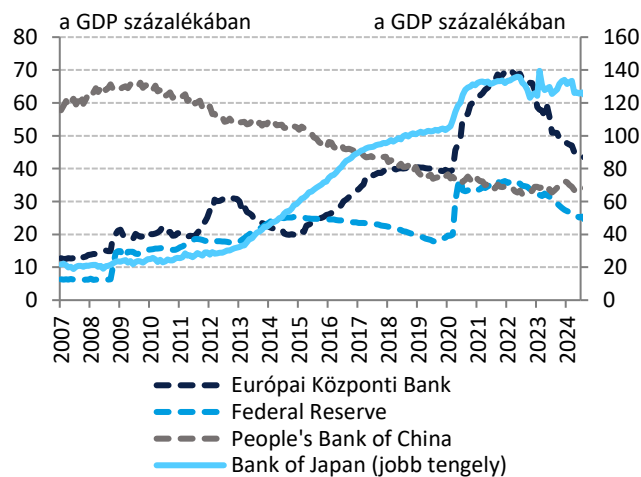
3-4. ábra: Nyersanyagárak alakulása



Megjegyzés: Az ábrán a 2020. januárhoz viszonyított változást ábrázoltuk.

Forrás: Bloomberg

3-5. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok mérlegfőösszegének alakulása



Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

Hangsúlyozta, hogy az amerikai elnökválasztás eredménye nincs hatással a jegybanki döntésekre.

A Fed mérlegfőösszegének fokozatos csökkenése tovább folytatódott az elmúlt negyedév során, amely 2024. december elején 6952 milliárd dolláron, a GDP 23,7 százalékán alakult (3-5. ábra).

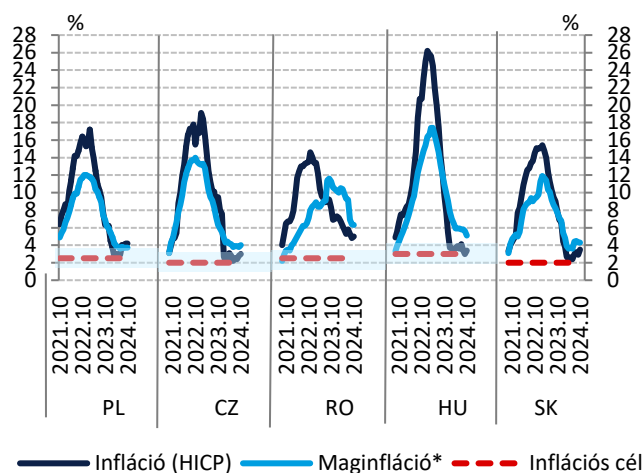
Az euroövezetben az infláció szeptemberben 1,7 százalékra, a jegybank 2 százalékos inflációs célja alá csökkent, majd októberben a jegybanki célon alakult, ahonnan novemberben 2,3 százalékra emelkedett. A maginfláció október és november hónapban is 2,7 százalékon alakult.

Az EKB októberi, majd decemberi kamatdöntő ülésén is 25 bázispontos kamatsökkentést hajtott végre, melynek következtében az irányadó betéti ráta 3,0 százalékra csökkent. A jegybank a döntését az inflációs kilátásokról, az inflációs alapfolyamatok dinamikájáról és a monetáris transzmisszió erősségéről alkotott aktuális képe alapján hozta meg. Az októberi kamatdöntést követően Christine Lagarde, az EKB elnöke elmondta, hogy bár az infláció közelebb került a jegybanki célhoz, az infláció elleni küzdelem még nem ért véget. Hozzátette, hogy a belföldi infláció továbbra is magas és a geopolitikai feszültségek erősödése felfelé irányuló inflációs nyomást jelent. Az EKB mérlegfőösszege 2024. december elejére 6351 milliárd euróra, a GDP 42,7 százalékára csökkent (3-5. ábra).

A japán jegybank októberi kamatdöntő ülésén a többlettartalékokra kivetett kamatot 0,25 százalékon tartotta. A szeptemberi 2,5 százalékról októberben 2,3 százalékra mérséklődött az éves alapú inflációs ráta. Előretekintve az infláció jövőre és az azt követő évben 2 százalék körül alakulhat. Az inflációs alapfolyamatok várhatóan fokozatosan erősödnek, ahogy az inflációs várakozások emelkednek a bérek emelkedésének hatására. Kazuo Ueda, a japán jegybank elnöke elmondta, hogy szükség esetén a jegybank óvatos ütemben ismét emelheti a kamatokat.

A kínai jegybank 20 bázisponttal 1,5 százalékra csökkentette irányadó egyhetes fordított repo eszközének, valamint 1,95 százalékról 1,85 százalékra csökkentette kéthetes fordított repo eszközének kamatát. A jegybank a korábbi irányadó középtávú hiteleszközének kamatát 2,3 százalékról 2,0 százalékra módosította. A jegybank emellett 0,5-0,5 százalékponttal rendre 9,5, illetve 7,5 százalékra mérsékelte a legnagyobb és közepes méretű bankok kötelező tartalékrátáját. A jegybank továbbá két új eszközt vezetett be a részvénypiac támogatására, valamint az állami vállalatok lakásfelvásárlásait támogató

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

refinanszírozási eszközének kondícióján is módosított. Az infláció a szeptemberi 0,4 százalékos szintjéről, októberben 0,3 százalékra, majd novemberben 0,2 százalékra csökkent. A jegybank mérlegfőösszege októberben a GDP 34,5 százalékán alakult.

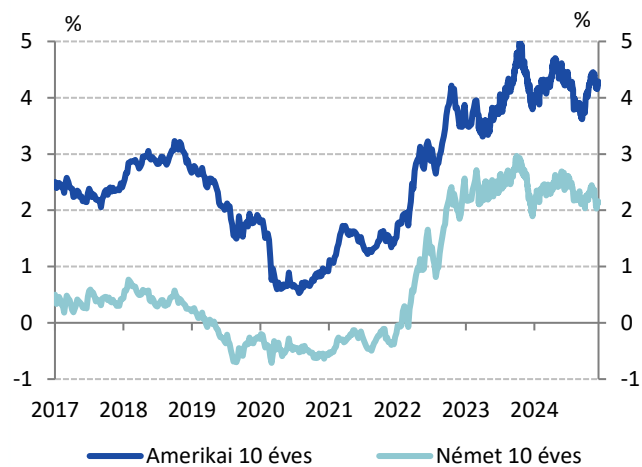
A lengyel jegybank az elmúlt negyedévben változatlan szinten, 5,75 százalékon tartotta az irányadó rátát. A következő negyedévekben az infláció várhatóan markánsan a jegybanki cél felett alakulhat elsősorban a lakossági energiaárak hatósági korlátjának feloldása miatt. Az infláció a szeptemberi 4,9 százalékról októberben 5,0 százalékra emelkedett, majd novemberben változatlan szinten alakult. A harmonizált fogyasztóiár-index 4,2 százalékon alakult szeptemberben és októberben (3-6. ábra).

A cseh jegybank szeptemberi és novemberi kamatdöntő ülése alkalmával 25-25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre. A döntéshozók megerősítették elkötelezettségüket a szigorú monetáris politika fenntartása mellett annak érdekében, hogy az infláció hosszú távon a 2 százalékos jegybanki cél közelében alakuljon. Az inflációt övező kockázatok és bizonytalanságok összességében enyhén felfelé mutatnak, továbbá a jegybank értékelése szerint a szolgáltató szektorban ismét emelkedett az inflációs nyomás. Aleš Michl, a cseh jegybank elnöke jelezte, hogy szükség esetén a monetáris lazítási ciklus felfüggesztése várható. Októberben az infláció 2,8 százalékra emelkedett a szeptemberi 2,6 százalékról, majd novemberben változatlan szinten maradt. A harmonizált fogyasztóiár-index októberben 3 százalékra emelkedett (3-6. ábra).

Októberi és novemberi kamatdöntő ülésén is az irányadó ráta 6,50 százalékos szinten tartása mellett döntött a román jegybank. Az inflációs kilátásokat jelentős bizonytalanságok övezik, amelyek főleg a fiskális politika jelenlegi és jövőbeli irányvonalából, a munkaerőpiac feszességéből, a bérdinamikából és az energiaárak jövőbeli alakulásából adódnak. Az éves inflációs ráta a szeptemberi 4,6 százalékról októberben 4,7 százalékra, majd novemberben 5,1 százalékra emelkedett. A harmonizált fogyasztóiár-index alapján (HICP) számított éves inflációs ráta 2024. szeptemberben 4,8 százalékra csökkent, az augusztusi 5,3 százalékos szintről, majd októberre 5 százalékra emelkedett (3-6. ábra).

Az elmúlt negyedévben változóképpen alakult és összességében romlott a befektetői hangulat a globális kereskedelmi viták várt erősödése, az ukrajnai és közkeleti gócpontokhoz kötődő geopolitikai kockázatok, valamint az amerikai és kínai gazdaságból érkező makrogazdasági adatok miatt. A hangulatromlás a

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



Forrás: Bloomberg

feltörekvő régiókat fokozottan érintette. A geopolitikai konfliktusok emellett elsősorban az energiaszektoron keresztül további érdemi kockázatokat hordozhatnak. A november eleji amerikai elnökválasztást megelőző időszakban a globális befektetői hangulat romlott a bizonytalanság emelkedésével egyidejűleg, miközben a pénzügyi volatilitás emelkedett. A mozgás legerőteljesebben a kötvénypiacokat érintette, de a devizaárfolyamok és a fejlett tőzsdeindexek ingadozása is megnőtt. A választásokat követően az eszközárak alakulásában leginkább az új amerikai adminisztrációtól várt gazdaságpolitikai irányvonallal, valamint a fejlett piaci jegybankok kamatpolitikájával kapcsolatos várakozások játszottak szerepet. A piacon árazott kamatpálya a Fed esetében a gazdaság kedvező állapotát mutató adatok hatására feljebb tolódott, míg az EKB esetében a kedvezőtlen beérkező makrogazdasági adatok hatására lejjebb került, hozzájárulva a dollár számottevő erősödéséhez az időszak során.

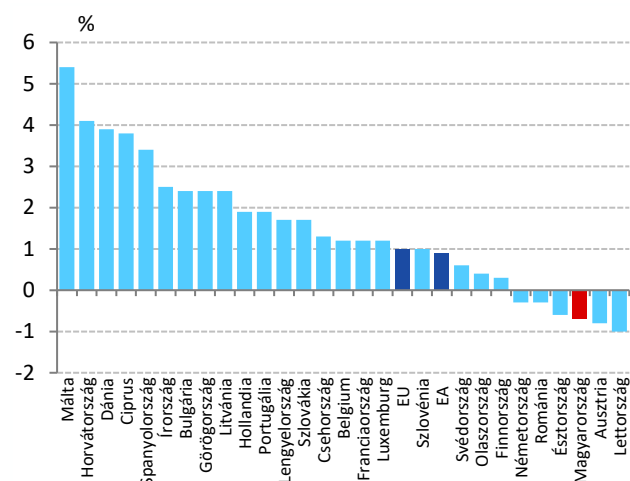
Az USA hosszú kötvényhozamok emelkedtek, a dollár jelentősen erősödött. Az amerikai 10 éves hozam közel 60 bázisponttal, 4,3 százalékra nőtt, míg a német 10 éves hozam 4 bázisponttal lejjebb került, így 2,16 százalékon jegyzik (3-7. ábra). A japán 10 éves hozam az előző negyedévhez képest 20 bázisponttal, 1,04 százalékra nőtt. A feltörekvő kötvénypiaci hozamok is emelkedtek az időszak során, a régióban a román 10 éves hozam 35 bázisponttal, a magyar 10 éves 4 bázisponttal, a cseh hozamok 25, míg a lengyel hozamok 38 bázisponttal kerültek feljebb. A fejlett gazdaságok részvényeit gyűjtő MSCI index 4,1 százalékkal nőtt, míg a feltörekvő részvényindex 0,8 százalékkal emelkedett. Az amerikai dollárhoz képest az euró és az angol font 6,1, illetve 4,5 százalékkal gyengült az elmúlt negyedév során, míg a svájci frank 4,9, a japán jen pedig 6,8 százalékkal értékelődött le.

A piaci árazások alapján a Fed tovább csökkentheti irányadó kamatait még az idei évben. A Fed és az EKB az elmúlt negyedév kamatdöntő ülésein csökkentett az irányadó kamatszinteken, és a piaci árazások az év utolsó kamatdöntésére a Fed esetében közel 100 százalékos esélyt mutatnak a csökkentésre, míg az EKB esetében a piac 50 bázispontos csökkentést áraz a januári ülésre.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A bruttó hazai termék 2024 harmadik negyedében a nyers adatok alapján 0,8 százalékkal csökkent éves bázison. A szezonálisan és naptárhatással kiigazított, valamint kiegyensúlyozott adatok alapján éves és negyedéves alapon is 0,7 százalékkal mérséklődött a hozzáadott érték. A nemzetgazdaság harmadik negyedévi visszaesése elsősorban a termelő ágazatokhoz köthető, míg a szolgáltatások bővülése tompította a visszaesést. Felhasználási oldalról a háztartások fogyasztása mellett a készletváltozás támogatta az éves alapú növekedést, míg a beruházások és a nettó export visszafogták a bővülést.

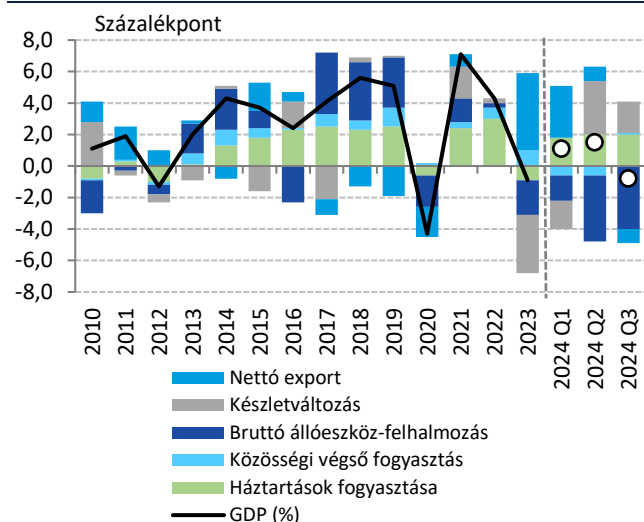
3-8. ábra: A GDP éves változása 2024. harmadik negyedében az Európai Unió országaiban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

Forrás: Eurostat

3-9. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója



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

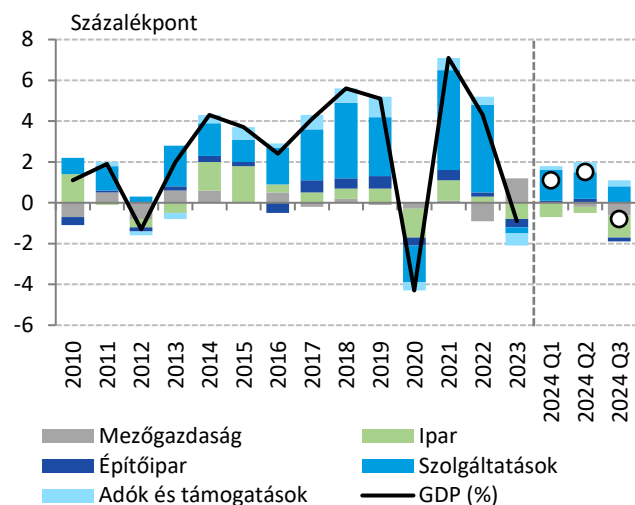
Forrás: KSH, MNB

A bruttó hazai termék 2024 harmadik negyedében 0,8 százalékkal csökkent éves alapon a nyers adatok alapján. A beérkező adat elmaradt a szeptemberi Inflációs jelentésben közölt várakozásunktól. A nemzetközi összevetéshez használt szezonálisan és naptárhatással igazított adatok szerint éves és negyedéves alapon is 0,7 százalékkal mérséklődött a magyar GDP. Az Európai Unió gazdasága 1,0 százalékkal, az eurozónáé pedig 0,9 százalékkal bővült a harmadik negyedében (3-8. ábra).

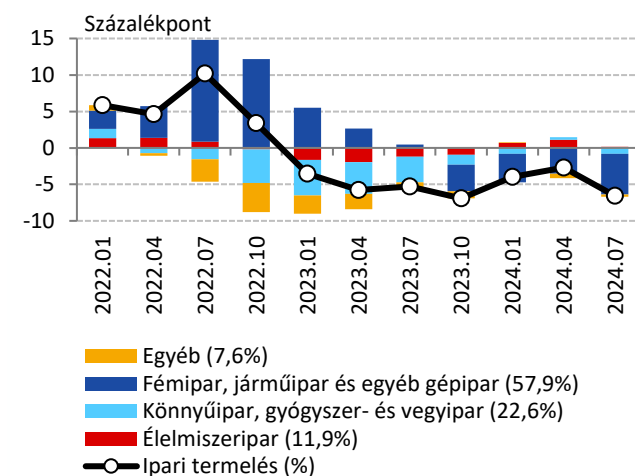
A fogyasztás bővülése a pozitív reálbérdinamikával és az kedvező lakossági jövedelmi folyamatokkal összhangban folytatódott. A háztartások fogyasztási kiadása 2024. harmadik negyedében 4,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva, 2,0 százalékponttal hozzájárulva a GDP növekedéshez (3-9. ábra). A háztartások hazai fogyasztási kiadása 4,1 százalékkal bővült. A hazai fogyasztási kiadások volumene minden csoportban nőtt: a tartós termékek 1,6, a félig tartós termékek 4,6, a nem tartós termékek 4,8, a szolgáltatások pedig 4,0 százalékkal bővültek. A közösségi végső fogyasztás 0,9 százalékkal nőtt a harmadik negyedében.

2024. októberben a kiskereskedelmi forgalom 3,6 százalékkal, az online pénztárgépek inflációval korrigált forgalma 4,9 százalékkal volt magasabb az előző év azonos időszakához képest. Az online pénztárgép forgalom abban tér el a kiskereskedelmi értékesítésektől, hogy tartalmazza például a vendéglátás, a taxiszolgáltatás és a szálláshelyszolgáltatások egy részének forgalmát is.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás 14,0 százalékkal mérséklődött 2024 harmadik negyedében éves alapon, ami 4,0 százalékponttal lassította a gazdasági növekedést. Az építési beruházások 13,3, a gép- és berendezésjellegűek 18,4 százalékkal estek vissza. Az egyes nemzetgazdasági szektorok közül egyedül a lakossághoz kapcsolódó ingatlanügyletek beruházásai (+10,9 százalék) bővültek. A külföldre termelő ágazatok investícióinak visszaesése már második negyedéve meghaladja a 25 százalékot, az államhoz közvetetten kapcsolódó (kvázifiskális) ágazatok beruházásai 15,4 százalékkal estek vissza, a szűk értelemben vett állami szektor (közigazgatás, oktatás, egészségügy) beruházásainál

3-10. ábra: A GDP éves változásának termelési oldali dekompozíciója


Forrás: KSH

3-11. 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

pedig négy bővülő negyedévet követően 22,4 százalékos visszaesést regisztráltak.

A készletváltozás az előző negyedévhez hasonlóan 2024 harmadik negyedévében is érdemben, 2,0 százalékponttal növelte a GDP éves változását.

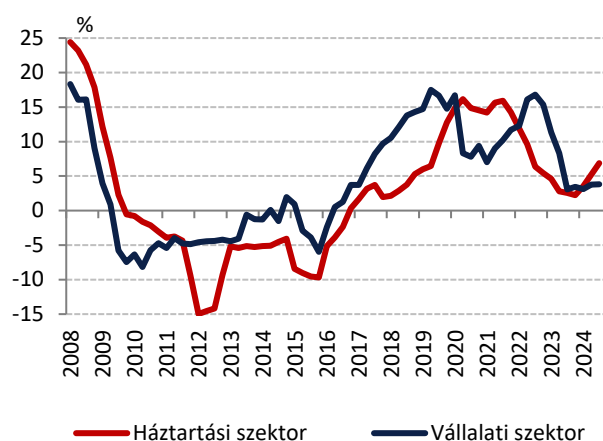
2024 harmadik negyedévében a nettó export hozzájárulása negatívba fordult, és 0,9 százalékponttal mérsékelte a GDP növekedését. Ez annak a következménye, hogy az import volumene (-0,9 százalék) az exporténál (-1,9 százalék) kisebb mértékben csökkent. Az áruexport 3,4 százalékkal csökkent, míg a szolgáltatások kivitele 2,1 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. Az áruimport 1,5 százalékkal mérséklődött, a szolgáltatások importja 0,9 százalékkal bővült. A külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 1,8 milliárd eurós többletet mutatott a harmadik negyedévben. A cserearány 1,2 százalékkal romlott éves bázison, amit az ásványi fűtőanyagok, élelmiszerek, valamint gépek és szállítóeszközök negatív hozzájárulása magyaráz. 2024. októberben a külkereskedelmi termékforgalom egyenlege 965 millió eurós többletet mutatott az előzetes adatok szerint. Az előző hónapoz képest 16 millió euróval javult, míg az előző év azonos időszakához képest 127 millió euróval romlott az egyenleg. Az áfarezidensekkel korrigált egyenleg 198 millió eurós többletet mutatott. Októberben az áruexport euróban számolt értéke 0,8 százalékkal csökkent éves alapon. Az áruimport euróban kifejezett nominális értéke 0,2 százalékkal nőtt egy év alatt.

A nemzetgazdaság harmadik negyedévi visszaesése elsősorban a termelő ágazatokhoz köthető, a szolgáltatások bővítése tompította a visszaesést (3-10. ábra). Az ipar teljesítménye 4,4, azon belül a feldolgozóipar hozzáadott értéke 6,2 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához mérten. A feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb mértékben a fémipar, járműipar és egyéb gépipar járult hozzá a csökkenéshez (3-11. ábra).

Az építőipari termelés értéke 4,0 százalékkal csökkent a harmadik negyedévben az előző év azonos időszakában mérthez képest. Az épületek építése 2,2, míg az egyéb építmények építése 11,0 százalékkal csökkent a harmadik negyedévben éves alapon. Az építőipari vállalkozások szeptember végi szerződésállományának volumene 36,0 százalékkal meghaladta az előző év azonos időszakit, a megkötött új szerződések volumene pedig 2,7 százalékkal nőtt.

A mezőgazdaság hozzáadott értéke a harmadik negyedévben 14,9 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakában regisztrálttól. Az aszály a kukorica és a

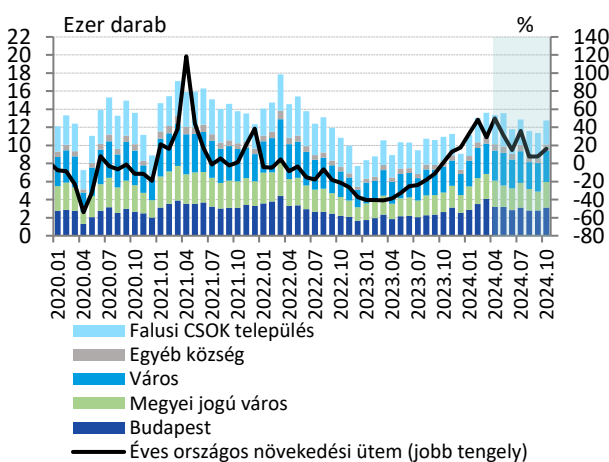
3-12. ábra: A teljes vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása



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

Forrás: MNB

3-13. ábra: Lakáspiaci tranzakciók száma településtípusonként



Megjegyzés: Az ábrán kizárólag a magánszemélyek általi, 50 és 100 százalékos tulajdonszerzések szerepelnek. 2023. januártól 2024. márciusig a NAV illeték adatbázis adatai a településtípusonkénti feldolgozottsági szint becslése alapján korrigálva. A kiemelt hónapok ingatlanközvetítők tranzakciói és becsült piaci részesedése alapján.

Forrás: Lakáspiaci közvetítők adatbázis, MNB, NAV

napraforgómag termésmennyisége esetében várhatóan leginkább a harmadik negyedévben érezte hatását, míg a búza- és árpatermés a betakarítási terület csökkenése miatt lett alacsonyabb.

A szolgáltatások hozzáadott értéke összességében 1,9 százalékkal emelkedett 2024 harmadik negyedévében. A bővülés széleskörű volt, a legnagyobb emelkedést a művészet, szabadidő, egyéb szolgáltatások nemzetgazdasági ágban (+5,9 százalék) regisztrálta a KSH. Emellett a szállítás, raktározás ág hozzáadott értéke 2,8, az információ és kommunikációé 2,6 százalékkal, míg a turizmus, valamint a pénzügy, biztosítási tevékenységé 2,4 százalékkal nőtt. A nagy súlyt képviselő kereskedelem, gépjárműjavítás szektor hozzáadott értéke 1,3 százalékkal emelkedett. Az államhoz köthető szolgáltatások (közigazgatás, védelem; kötelező társadalombiztosítás, oktatás, humánegészségügyi, szociális ellátás) összességében 1,9 százalékkal bővültek. A humánegészségügy és szociális ellátás ágazatban 2,3 százalékos, az oktatás ágazatban 3,8 százalékos, míg a közigazgatás, védelem; kötelező társadalombiztosítás ágazatban 0,4 százalékos növekedést mértek.

2024 harmadik negyedévében élénk maradt a hitelkereslet a háztartási hitelpiacon, míg a vállalati hitelek esetében kivárást tapasztaltak a bankok. A teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási és vállalati hitelállományának éves növekedési üteme 6,9, illetve 3,8 százalékot ért el szeptember végén (3-12. ábra). A vállalati szektorban a kvv hitelállomány alapfolyamatokat jobban megragadó éves növekedési üteme előzetes adatok alapján 1,0 százalékponttal lassulva -0,4 százalékpontot ért el szeptember végén. A harmadik negyedévben az új szerződéskötések a háztartási szektorban 72 százalékkal bővültek, míg a vállalati szektorban 19 százalékkal mérséklődtek éves összevetésben. A hitelezési felmérés válaszai alapján a bankok a fogyasztási hitelek iránti kereslet élénkülését tapasztalták a harmadik negyedévben, míg a vállalati hitelpiacon a bankok szűk köre a kereslet mérséklődését jelezte.

A lakáspiaci adásvételek száma továbbra is emelkedik éves összevetésben (3-13. ábra). 2024 harmadik negyedévében a magánszemélyek lakáspiaci tranzakcióinak száma 35,8 ezret tett ki országosan, így 16 százalékkal meghaladta az előző év azonos időszakos tranzakciószámot. A fővárosban 31, a megyei jogú városokban 16, a többi városban 18, a falusi CSOK-ra jogosult településeken pedig mindössze 3 százalékkal nőtt a lakáspiaci adásvételek száma a harmadik negyedévben éves alapon. Az MNB lakásárindex alapján 2024 második negyedévében az előző év azonos időszakához képest országosan 9,3 százalékkal emelkedtek,

ezen belül a fővárosban szintén 9,3, a vidéki városokban átlagosan 8,7, a községekben pedig 9,1 százalékkal nőttek a lakásárak. Előzetes adatok alapján 2024 harmadik negyedévében országosan 12,8, a fővárosban pedig 14,7 százalékra gyorsulhatott az éves lakásár-dinamika.

3-1. keretes írás: A hazai és német gazdasági teljesítmény elválása

A magyar gazdaság teljesítménye nagymértékben függ legfontosabb külkereskedelmi partnerétől, Németországtól. Német tulajdonban lévő vállalatoknál közel 230 ezer ember, az összes foglalkoztatott 4,9 százaléka dolgozik. Ezek a cégek összesen a magyar hozzáadott érték 7,2 százalékát termelték meg 2022-ben. Ennek megfelelően Németország hazánk legfontosabb kereskedelmi partnere is, az áru kivitel több mint negyede, a szolgáltatás export közel ötöde ide irányul. Hagyományosan a feldolgozóiparban, azon belül a járműgyártásban, illetve annak beszállítói ágazataiban a legjelentősebb a német jelenlét (Audi, BMW, Mercedes, Robert Bosch), de fontos munkáltató például a telekommunikációs szektorban a Deutsche Telekom is.

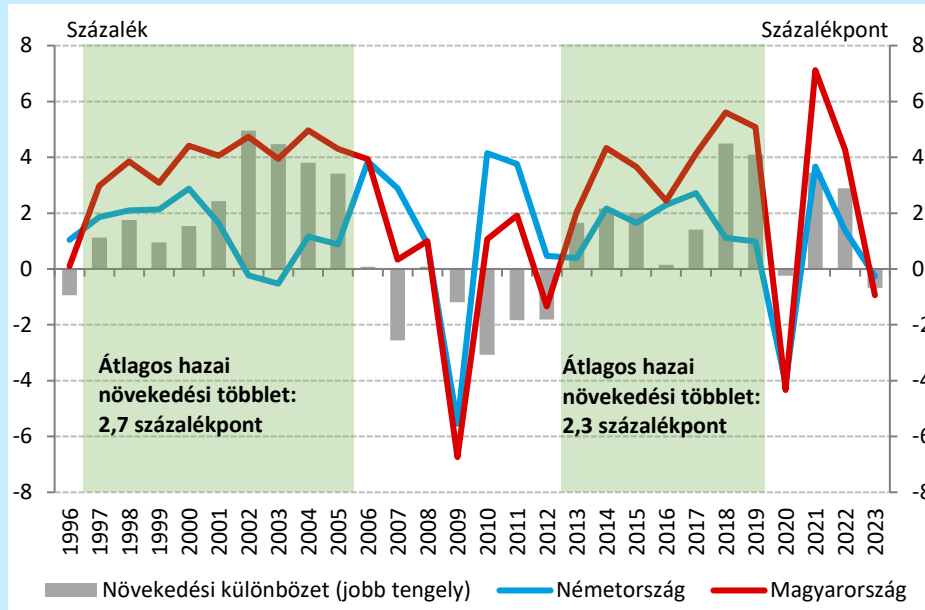
A két gazdaságot már a kilencvenes évek kezdetétől élénk ipari és kereskedelmi kapcsolatok jellemezték. Számos jelentős német ipari vállalat (Siemens, Bosch) közvetlenül a rendszerváltás után megkezdte magyarországi működését, az Audi pedig 1994-től motorokat, majd 1998-tól autókat gyárt a győri üzemében. A Mercedes kecskeméti üzeme 2012 óta működik és újabb fontos mérőföldkő az autóiipari kapcsolatok terén a 2025 második felében induló debreceni BMW-gyár.

A két ország szoros kapcsolata miatt a gazdasági ciklusok hasonlóan alakulnak, de a magyar gazdaságban e ciklusok erőteljesebben érvényesülnek. A hazai GDP dinamikája a németországinál nagyobb kilengéseket mutat. Kedvező konjunkturális időszakokban jellemzően a magyar növekedés felülmúlja a németet, de a válságok is erősebb hatást fejtenek ki a termelésre.

A GDP növekedésében 1997 és 2005 között, valamint 2013 és 2019 között alakult ki tartós hazai növekedési többlet (3-14. ábra). Míg Németországot a 90-es évek végén és a 2000-es évek elején magas munkanélküliség és alacsony GDP-bővülés jellemezte, ami miatt az országot „Európa beteg emberének” nevezték, addig hazánk ebben az időszakban dinamikus növekedést mutatott. Az 1990-es évtized végére teret nyerő növekedésbarát gazdaságpolitikának és a kiépülő új ipari kapacitásoknak köszönhetően Magyarország a régió éllovasává vált. Az egészséges, egyensúlyt őrző bővülés 2002-ig tartott, utána azonban az egyensúly megbomlott. A növekedés ugyan még évekig folytatódott, de jelentős egyensúlytalanságok épültek fel, ami a pénzügyi válság idején vissza is ütött. Az 1997-2005 közötti időszakban a magyar GDP átlagosan 2,7 százalékponttal nőtt gyorsabb ütemben a németnél.

A 2010 utáni hazai gazdaságpolitikai fordulat szintén jelentős növekedési többletet eredményezett. A pénzügyi válság, majd az euroövezeti adósságválság után a német gazdaság relatíve stabil foglalkoztatás mellett 1-3 százalék közötti tartományban növekedett, azonban a 2010-es évtized végére már strukturális problémákkal küzdött. Magyarországon a 2010-es évek elején bekövetkezett, a foglalkoztatás emelését középpontba helyező gazdaságpolitikai fordulatnak köszönhetően egyszerre valósulhatott meg a gazdasági növekedés és a pénzügyi egyensúly megtartása. A reformok beérését követően 2013 és 2019 között évente átlagosan 3,9 százalékkal bővült a magyar GDP, ami 2,3 százalékponttal haladta meg a német gazdaság növekedési ütemét. Összességében elmondható tehát, hogy a kedvező konjunkturális időszakok mellett a kellő időben végrehajtott, az egyensúlyt megőrző gazdasági reformok is szükségesek voltak a tartós növekedési többlet kialakításához.

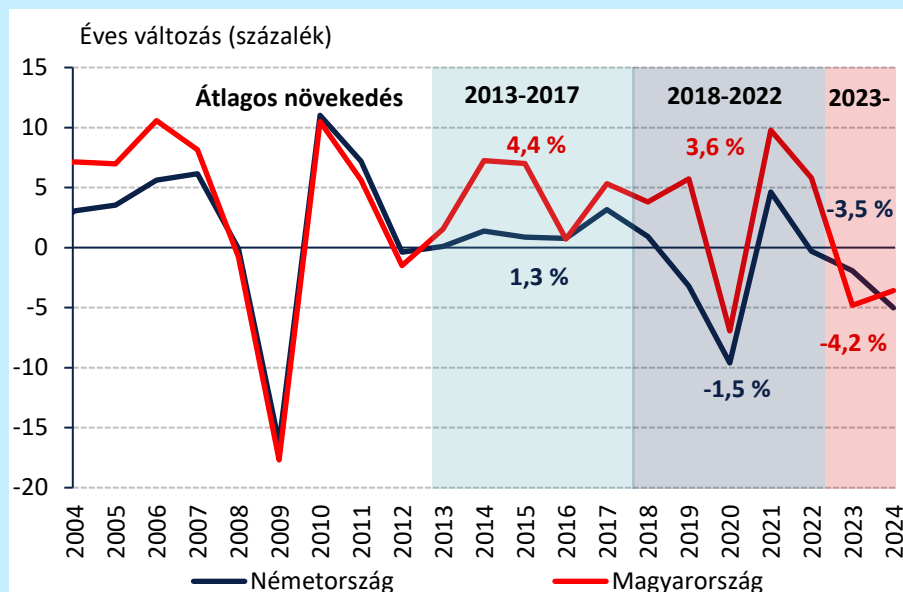
3-14. ábra: A magyar és a német GDP éves változása



Forrás: Eurostat

A hazai ipar növekedési többlete olyan időszakokhoz volt köthető, amikor jelentős külföldi működőtőke áramlott Magyarországra és a termelési lánc átrendeződése miatt az exportpiaci részesedésünk növekedett (3-15. ábra). A 2008-09-es pénzügyi válságig a két ország ipari termelése hasonlóan alakult. Ezt követően végbement egy szerkezeti átalakulás a hazai termelésben: míg a 2000-es években az elektronikai termékek gyártásának volt a legnagyobb a növekedési hozzájárulása, az ágazat hazai leépülésével a 2010-es évektől kezdve az autógyártás dominált. Ezt jól mutatja, hogy 2010 és 2019 között a hazai ipari termelés átlagosan 4,6 százalékkal bővült évente, amihez a járműgyártás ágazat átlagos növekedési hozzájárulása 2,3 százalékpont volt. Ezt nagyban segítették a Mercedes és Audi 2010-es évek elején megvalósult jelentős beruházásai, amelyek felfutásával 2013 és 2015 között évente átlagosan 3,2 százalékkal nőtt az exportpiaci részesedésünk. Ezzel párhuzamosan a német ipari kibocsátás a korábbinál lassabb ütemben, de egészen 2017-ig növekedni tudott. Az erőteljesebb hazai növekedési dinamikával a 2013 és 2017 közötti időszakban évente átlagosan 3,1 százalékpont volt a növekedési többlete a hazai iparnak.

3-15. ábra: Az ipari termelés szintjének alakulása Magyarországon és Németországban

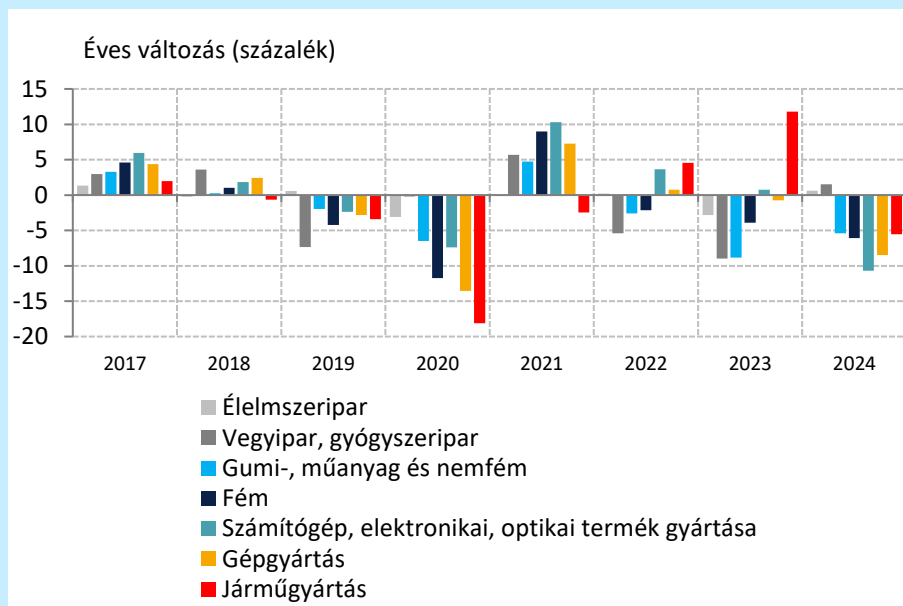


Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján. A 2024-es növekedési adatok az első tíz hónap adatai alapján.

Forrás: Eurostat

A német ipar strukturális problémái 2018 után kezdtek egyre erőteljesebben jelentkezni. Németországban 2018 és 2022 között évente átlagosan 1,5 százalékkal csökkent az ipari termelés, míg Magyarországon egészen 2022 második feléig a 2010-es években tapasztalhatóhoz hasonló mértékű növekedést regisztráltak, így az éves átlagos hazai növekedési többlet ebben az időszakban 5,1 százalékpont volt. Az egyes ágazatokat vizsgálva jól látszik, hogy a termelés visszaesése széleskörű volt a német iparon belül (3-16. ábra). A hazai szempontból kiemelt jelentőségű járműgyártás esetében szembetűnő a különbség a két ország között: míg Németországban az ágazat kibocsátása 2018 és 2022 között átlagosan 4,0 százalékkal mérséklődött, addig hazánkban átlagosan 2,0 százalékkal nőtt ugyanebben az időszakban. A német autóipar gyenge teljesítménye mögött elsősorban az elektromobilitás térnyerése és a zöld átállás lassúsága állt. A német autóipar nehézségei ellenére a hazai autógyártás, ami elsősorban a német gyárak teljesítményétől függ, nem mutatott érdemi lassulást egészen 2023-ig. Ennek oka, hogy míg a németországi üzemek egyre alacsonyabb kihasználtsággal működtek, addig a hazai gyárak termelése a COVID okozta sokktól eltekintve nem csökkent érdemben. Ez jól látszik az Audi termelési számaiból: 2015-ben az Európában gyártott autóknek 13,6 százalékát gyártották a győri üzemben (159 842 darab), 2023-ra ez az arány 18,1 százalékra nőtt (176 493 darab). A közelmúlt strukturális nehézségei tehát a hazai termelést kisebb mértékben érintették. Szintén segítették a hazai ipar bővülését az akkumulátorgyártáshoz kapcsolódó beruházások, amik elsősorban koreai vállalatokhoz (Samsung, SK) kötődnek.

3-16. ábra: A nagyobb súlyú német ipari alágazatok éves változása



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján. 2024 esetében az első kilenc hónap adatai alapján. Az ábrán szereplő ágazatok a német ipari termelés közel kétharmadát teszik ki.

Forrás: Eurostat

2022 végétől kezdődően az energiaválság és a gyenge európai konjunktúra a hazai iparban is éreztették a hatásukat. 2023-tól 2024 szeptemberéig a hazai ipari kibocsátás átlagosan 4,2 százalékkal mérséklődött, ami meghaladja a német iparban ugyanabban az időszakban mért 3,5 százalékos csökkenést. A gyenge teljesítményt mindkét gazdaságban eleinte az energiaintenzív ágazatok visszaesése magyarázta. 2023 végétől kezdve az elektromos autók iránti csökkenő kereslet és a gyenge európai konjunktúra hatására jelentős volt az autógyártás és az akkumulátorgyártást is magában foglaló villamos berendezések ágazatok visszaesése.

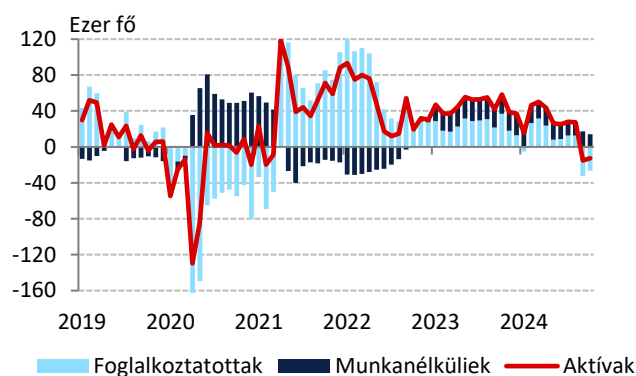
Az európai konjunktúra helyreállásával a hazai és német ipar újra bővíülhet. A korábbi ipari felfutásokhoz hasonlóan a hazai termelést és ipari exportot nagyban segítheti az elmúlt években beáramló működőtőke: a járműipari (BMW, BYD) és akkumulátoripari (CATL) beruházások 2025-től kezdhetnek termelni. Ezzel párhuzamosan a német gazdaság és ipari termelési lánc jelentős kihívások előtt áll. A német járműipar helyzetét nehezíti, hogy a jövőre életbe lépő új károsanyag-kibocsátási határértékek arra kényszerítik a gyártókat, hogy növeljék a tisztán elektromos meghajtású járművek arányát az új eladások esetében, amivel érdemben emelkedhet az elektromos meghajtású járművek részaránya az európai eladásokban. Kérdés ugyanakkor, hogy a bevezetett védővámok képesek-e megállítani a kínai gyártók térnyerését, valamint a Kína részéről várható reakciók okoznak-e fennakadást az akkumulátorgyártás ellátási láncában, ahol továbbra is jelentős

az európai gyártók kitétsége. További kockázatot jelentenek az USA esetleges importcsökkentő lépései, mivel az európai autóipar számára az Egyesült Államok még Kínánál is fontosabb felvevőpiac: 2023-ban az európai közúti jármű-export értékének 10,6 százaléka irányult Kínába, míg 19,3 százaléka az USA-ba. A német ipar visszaesését a többi ágazat sem tudta ellensúlyozni rövid távon. Az információs technológiák (IT) területén jelentős lemaradásban van Németország, az Európai Bizottság felmérése alapján 2022-ben a kutatás-fejlesztési (K+F) kiadásokat tekintve legnagyobb német vállalatok esetében a teljes K+F kiadások 50,1 százaléka kötődött az autóiparhoz, míg az IT-szektorhoz mindössze 8,5. Ezzel szemben az Egyesült Államokban az IT-szektor esetében az arány 54,6 százalék, Kína esetében pedig 31,4 százalék volt.

3.3. Munkaerőpiac

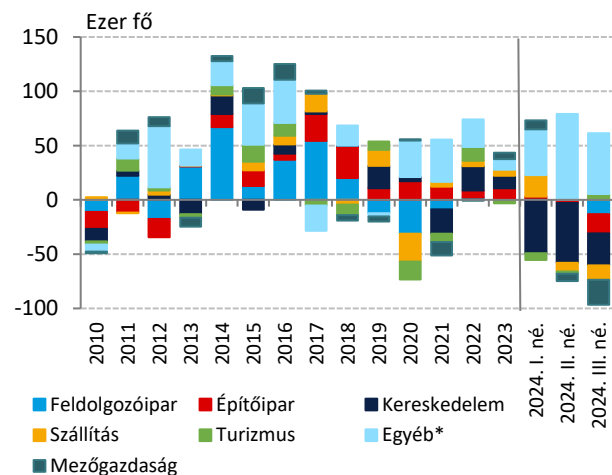
A foglalkoztatottak száma a szeptemberi csökkenést követően októberben stabilizálódott, de továbbra is magas szinten alakul. A munkaerőpiaci aktivitás szintje szintén mérséklődött az utóbbi hónapokban. A munkanélküliségi ráta 4,5 százalékon alakult októberben. Az üres álláshelyek száma 2024 harmadik negyedévében érdemben nem változott a versenyszférában, ami arra utal, hogy a munkaerőkereslet mérséklődése megállt. A versenyszférában a bruttó átlagkereset 11,9 százalékkal nőtt szeptemberben az előző év azonos időszakához képest.

3-17. ábra: A munkaerőpiaci aktivitás éves változásának felbontása



Forrás: KSH

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



Megjegyzés: *Egyéb ipari és piaci szolgáltató ágazatok.

Forrás: KSH

3.3.1. Foglalkoztatás és munkanélküliség

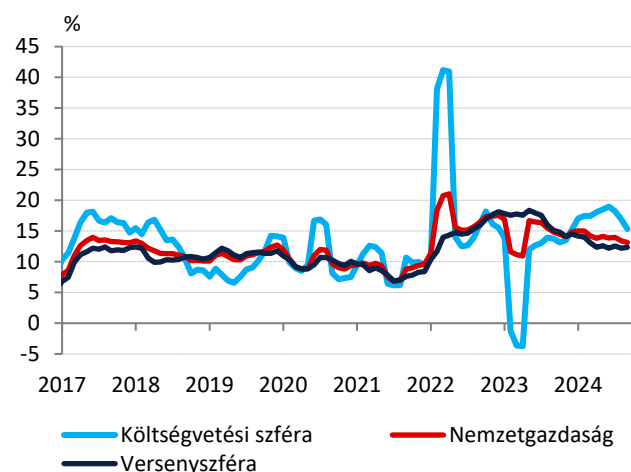
A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma továbbra is magas szinten alakul. 2024 októberében a 15-74 éves foglalkoztatottak létszáma 4 millió 699 ezer fő volt, így a foglalkoztatás szintje 27 ezer fővel csökkent az előző év azonos időszakához képest (3-17. ábra). A KSH szeptember hónapban vezette át a 2022-es, a vártnál alacsonyabb népszámlálási adatokat a foglalkoztatási és munkanélküliségi statisztikákban. Ennek eredményeképp a foglalkoztatottak számának szintje 20-30 ezerrel csökkent az elmúlt időszakra vonatkozóan, a munkanélküliek száma viszont nem változott. A szezonálisan igazított adatok alapján októberben a foglalkoztatottak száma 2 ezer fővel nőtt az előző hónaphoz képest.

A foglalkoztatás eltérően alakul az egyes ágazatok között.

A negyedéves frekvencián rendelkezésre álló részletes ágazati adatok alapján a piaci szolgáltató szektorban nőtt a létszám, a feldolgozóiparban enyhén csökkent, az építőiparban és a mezőgazdaságban jelentősebben mérséklődött a foglalkoztatottak száma a harmadik negyedévben az előző év azonos időszakához képest. A piaci szolgáltató szektoron belül eltérő ágazati tendenciák húzódnak meg. Míg a kereskedelemben és a szállítás, raktározás területén csökkenés volt tapasztalható, az adminisztratív és szolgáltatást támogató, a pénzügyi és biztosítási, az információ, kommunikáció, valamint a szakmai, tudományos, műszaki tevékenység területén nőtt a létszám (3-18. ábra). Az állami szféra ágazatainak belül az oktatásban stagnált, a közigazgatásban csökkent, míg az egészségügyben nőtt a foglalkoztatottak száma éves alapon. Az üres álláshelyek száma a harmadik negyedévben érdemben nem változott a szezonálisan igazított adatok alapján. A teljes munkaidő egyenértékes (TME) létszám 2024 harmadik negyedévében 0,8 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakától.

A munkanélküliségi ráta nyers adatok alapján 4,5 százalék volt 2024 októberben. A KSH háromhavi mozgóátlagon alapuló módszertanával számított munkanélküliségi ráta hasonló szinten, 4,6 százalékon alakult 2024 augusztusa és októbere között átlagosan. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony a munkanélküliek hazai aránya.

3-19. ábra: A bruttó átlagkeresetek éves változása a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

A munkaerőpiaci aktivitás szintje az elmúlt hónapokban csökkent. A gazdaságilag aktívak száma a szezonálisan igazított adatok alapján március óta csökken, a mérséklődés az elmúlt hónapokban a foglalkoztatás visszaeséséhez köthető. Szeptember óta már éves összevetésben is érdemi mérséklődést láthatunk a munkaerőpiaci aktivitás szintjében, amely októberben 13 ezer fővel volt alacsonyabb az előző év azonos időszakához képest.

3.3.2. Bérek

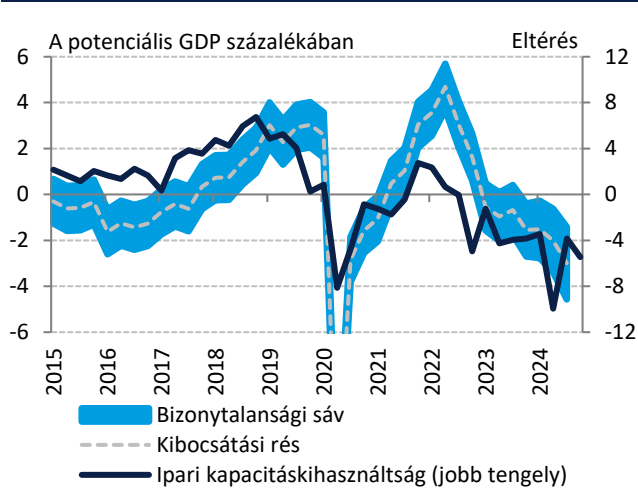
A bérezési folyamatok továbbra is erősek, azonban a bérdinamikában enyhülés tapasztalható. 2024 szeptemberében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 11,9 százalékkal, a rendszeres kereset 12,2 százalékkal nőtt éves alapon, míg a prémiumkifizetések mértéke elmaradt a korábbi évek mértékétől. A bruttó és a rendszeres keresetek éves növekedési üteme is enyhén lassult. A költségvetési szférában az év első feléhez képest jelentősen csökkent az éves bérdinamika, szeptemberben 14,1 százalékot ért el. A nemzetgazdaság egészét tekintve 12,5 százalékkal emelkedtek a bruttó átlagkeresetek (3-19. ábra).

A régiós országok körében a román után a hazai nominális bérdinamika volt a második legmagasabb 2024 szeptemberében. Romániában 16,4 százalékkal, Lengyelországban 10,3 százalékkal, Szlovákiában 4,7 százalékkal nőttek a keresetek éves alapon. Csehország esetén csak negyedéves frekvencián állnak rendelkezésre bér adatok, melyek alapján az átlagbérek 7,0 százalékkal nőttek a harmadik negyedévben. A reálbérek Romániában és Magyarországon emelkedtek a legnagyobb mértékben a régióban szeptemberben. Az idei év elejétől már mindegyik régiós országban pozitív volt a reálbér-dinamika.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

2024 harmadik negyedében a magyar gazdaság 0,8 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva, az előző negyedévétől pedig 0,7 százalékkal maradt el. Az elmúlt negyedév visszafogott gazdasági teljesítményét leginkább az ipar, építőipar és a mezőgazdaság negatív hozzájárulása okozta. Becslésünk alapján a GDP a potenciális szintje alatt alakult 2024 harmadik negyedében is. A gazdaság ciklikus pozíciója 2023 eleje óta negatív előjelű, és így dezinflációs hatású. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága elmarad a historikus átlagtól, míg a következő hónapokra vonatkozó termelési várakozásai javulást mutatnak.

3-20. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv és az ipari kapacitáskihasználtság



Megjegyzés: A bizonytalansági sáv szélessége 1 szórásnyi terjedelmet fed le. A mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés. Ipari kapacitáskihasználtság esetében historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI, KSH, MNB-becslés

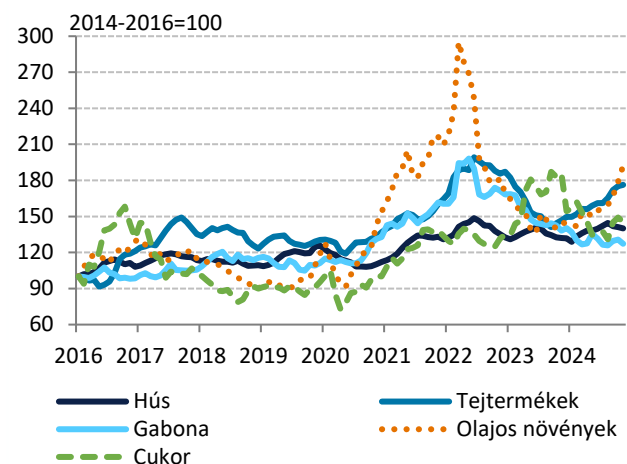
Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója 2023 eleje óta negatív előjelű, és így dezinflációs hatású. A magyar gazdaság 0,8 százalékkal csökkent 2024 harmadik negyedében az előző év azonos időszakához képest, és 0,7 százalékkal a megelőző negyedévhez viszonyítva. A visszafogott gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan a mezőgazdaság teljesítményétől szűrt kibocsátási rés továbbra is negatív tartományban alakul (3-20. ábra). A külső konjunktúra alakulásának szempontjából kockázatot jelentenek a visszafogott európai növekedési kilátások és a kiélezett geopolitikai helyzet. A külső kibocsátási rés szintén enyhén negatív tartományban alakult, amely hatással van a hazai ciklikus pozícióra.

A kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága elmarad a historikus átlagtól, a termelési várakozásai azonban javultak. A kapacitáskihasználtság enyhén romlott a megelőző negyedévhez képest, ugyanakkor a következő hónapokra vonatkozó termelési várakozások javultak, és meghaladják a historikus átlagot.

3.5. Költségek és infláció

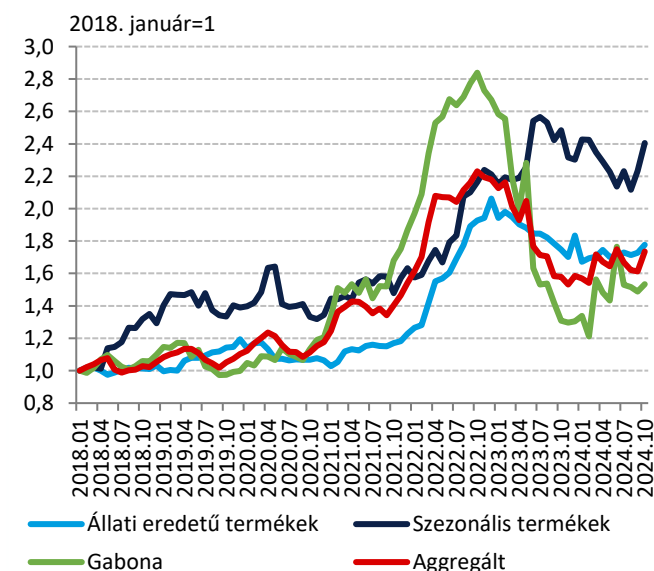
2024 novemberében a fogyasztói árak éves összevetésben 3,7 százalékkal emelkedtek. A maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt 4,4 százalékra mérséklődött. Az éves inflációs ráta 0,5 százalékponttal emelkedett az előző hónaphoz képest, amit túlnyomó részben az üzemanyagok gyorsuló árdinamikája magyarázott. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó, éves bázison számított mutatóink nem változtak érdemben. Havi bázison a teljes fogyasztói kosár ára 0,5 százalékkal, míg a maginflációs kosár ára 0,3 százalékkal emelkedett. Az előző hónaphoz viszonyított árváltozás mértéke az infláció esetében érdemben, míg a maginfláció esetében enyhén magasabban alakult a historikus átlagnál.

3-21. ábra: A világszertei élelmiszerárak alakulása



Forrás: FAO

3-22. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján

Forrás: KSH

3.5.1. Termelői árak

Novemberben 0,5 százalékkal emelkedtek a világszertei élelmiszerárak az előző hónaphoz képest. Az őszi hónapokban az olajnövények, a cukor és a tejtermékek áremelkedését kismértékben ellensúlyozta a húsok árának havi alapú mérséklődése. A FAO adatközlése szerint 2023. novemberhez képest az élelmiszerárak 5,7 százalékkal emelkedtek, amit az olajos növények és a tejtermékek árának éves összevetésben jelentős emelkedése magyarázott. Az olajos növények árai éves alapon 32,2 százalékkal, míg havi alapon 7,5 százalékkal emelkedtek, elsősorban a várakozásoktól elmaradó globális termelés miatt. A tejtermékek árai az előző év azonos időszakához viszonyítva 20,1 százalékkal, októberhez képest 0,6 százalékkal emelkedtek. A gabonafélék árai éves összevetésben 8,0 százalékkal, havi bázison pedig 2,7 százalékkal csökkentek. A húsarok tavaly novemberhez képest 5,9 százalékkal magasabban, októberhez képest pedig 0,8 százalékkal alacsonyabban alakultak. A cukor világszertei ára éves összevetésben 21,7 százalékkal, havi bázison 2,4 százalékkal mérséklődött (3-21. ábra).

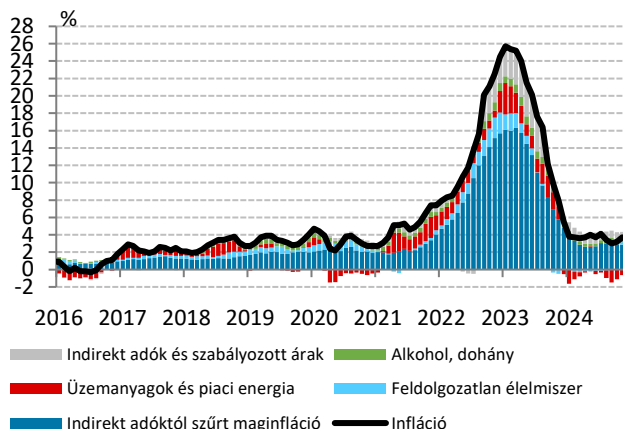
Októberben a hazai mezőgazdasági termelői árak az előző hónaphoz képest 7,6 százalékkal emelkedtek. Éves összevetésben az árak 9,9 százalékkal növekedtek, ami 2023 márciusa óta a legnagyobb áremelkedés éves alapon. A résztételek közül a gabona termelői árindexe emelkedett a legnagyobb mértékben éves alapon, 17,2 százalékkal. Az állati eredetű termékek árszintje 1,7 százalékkal nőtt tavaly októberhez képest. A szezonális termékek termelői árai egy év alatt 3,2 százalékkal lettek alacsonyabbak (3-22. ábra).

A belföldi értékesítésre szánt ipari termékek termelői árai éves bázison 0,5 százalékkal csökkentek 2024 októberében. A feldolgozóipar belföldi értékesítési árai 1,2 százalékkal emelkedtek az előző év októberéhez viszonyítva. Az élelmiszeriparban 2,5 százalékkal magasabban, míg az energiaiparban 4,0 százalékkal alacsonyabban voltak a termelői árak az előző év azonos időszakához képest.

3.5.2. Fogyasztói árak

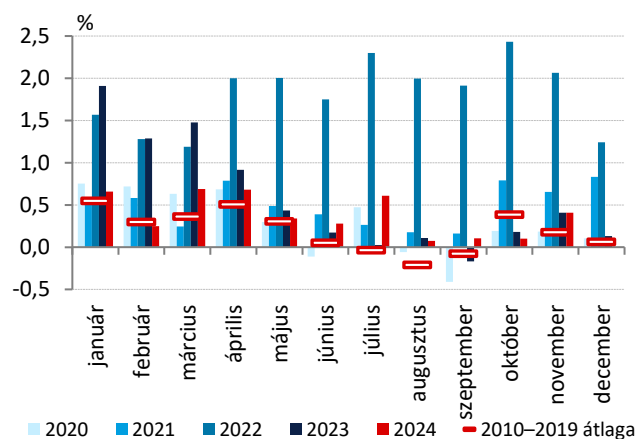
Éves összevetésben novemberben 3,7 százalékkal nőttek a fogyasztói árak. A fogyasztóiár-index 0,5 százalékponttal

3-23. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

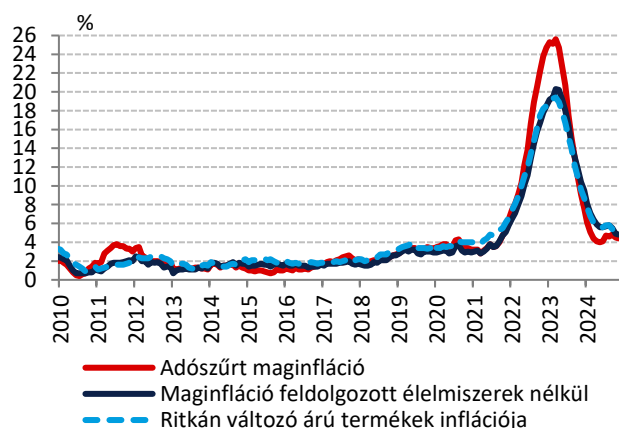
3-24. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemenyagok és szabályozott árak nélkül



Megjegyzés: Adószűrt, szezonálisan nem igazított havi változás

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

3-25. ábra: Az inflációs alapmutatók



Megjegyzés: A feldolgozott élelmiszerek nélküli maginfláció változatlan tartalom mellett a korábbi keresletérzékeny inflációnak felel meg. Az új elnevezést az indokolja, hogy általánosan ható jelentős költségcsökkentések időszakában a korábbi elnevezés félreérthető lehet.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

emelkedett az előző hónaphoz képest. Az infláció emelkedését túlnyomó részben az üzemenyagok gyorsuló árdinamikája magyarázta (3-23. ábra). Havi alapon a teljes fogyasztói kosár 0,5 százalékkal, az üzemenyagok és szabályozott árak nélkül számított kosár pedig 0,4 százalékkal drágult (3-24. ábra). A maginflációs kosár ára 0,3 százalékkal emelkedett. Az előző hónaphoz viszonyított árváltozás mértéke az infláció esetében érdemben, míg a maginfláció esetében enyhén magasabban alakult a historikus átlagnál. Az alapfolyamatokat jobban tükröző, feldolgozott élelmiszerek nélkül számított havi bázisú maginfláció 0,2 százalék volt.

A maginfláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció egyaránt 4,4 százalékra mérséklődött. Mindkét mutató 0,1 százalékponttal csökkent, amit a piaci szolgáltatások folytatódó deflációja okozott. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink nem változtak érdemben novemberben (3-25. ábra). Rövidebb bázisú (évesített 3hó/3hó) összevetésben a maginfláció csökkent, míg az infláció enyhén növekedett.

Az iparcikkek éves inflációja 1,5 százalékra emelkedett novemberben. Havi alapon a termékcsoport 0,1 százalékkal drágult (3-26. ábra és 3-27. ábra). A nem tartós iparcikkek ára 0,2 százalékkal emelkedett, míg a tartós iparcikkek ára 0,3 százalékkal csökkent. A forint árfolyam szeptember óta megfigyelt változásának hatása az iparcikkek árazásában nem érzékelhető.

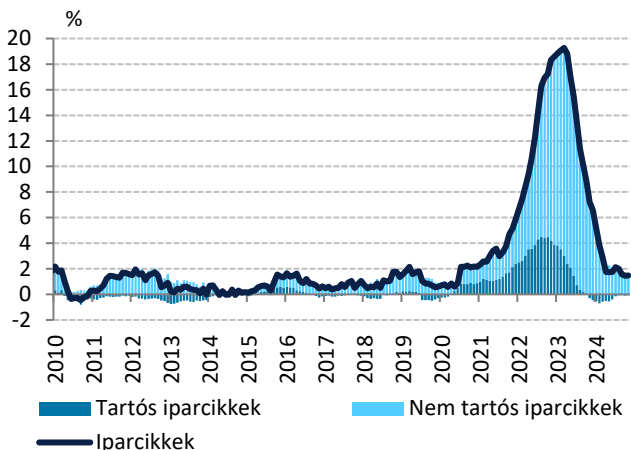
A piaci szolgáltatások éves bázisú árindexe 8,2 százalékra mérséklődött. Havi összevetésben 0,4 százalékkal növekedtek az árak, amit az egészségügyi szolgáltatások árának emelkedése magyarázott (3-28. ábra).

Az alkohol- és a dohánytermékek inflációja 4,0 százalékon alakult. A termékkör ára októberhez képest 0,3 százalékkal emelkedett.

Az MNB besorolása szerinti élelmiszerek inflációja 3,8 százalékra emelkedett novemberben. A termékkörön belül a feldolgozatlan élelmiszerek 6, a feldolgozott élelmiszerek 2,7 százalékkal drágultak éves összevetésben. A KSH adatközlése szerint 4,9 százalékkal növekedtek az élelmiszerárak, amelybe beletartoznak az éttermi étkezések 7,9 százalékkal emelkedő árai is. Októberhez képest a feldolgozatlan élelmiszerek 2,1 százalékkal drágultak elsősorban a friss zöldségek és a tojás árának emelkedése következtében. A feldolgozott élelmiszerek ára havi alapon 0,3 százalékkal nőtt, amit leginkább a tej és a tejtermékek, valamint a gyümölcslevek drágulása magyarázott.

Az üzemenyagok ára havi összevetésben 2,3 százalékkal emelkedett, amiben szerepet játszott az árretek

3-26. ábra: Az iparcikkek árváltozása



Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

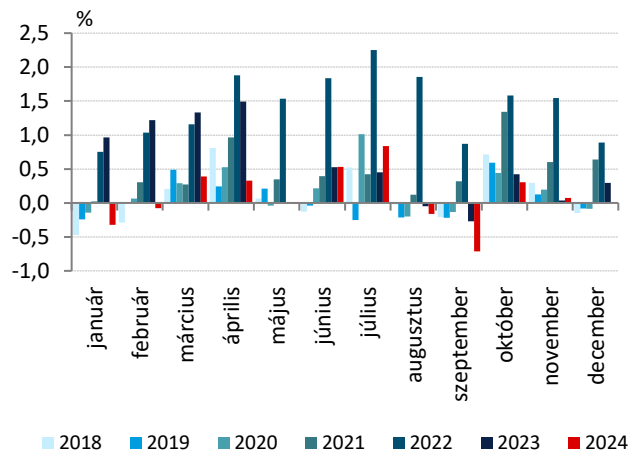
növekedése. Éves alapon 0,7 százalékkal emelkedtek az árak.

Novemberben az infláció megfelelt a szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzésének, a maginfláció alacsonyabban alakult a prognózisnál.

3.5.3. Inflációs várakozások

A lakossági inflációs várakozásokat jellemző csökkenő trend augusztus óta megtorpant. 2024 harmadik negyedévéhez képest a régiós országokban Lengyelország kivételével emelkedtek az inflációs várakozások (3-29. ábra).

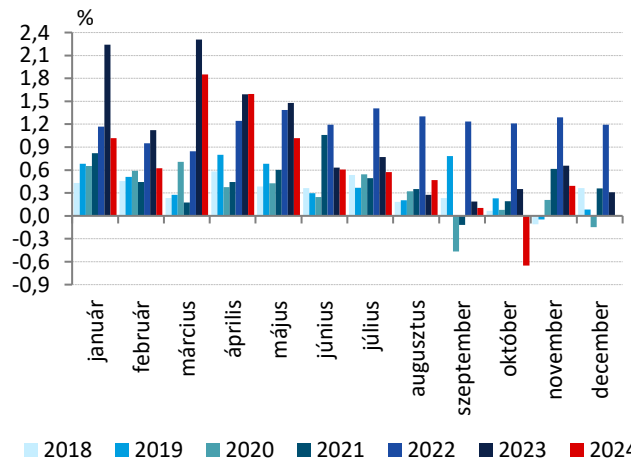
3-27. ábra: Az iparcikkek havi árváltozásának alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, havi változás.

Forrás: KSH adatok alapján MNB számítás

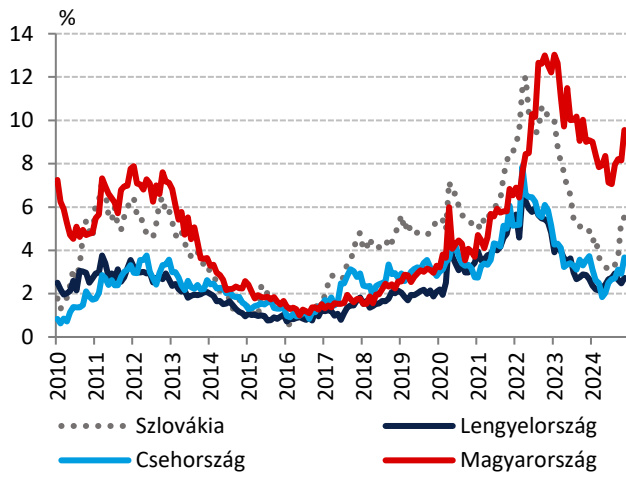
3-28. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.

Forrás: KSH, MNB

3-29. ábra: Inflációs várakozások a régióban



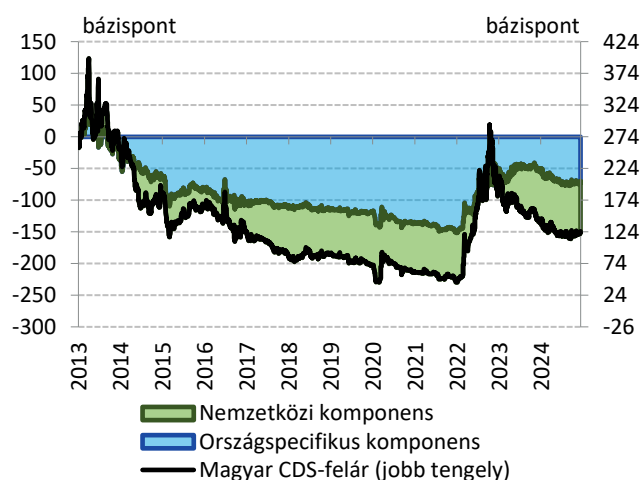
Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben a változékony és összességében romló globális befektetői hangulatot elsősorban az amerikai elnökválasztás gazdaságpolitikai következményei, az ukrajnai és közel-keleti gócpontokhoz kötődő geopolitikai kockázatok, valamint a meghatározó jegybankok kamatpolitikájával kapcsolatos várakozások befolyásolták. A piacon árazott kamatpályák eltérően alakultak az USA-ban és Európában. Az Amerikai Egyesült Államokból érkező kedvező makrogazdasági adatok hatására a Fed-től várt kamatpálya feljebb tolódott, míg az EKB esetében a kedvezőtlen beérkező adatok hatására lejjebb került. Az elmúlt negyedév során a forint a régiós devizáktól elszakadva számottevően gyengült. Az állampapírhozamok és a bankközi hozamok is emelkedtek az időszak során.

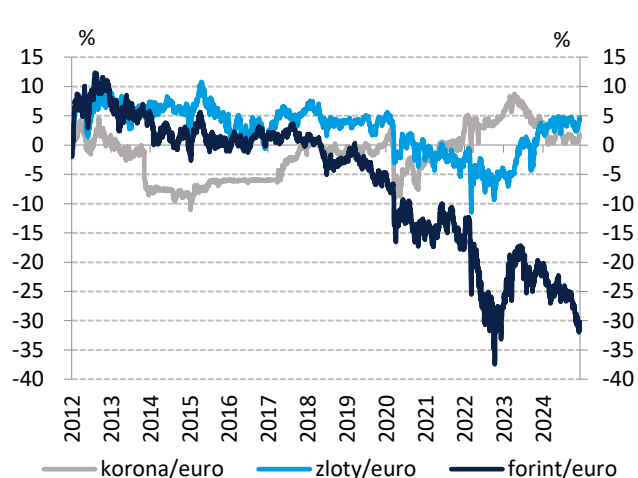
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

Forrás: Bloomberg, 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 emelkedett az időszak során. Az elmúlt negyedév során kisebb mozgásokkal változóan alakult, és összességében 11 bázisponttal 125 bázispontra nőtt a felár, melyhez nagyobb részt országspecifikus tényezők járultak hozzá (4-1. ábra).

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint az időszak során összességében 3,7 százalékkal gyengült az euróval szemben, amelynek háttérében a dollár számottevő erősödése mellett országspecifikus tényezők is álltak. Az időszak során a forint csupán kisebb megszakításokkal, fokozatosan leértékelődött, elszakadva a régiós devizáktól (4-2. ábra). A régióban a lengyel zloty 0,2 százalékkal míg a cseh korona árfolyama 0,1 százalékkal értékelődött fel. A román lej 0,1 százalékkal gyengült. A dollárral szemben a forint 10,5 százalékkal értékelődött le, míg a román lej és a cseh korona 6,4, a lengyel zloty pedig 6,3 százalékat gyengült.

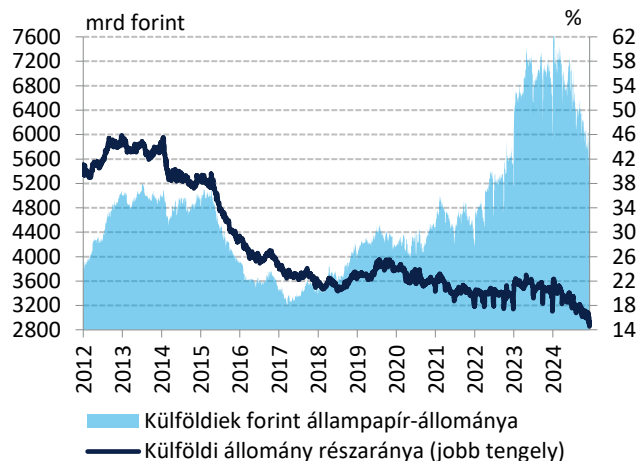
4.1.3. Állampapírpiac és hozamalakulás

Az elmúlt negyedév során csökkent a külföldiek állampapír állománya. A nem rezidensek forint állampapír-állománya 785 milliárd forinttal, 5571 milliárd forintra csökkent az időszak során. A forint állampapírokon belüli részarány is mérséklődött az elmúlt negyedévben, így 15,3 százalék körüli szinten áll (4-3. ábra).

A diszkontkincstárjegy aukciókon az időszak során jellemzően gyenge volt a kereslet az elmúlt negyedévben. Az államkötvény aukciókon ugyanakkor átlagosan közel másfélszeres mennyiségben fogadott el ajánlatokat az adósságkezelő. Az elmúlt negyedévben a DKJ és a kötvény aukciók átlaghozamai is emelkedtek. A 3 hónapos DKJ aukció esetében 30, míg a 10 éves kötvény aukció esetében 27 bázisponttal kerültek feljebb az átlaghozamok.

Az állampapír-piaci hozamgörbe egésze feljebb tolódott az időszak során (4-4. ábra). Összességében az öt éves hozam 8

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



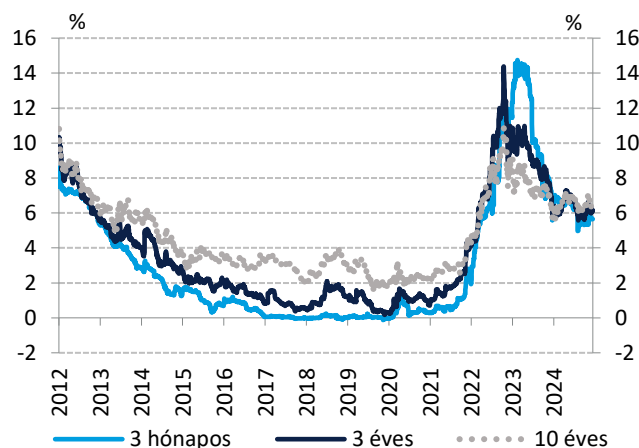
Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

Forrás: MNB

bázisponttal mérséklődött, míg a 3 éves hozam 27 bázisponttal, a 10 éves hozam pedig 9 bázisponttal került feljebb az elmúlt negyedévben. A bankközi hozamok közül a 3 hónapos BUBOR 5 bázisponttal 6,5 százalékra nőtt.

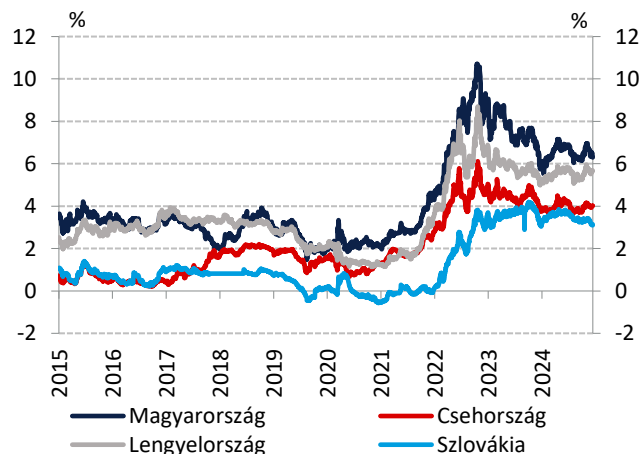
A régióban a hosszú referenciahozamok jellemzően emelkedtek az elmúlt negyedév során. A 10 éves hozamok Romániában 35 bázisponttal, Lengyelországban 38 bázisponttal, Csehországban 25 bázisponttal kerültek feljebb, miközben Szlovákiában 23 bázisponttal mérséklődtek (4-5. ábra).

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása

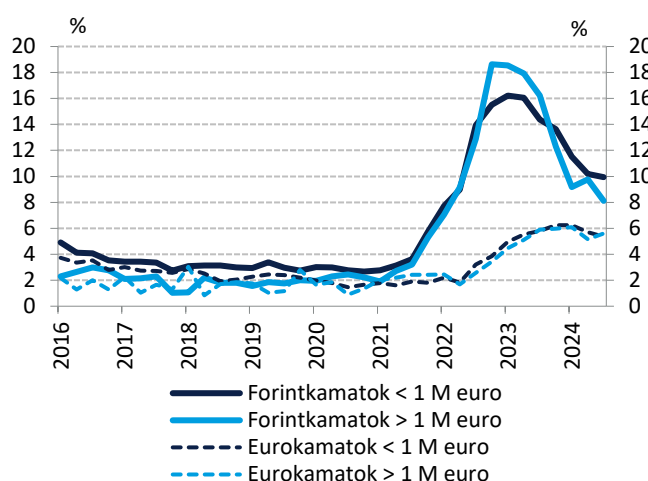


Forrás: Bloomberg

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2024 harmadik negyedévében a bankok összességében nem változtattak a vállalati hitelek feltételein, és ezeken a következő fél évre előre tekintve sem szándékoznak széles körben módosítani. A harmadik negyedévben a vállalati szegmensben a bankok a vállalati forinthitelek és a rövid lejáratú hitelek iránt csökkenő, a hosszú lejáratú hitelek esetében pedig változatlanul alacsony keresletet tapasztaltak, míg előre tekintve a devizahitelek esetében keresletélénkülést várnak. A bankok hitelezési képessége továbbra is magas szinten alakul. A bankok nem változtattak a lakáscélú hitelek sztenderdjén, míg a fogyasztási hitelek esetében 40 százalékkal lazított. A következő fél évre előre tekintve mindkét lakossági szegmensben változatlanok maradhatnak a hitelfeltételek, és míg a fedezetlen hiteleknél a negyedév során tapasztalt keresletélénkülés folytatására nem számítanak, a lakáshitelezésben a kereslet ismét élénkülésbe fordulhat a következő fél évben.

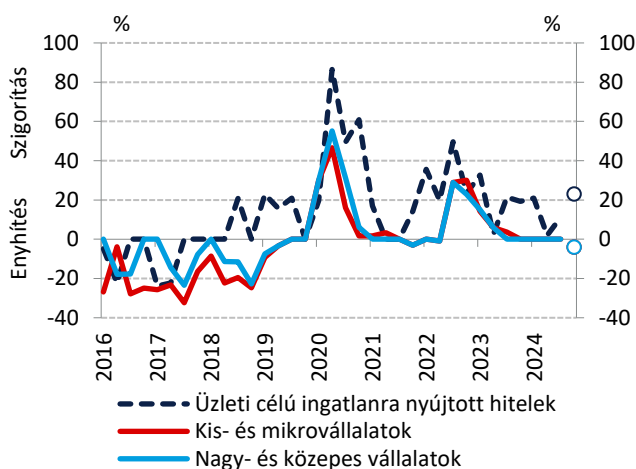
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



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

Forrás: MNB

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



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2024 negyedik és 2025 első negyedévére.

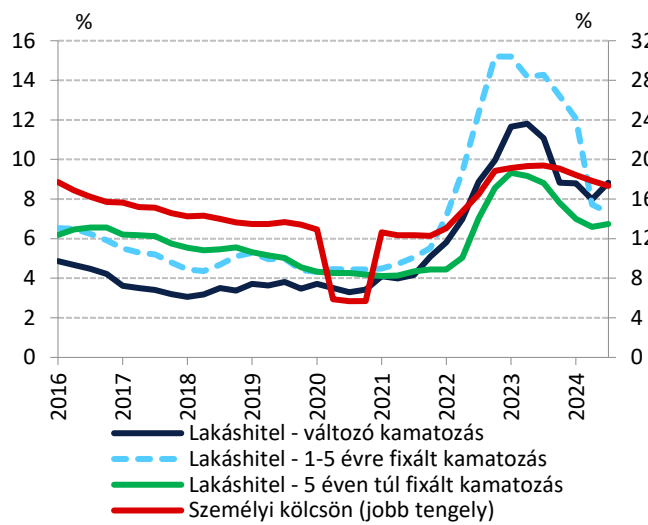
Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

2024 harmadik negyedévében a forrásköltségek mérséklődésével a forint hitelkamatok csökkenése folytatódott. Az újonnan szerződött, éven belül változó kamatozású, jelentős részben piaci alapon kötött vállalati forinthitel-szerződések átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 0,2 százalékponttal, míg a nagyösszegű hitelek esetében 1,6 százalékponttal mérséklődött az előző negyedévhez képest. A megkötött vállalati forinthitelek átlagos kamatlába a forrásköltségek mérséklődésével tovább csökkent, és összességében 8,5 százalék volt szeptember végén (4-6. ábra). A kisösszegű euróhitelek kamatszintje 34 bázisponttal mérséklődött, a nagyösszegű euróhitelek pedig 43 bázisponttal emelkedett a harmadik negyedév során. Szeptember végén a vállalati euróhitelek átlagos finanszírozási költsége 5,6 százalékon állt.

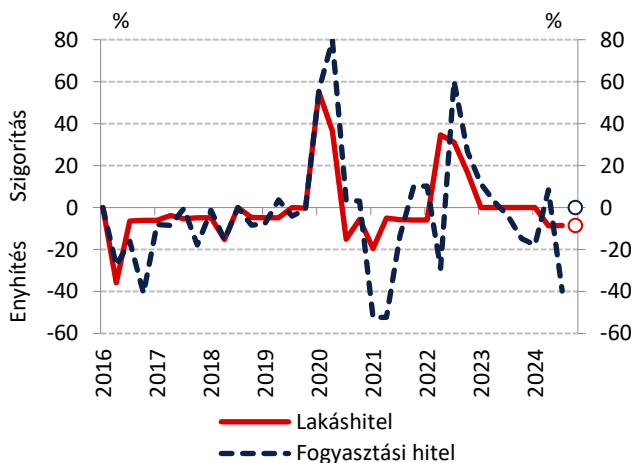
2024 harmadik negyedévében a bankok összességében változatlanul hagyták a vállalati hitelfeltételeket, amelyen a következő fél évre előre tekintve sem szándékoznak széles körben változtatni. Az üzleti célú ingatlanra nyújtott hitelek feltételeinél összességében a bankok tizede, az irodaházak esetében pedig 41 százalékkal szigorított az emelkedő kihasználatlansági ráták és csökkenő kockázati tolerancia miatt. 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. Az üzleti ingatlanok finanszírozása terén ugyanakkor óvatosabbak maradnának a bankok: a logisztikai központok és az irodaházak esetében a hitelezők rendre 23 és 53 százaléka szigorítana a sztenderdeken (4-7. ábra). A hitelkeresletet tekintve 2024 harmadik negyedévében a bankok ötöde csökkenő keresletről számolt be a vállalati hitelek piacán, ami elsősorban a forinthiteleket, és a rövid lejáratú hiteleket érintette. Előbbinél a támogatott hitelprogramok kifizésével megszűnő, kedvező kamatozású, forint alapú

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



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga. Az államilag támogatott hitelek 2024. január előtt az 1-5 évre fixált hitelek kategóriába tartoznak, 2024. januártól pedig a változó kamatozású kategóriába esnek. Ezen hitelek esetében az ábrán szereplő kamatláb az állam által fizetett támogatást is tartalmazza.
Forrás: MNB

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



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2024 negyedik és 2025 első negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

források is szerepet játszhattak. A hosszú lejáratú vállalati hitelek iránt változatlanul alacsony kereslet mutatkozott a második negyedévhez hasonlóan. A következő fél évre előretételezve a bankok mindössze 6 százaléka számol összességében erősödő vállalati hitelkereslettel, de egyharmaduk a devizahitelek kapcsán élénkülést vár.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A hosszú távra rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos kamatlába érdemben nem változott a negyedév során. A 2024 harmadik negyedévében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált – a piaci alapon szerződött hitelek zömét lefedő – hitelek esetében a 2024. júniusi 6,6 százalékot követően 14 bázispontot emelkedve 6,7 százalékot ért el 2024 szeptemberében (4-8. ábra). A bankok többsége által 2023. október 9. és 2024. június 30. között vállalt önkéntes THM plafon átlagosan 1,2 százalékponttal csökkentette az új lakáshitelek kamatait, ugyanakkor a júniusi megszűnése óta a lakáshitel kamatok mindössze kismértékben emelkedtek.¹ 2024 harmadik negyedévében a legalább 5 éves kamatperiódussal elérhető Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek (MFL) volumene a negyedéves új lakáshitel-kibocsátás 24 százalékát adta, míg a legalább 10 évre fixált ügyfélkamatozású hitelek részesedése 98 százalékot ért el.² A személyi kölcsönök átlagos simított THM-szintje 52 bázisponttal mérséklődve 17,3 százalékot ért el a vizsgált időszak végén.

A lakáshitelek esetében a bankok összességében nem változtattak a hitelfeltételeken, ugyanakkor az árjellegű feltételekben lazítás várható az élénkülő lakáspiaci folyamatokkal összhangban. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2024 harmadik negyedévében a bankok összességében nem változtattak a lakáscélú hitelek feltételein, ugyanakkor az önkéntes THM-plafon kivezetését követően rendre 51 és 56 százalékkal emelt a lakáshitelek felárán és a kockázatosabb hiteleken alkalmazott kamatprémium mértékén. A fogyasztási hitelek feltételein a bankok 40 százaléka lazított, amelynek háttérében piaci részesedési célok álltak (4-9. ábra). 2024 negyedik és 2025 első negyedévére előretételezve a válaszadó bankok a lakáshitelek esetében az árjellegű feltételeken terveznek lazítani az élénkülő lakáspiaci folyamatokkal összhangban, míg a fogyasztási hitelek

¹ A THM plafon hatásainak elemzésével és a becslési módszertannal részletesebben a [2024. májusi Pénzügyi stabilitási jelentés](#) 3. keretes írása foglalkozik.

² A számítás során figyelembe vettük a CSOK Plusz hiteleket is, amelyek a jogszabályi előírások értelmében módszertanilag változó kamatozású hitelek, ugyanakkor az ügyfélkamattól, amely legfeljebb 3 százalék lehet, fix kamatozású hiteleknek tekinthetők.

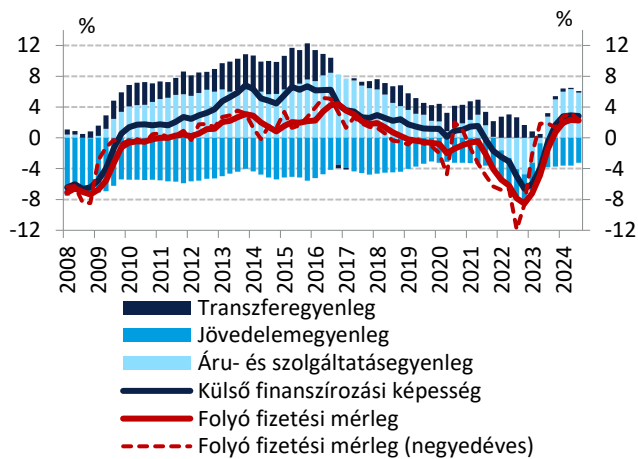
sztenderdjein nem terveznek érdemben változtatni. A harmadik negyedév során a bankok 22 százaléka csökkenő hitelkeresletet tapasztalt a lakáshitelek iránt, de 2024 negyedik és 2025 első negyedévére előretekintve már nettó 16 százalékok ismét keresletélénkülésre számít. A fogyasztási hitelek iránt a megkérdezett intézmények nettó 80 százaléka a kereslet élénkülését tapasztalta, előretekintve azonban változatlan hitelkereslettel számolnak a bankok.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

Az előzetes havi adatok szerint 2024 harmadik negyedévében a folyó fizetési mérleg továbbra is jelentős, a GDP 2,3 százalékát kitevő többletet mutatott. A külső egyensúly szinten maradása a jövedelemegyenleg javulásának és a külkereskedelmi egyenleg mérséklődésének eredményeként alakult ki. A finanszírozási adatokat tekintve a negyedévben jelentős FDI-beáramlással párhuzamosan csökkentek az ország nettó adósságjellegű forrásai. A második negyedévben a bruttó külső adósság a GDP közel 64 százalékát, a nettó mutató pedig mintegy 11 százalékát tette ki.

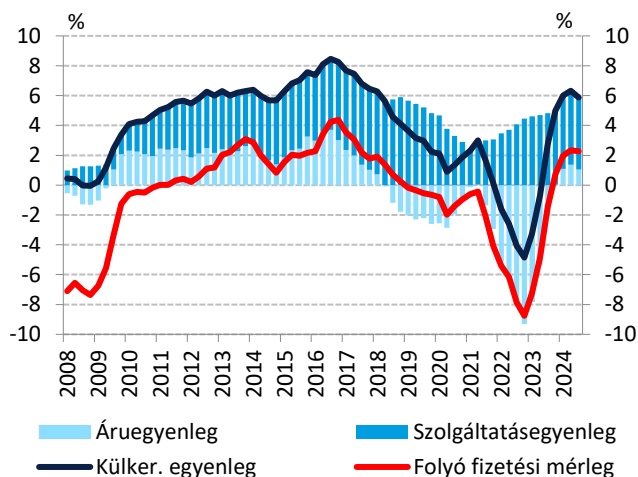
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

5-2. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában.

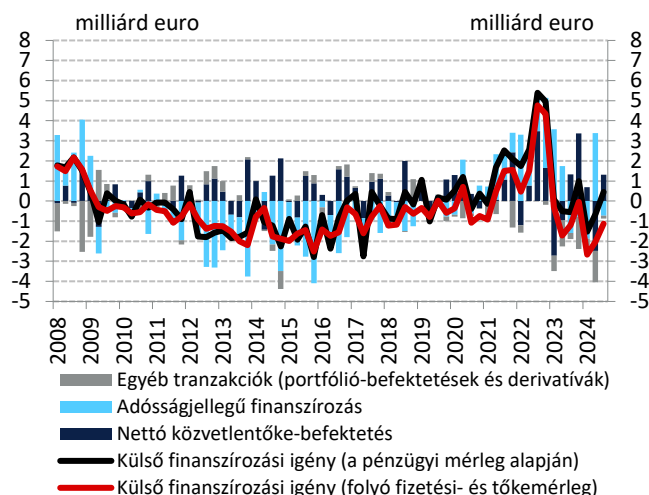
Forrás: MNB

5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

2024 harmadik negyedévében a külső egyensúlyi mutatók továbbra is jelentős aktívumot mutatnak (5-1. ábra). Az előzetes, havi adatok alapján a harmadik negyedévben a folyó fizetési mérleg négy negyedéves többlete – az előző negyedévhez hasonlóan – a GDP 2,3 százalékát tette ki. A szinten maradó többlet úgy alakult ki, hogy a jövedelemegyenleg hiányának javulását ellensúlyozta a külkereskedelmi egyenleg többletének mérséklődése. A transzferegyenleg aktívuma a második negyedévhez hasonlóan GDP 0,2 százalékán alakult, ami érdemben elmarad a korábban jellemző szinttől – ehhez hozzájárul az is, hogy az Európai Unió Bírósága az uniós bevándorlási politika megsértése miatt megítélt bírsága a negyedévben jelentős kiadást eredményezett.

A szolgáltatás egyenleg továbbra is meghatározó szerepet játszik a folyó fizetési mérleg alakulásában, miközben az áruegyenleggel kapcsolatos kockázatok kisebb mértékben jelentkeznek (5-2. ábra). A pénzügyi válság után a szolgáltatás egyenleg nagyban hozzájárult a kedvező külső egyensúlyi folyamatokhoz. A járvány – az árukivitelhez hasonlóan – átmenetileg visszavetette a szolgáltatások kereskedelmét is, de a szolgáltatások többlete 2021-től ismét növekedési pályára állt, és 2022-ben érdemben visszafogta a megugró energiaárak külső egyensúlyt rontó hatását. Az elmúlt negyedévekben a csökkenő árukivitel egyenlegrontó hatását részben annak magas importtartalma is ellensúlyozta. Az ipari termelés csökkenése miatt is visszafogott exportteljesítmény mellett a lassuló mértékben, de továbbra is csökkenő energiaegyenleg, valamint az alacsony beruházási aktivitás egyaránt az import visszaesésének irányába hatottak, amit csak részben ellensúlyozott az emelkedő fogyasztás importigénye. Ezzel párhuzamosan a szolgáltatás egyenleg GDP-arányos többlete stabilan közel 5 százalékot tett ki, érdemben hozzájárulva a folyó fizetési mérleg többletéhez.

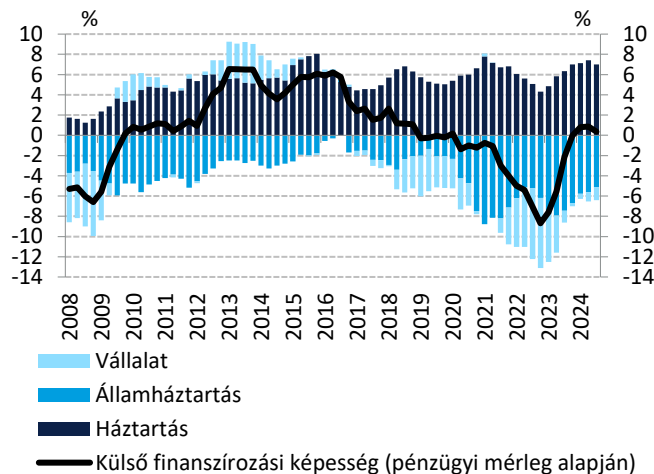
5-3. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

Forrás: MNB

5-4. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

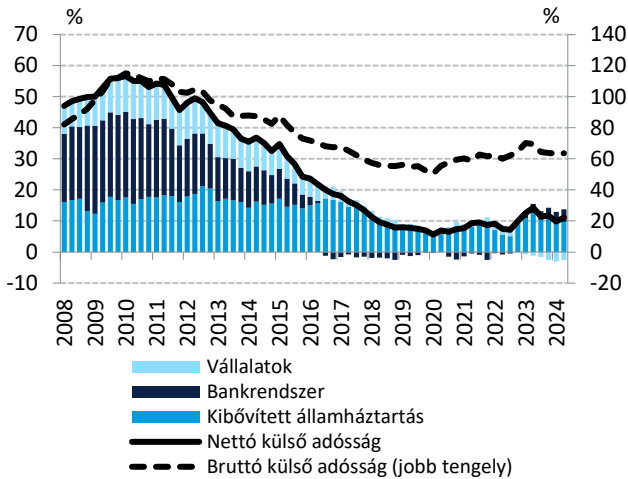
5.1.2. Finanszírozási folyamatok

2024 harmadik negyedévében számottevő FDI beáramlás valósult meg, miközben az adósságjellegű források csökkentek (5-3. ábra). A 2024 második negyedéves – egyedi tételekhez kapcsolódó – csökkenést követően a harmadik negyedévben elsősorban a külföldi vállalatok újrabefektetéseihez köszönhetően számottevően nőtt a nettó FDI állomány, amit kismértékben fékezett a külföldi vállalatok osztalékfizetése. A negyedévben ismét jelentős volt a rezidens befektetők külföldi befektetési jegy és részvény vásárlása, ezzel párhuzamosan a külföldiek is hasonló mértékben vettek hazai részvényeket. Az FDI-beáramlással párhuzamosan mérséklődött a nettó külső adósság, amelyhez a bankrendszer az éven túli tartozásainak és a vállalatok rövid lejáratú, valamint kereskedelmi hiteleinek csökkenésével járult hozzá, miközben a konsolidált államháztartás esetében az MNB diszkontkötvény kibocsátása ellentétes irányba hatott.

2024 harmadik negyedévében az állam finanszírozási igényét ellensúlyozta a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása (5-4. ábra). Az államháztartás finanszírozási igénye tovább mérséklődött a korábbinál érdemben alacsonyabb állami beruházásnak, illetve a munkát terhelő adóbevételek emelkedésének köszönhetően. Emellett a mérséklődő energiakiadás, valamint a július elején bejelentett hiánycsökkentő intézkedések is támogatták a finanszírozási igény javulását. A magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása enyhén csökkent, de továbbra is magasnak mondható. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a GDP 7 százalékára mérséklődött, ami a lakosság oldódó óvatossági motívumára utal. A vállalatok finanszírozási igénye – a korábban magas jövedelmezőség mérséklődésével – ismét emelkedett.

2024 június végén a gazdaság nettó külső adóssága enyhén, a GDP 11,1 százalékára nőtt (5-5. ábra). A mutató emelkedése a második negyedéves tranzakciók állománynövelő hatásához kötődött. A nettó külső adósság növekedéséhez elsősorban a bankrendszer és az államháztartás járult hozzá. Az ország bruttó külső adóssága a GDP 63,7 százalékát tette ki a negyedév végén.

5-5. ábra: A nettó külső adósság alakulása



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

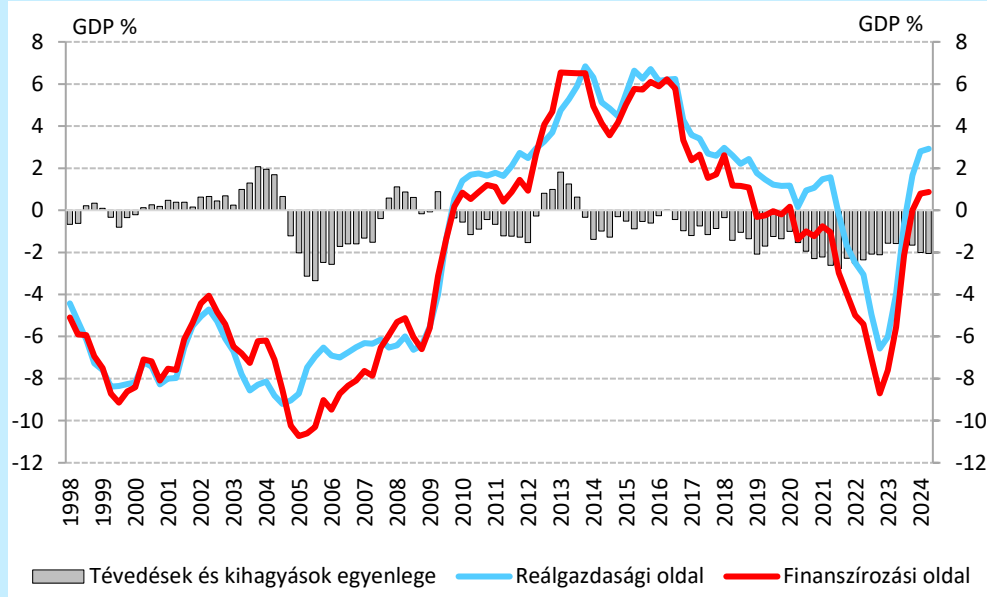
Forrás: MNB

5-1. keretes írás: A folyó fizetési mérleg tévedések és kihagyások egyenlegének alakulása

Az ország külső finanszírozási igénye vagy képessége a külkereskedelmi és jövedelmi folyamatokat tükröző reálgazdasági, illetve ezen ügyletek mögött lévő pénzmozgásokat mutató finanszírozási oldalról is kiszámítható. A két oldalról kalkulált statisztika segít abban, hogy a végeredmény még inkább robusztus és megalapozott legyen. Az elméleti azonosságnak leegyszerűsítve az az oka, hogy amit az ország külföldről szerez be, azt külföldről is kell finanszíroznia, illetve amit külföldre értékesít, az egyúttal azonos összegű külföldi nettó befektetést is generál. A gyakorlatban azonban a két oldalról számított külső egyensúlyi mutató értéke a kiszámításukhoz használt különböző adatforrások, a nem teljes körű, esetleg időben eltérő megfigyelések, illetve néha az adatszolgáltatók oldaláról előforduló hibák következtében folyamatosan eltér egymástól. Ez az eltérés statisztikai hibaként, a tévedések és kihagyások egyenlegként (Net errors and omissions, NEO) jelenik meg a fizetésimérleg-statisztikában és a nemzeti számlák integrált prezentációjában. Az eltérő adatforrások használatát az indokolja, hogy a reálgazdasági és a finanszírozási folyamatok részben más csatornákon, más szereplőkön (például pénzügyi közvetítőkön) keresztül zajlanak a gazdaságban, ezért más szereplőknél, más szektoroknál jelenik meg reálgazdasági, illetve finanszírozási oldalról a külső finanszírozási képesség vagy igény, amelyek a nemzetgazdaság egésze szintjén kell, hogy kiegyenlítődjenek. A NEO tehát alapvetően nem azt jelzi, hogy tranzakciók nincsenek megfigyelve, hanem azt, hogy vagy csak az egyik vagy másik szemléletben láthatók, illetve hogy nem lehetséges azok egységes mérése.

A NEO GDP-arányos mértéke a külkereskedelmi és devizapiaci korlátok oldódásával járó EU-csatlakozást követően emelkedett. A tévedések és kihagyások egyenlege – mint a hivatalos adatközlésekből kiolvasható statisztikai eltérés – a fizetésimérleg- és az azzal konzisztens nemzetiszámla-statisztika egyik jelzőszáma. Minél inkább ellenőrzött a külkereskedelem és kötöttebb a devizagazdálkodás, annál alacsonyabb ez az eltérés, hiszen annál teljesebb adminisztratív adatok állnak rendelkezésre. Ezzel szemben a szabadabb külkereskedelem és teljes devizakonvertibilitás jelentősen szétporlasztja az adatforrásokat, és megnehezíti azok teljeskörű begyűjtését. Ezzel összhangban Magyarországon 2004-től, az uniós csatlakozásunktól kezdődően figyelhető meg a korábban csekély és változó előjelű statisztikai hiba egyirányúvá válása és emelkedése (5-6. ábra). Az EU-n belüli vámhatárok megszűnésével nehezebbé vált a külkereskedelmi áru- és szolgáltatás-forgalom – azon belül is elsősorban az import – mérése, ezáltal a reálgazdasági oldalról számított külső nettó finanszírozási képesség 2004 óta jellemzően nagyobb, mint a finanszírozási oldalról számított egyenleg. 2008 és 2019 között az átlagos statisztikai hiba a GDP 0,6 százalékát tette ki, majd 2020-tól a tévedések és kihagyások szintje a GDP mintegy 2 százalékára emelkedett.

5-6. ábra: Tévedések és kihagyások egyenlegének négy negyedéves GDP-arányos értéke

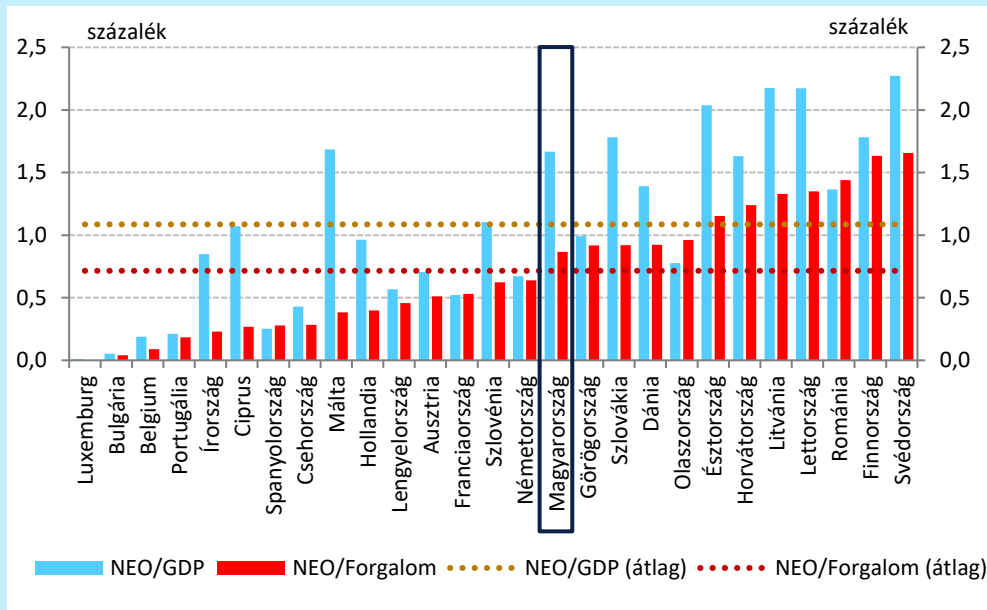


Forrás: MNB.

A járvány és az energiaár-robbanás számos új kihívást jelent a fizetési mérleg tételeinek pontos megfigyelésénél, amit a statisztikákkal foglalkozó hivatalok csak időbeni késéssel ragadhatnak meg. A statisztikai hiba korábbiaknál magasabb értékeihez a devizaárfolyamok, a termékarak és a tulajdonosi jövedelmek változékonysága mellett az elektronikus kereskedelem és magánimport terjedése, illetve a külföldi eszközök könnyebb elérhetősége járult hozzá. Egyrészt a koronavírus-járvány megjelenésével felgyorsult a fogyasztási szokások változása, erőteljessé vált az áruk és szolgáltatások elektronikus csatornákon keresztüli beszerzése, illetve később felfutott a háztartások fizikai magánimportja is. Másrészt az energiaárak megugrásakor a korábbiakhoz képest megsokszorozódott az egyes energiahordozókkal kapcsolatos derivatív ügyletek nagysága, amit azonban az adatszolgáltatók nem minden esetben tudtak helyesen lekövetni. Végül a finanszírozási oldalon a magánszektor külföldi eszközeinek növekedése is újabb adatforrások bevonását igényelte. Ezeknek a jelenségeknek egy részét már kezelték a statisztikai hivatalok (a NEO nagysága már az elmúlt negyedévekben is jelentősen mérséklődött). Néhány jelenség statisztikai megfigyelése azonban a KSH és az MNB együttműködésében még mindig folyamatban van, és a kialakított becslések a 2025. márciusi adatfelülvizsgálat keretében kerülnek be visszamenőleges hatállyal a fizetésimérleg-statisztikába, várhatóan csökkentve a statisztikai hibát.

A tévedések és kihagyások egyenlege a folyó fizetési mérlegben elszámolt forgalomhoz képest kismértékben haladta meg az EU átlagát 2023-ban. Míg a járvány előtti évek átlagában a NEO hazai értéke nagyjából megfelelt az uniós országokban jellemző szintnek, addig az elmúlt években enyhén meghaladta azt. A 2023-as abszolút nagyságok GDP-hez viszonyított arányait tekintve a hazai érték az uniós országok felső harmadának végén helyezkedik el. Ezzel szemben a hibát a folyó fizetési mérleg bevételi és kiadási oldalainak nagyságához mérve, a hazai érték nagyjából az uniós országok középmezőnyébe tartozik, és csak kismértékben haladja meg a többi ország átlagát (5-7. ábra).

5-7. ábra: Tévedések és kihagyások egyenlegének abszolút nagysága a GDP-hez és a folyó fizetési mérleg forgalmához viszonyítva 2023-ban

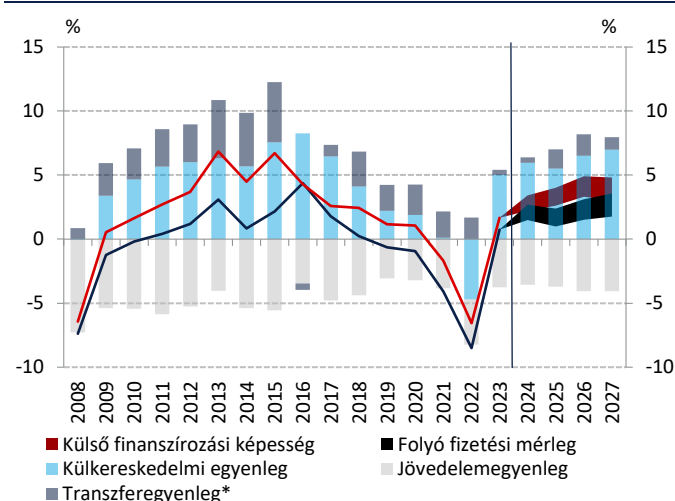


Forrás: Eurostat.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg többlete jövőre enyhén csökken, majd az előrejelzési horizont végéig fokozatosan javul, amelynek háttérében döntően a külkereskedelmi egyenleg alakulása áll. A 2024-ben várható egyenlegjavuláshoz a jobb cserearány mellett a mérséklődő beruházás járul hozzá. A meglévő kapacitások nagyobb kihasználásával, valamint a folyamatban lévő beruházások termelésbe állásának hatására 2025-ben emelkedik az exportdinamika, azonban a beruházásban jövőre várható fordulat, illetve a fokozódó fogyasztás a külső pozíció átmeneti csökkenésével jár együtt. 2026-tól a továbbra is erős exportnövekedés mellett mérséklődő belföldi felhasználás az előrejelzési horizont hátralévő részén a külső egyensúly fokozatos javulását eredményezi. A szektorok finanszírozási folyamatai alapján a külső egyensúly elsősorban az államháztartási hiány fokozatos mérséklődése mellett javul, miközben a magánszektor pénzügyi megtakarítása magas szinten alakulhat.

5-8. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

Forrás: MNB

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

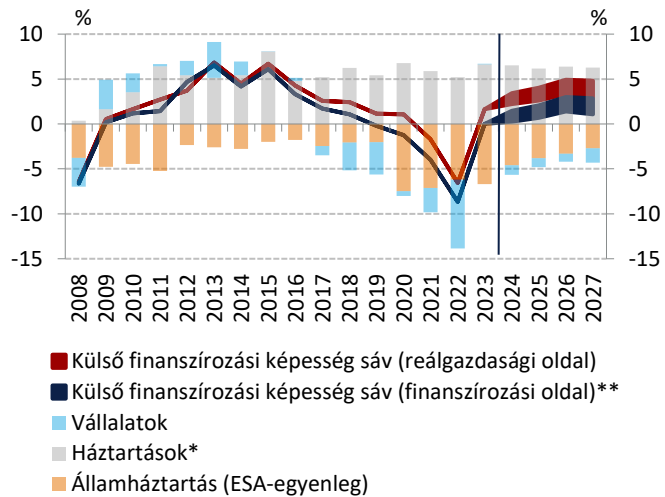
	2023	2024	2025	2026	2027
Áru egyenleg	0,0	0,9	0,3	1,3	1,8
Energia egyenleg	-4,7	-3,4	-3,7	-3,4	-3,2
Egyéb	4,7	4,3	4,0	4,7	5,0
Szolgáltatás egyenleg	5,0	5,1	5,2	5,2	5,2
Külkereskedelmi egyenleg	5,0	6,0	5,5	6,5	7,0

Forrás: KSH, MNB

A külső egyensúlyi mutatók emelkedését a külkereskedelmi egyenleg javulása eredményezi (5-8. ábra). A 2023-ban enyhe többletet mutató folyó fizetési mérleg a külkereskedelmi többlet folytatódó emelkedésének köszönhetően az idei évben érdemben javul. Ennek háttérében elsősorban a kismértékben tovább javuló cserearány, valamint a csökkenő beruházások következtében növekvő áruegyenleg áll. 2025-től a normalizálódó külső kereslet mellett a meglévő kapacitások nagyobb kihasználásával és a folyamatban lévő beruházások termelésbe állásával várhatóan nő hazánk exportpiaci részesedése, ami a kivitel emelkedésében és a külső egyensúly további javulásában tükröződhet (a 2025-ben várható átmeneti csökkenésről részletesebben lásd alább). A jövedelemegyenleg hiánya a magasabb kamatok áthúzódó hatásának eredményeként magas szinten marad, miközben az extraprofitadó 2024-ben és 2025-ben is érdemben mérsékli a külföldi vállalatok profitját. Összességében a folyó fizetési mérleg többlete az előrejelzési horizonton fokozatosan bővül, miközben az EU-transzfer felhasználással párhuzamosan a külső finanszírozási képesség is emelkedik.

2024-ben még érdemben mérséklődik az energiaegyenleg hiánya, 2025-ben azonban átmeneti romlás, majd 2026-tól javulás várható. 2024 első felében a csökkenő gázárak, illetve a visszafogott energiakereslet együttesen az energiaegyenleg mérséklődő hiányában tükröződött. A visszafogott beruházási aktivitás hatására az egyéb áruegyenleg többlete idén magas szinten alakulhat, majd 2025-ben a fogyasztás és a beruházás fellendülése, illetve az energiaegyenleg hiányának (elsősorban a 2024 végén emelkedő gázárak miatti) növekedése importnövelő hatással jár, ami az áruegyenleg többlet csökkenésének irányába hat. Ezzel párhuzamosan a külső kereslet élénkülésével gyorsuló exportdinamika mellett az előrejelzési horizont hátralévő részén az egyéb áruegyenleg jelentősen bővül. A

5-9. 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

szolgáltatás egyenleg többlete az elkövetkező években a GDP 5 százaléka felett stabilizálódik (5-1. táblázat).

A szektorok finanszírozási folyamatai alapján mérséklődő költségvetési hiánnyal párhuzamosan a magánszektor nettó pozíciója magas marad (5-9. ábra). A költségvetési hiány csökkenésének háttérében 2024-ben a növekvő adóbevételek, a kitekintési horizonton a csökkenő, majd stagnáló állami beruházási dinamika és visszaeső energiakiadás áll, ami 2025-től a mérséklődő kamatkiadással egészül ki. A háztartások lassan oldódódó óvatosságának hatására idén és jövőre is enyhén mérséklődhet a nettó pénzügyi megtakarítás, majd az előrejelzési horizont második felében a növekvő jövedelmekkel magas szinten stabilizálódik. 2024-ben a mérséklődő profitkilátások növelik a vállalatok finanszírozási igényét, ami az előrejelzési horizont második felében a helyreálló külső környezettel beinduló export, valamint az EU-transzfer felhasználás hatására csökken.

5.3. Költségvetési folyamatok

A költségvetés GDP-arányos hiánya 2024-ben a makrogazdasági folyamatok alakulása és a költségvetési kiadások függvényében 4,4-4,8 százalékos, 2025-ben 3,4-4,2 százalékos előrejelzésünkben. Ezt követően a deficit 2026-ban 2,8-3,8 százalékos, 2027-ben pedig 2,2-3,2 százalékos között alakulhat. A költségvetési hiány 2024. évi mérséklődését az energiaárak stabilizálódása következtében csökkenő energiakiadás és az állami beruházási kiadások visszafogása támogatják. A benyújtott 2025. évi költségvetési törvényjavaslat megerősítette a GDP-arányosan 3,7 százalékos hiánycélt, amelynek elérését legnagyobb mértékben az állami kamatkidadások érdemi csökkenése, valamint a bevételnövelő adóintézkedések támogatják, miközben a gazdaságélénkítő lépések önmagukban növelik a deficitet. Az államadósság 2024. évi csökkenését a magas pénzforgalmi hiány mellett a visszafogott gazdasági bővülés és a devizaadósság átértékelődése is jelentősen nehezítik, ugyanakkor várakozásunk szerint a hiány fokozatos mérséklődésével az előrejelzési horizont végére a GDP 70 százaléka alá csökkenhet az adósságráta.

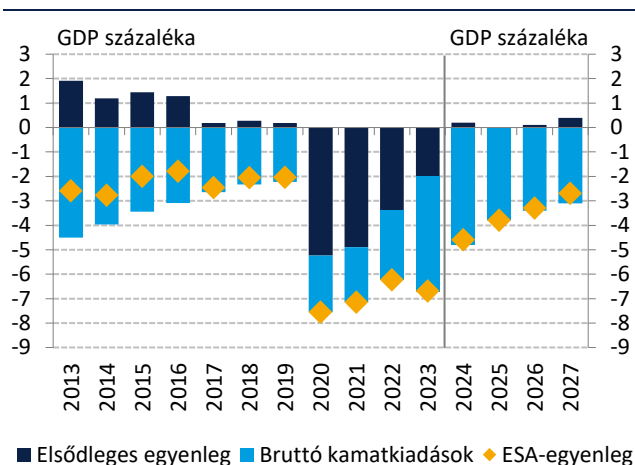
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2024	2025	2026	2027
ESA-egyenleg	(-4,8) – (-4,4)	(-4,2) – (-3,4)	(-3,8) – (-2,8)	(-3,2) – (-2,2)
Elsődleges ESA-egyenleg	0,2	0,0	0,1	0,4
Bruttó kamatkiadás	4,8	3,8	3,4	3,1

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

Forrás: KSH, MNB

5-10. 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 4,4-4,8 százalékos lehet (5-2. táblázat). Előrejelzési sávunk alapján a 4,5 százalékos hiánycél elérését egyrészt az energiaárak mérséklődése és az állami beruházási kiadások csökkenése segíti, másrészt az előirányzatnál alacsonyabb adóbevételek nehezítik. A hiánycél teljesüléséhez a magas állami kamatkidadások és az előirányzattól érdemben elmaradó adóbevételek ellensúlyozása érdekében a már bejelentett intézkedések mellett szükséges a kiadások feletti kontroll fenntartása az év végén.

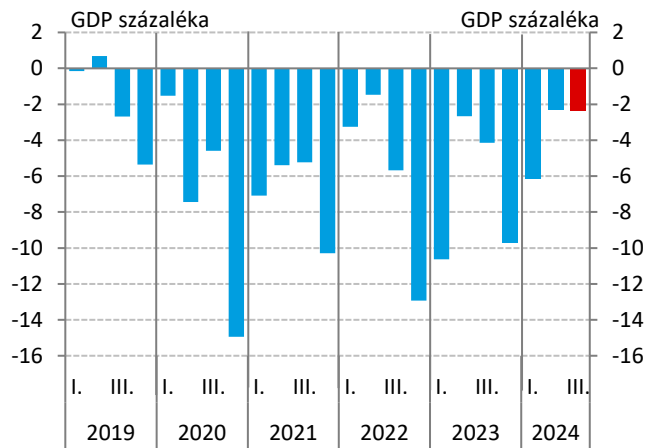
Prognózisunk szerint teljesülhet a benyújtott költségvetési törvényben szereplő 2025. évi 3,7 százalékos költségvetési hiánycél, amelynek elérését a csökkenő kamatkidadások mellett a bejelentett bevételnövelő intézkedések támogatják, míg a gazdaságösztönző programok önmagukban növelik a deficitet.

A horizont további éveit tekintve 2026-ban 2,8-3,8 százalékos sávban alakulhat a hiány, ami 2027-re tovább mérséklődhet (5-10. ábra). Az elsődleges egyenleg az előrejelzési horizonton egyensúly-közelben alakul, így várakozásunk szerint a teljes deficit a bruttó állami kamatkidadásokkal párhuzamosan fokozatosan mérséklődik.

5.3.2. A 2024. évi egyenleg

Előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány 2024-ben a GDP 4,4-4,8 százaléka lehet az adóbevételek alakulásának, valamint az év végi kiadásoknak a függvényében. Az MNB által közölt előzetes pénzügyi számla államháztartási adatai alapján a 2024. harmadik negyedéves eredményszemléletű hiány a negyedéves GDP 2,4 százalékát tette ki (5-11. ábra). A költségvetés pénzforgalmi hiánya november végén 3284 milliárd forint volt, ami az októberi EDP jelentésben szereplő 4790 milliárd forintra emelt pénzforgalmi hiánycél közel 69 százaléka.

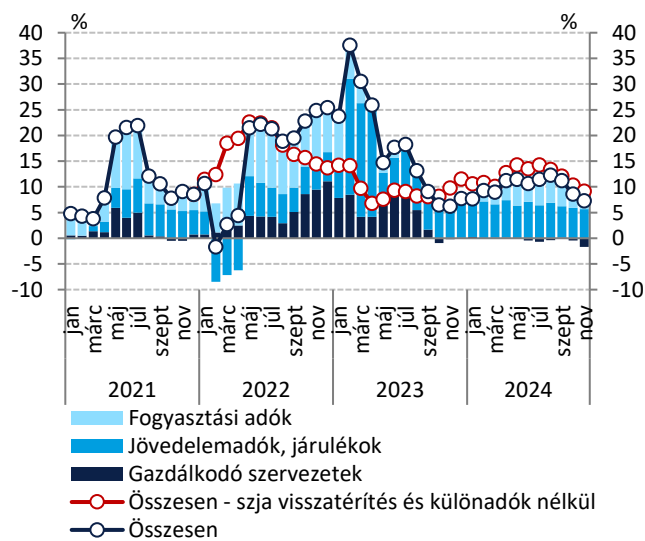
5-11. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege



Megjegyzés: Az MNB által publikált előzetes pénzügyi számlákban szereplő államháztartás nettó finanszírozási képesség adat alapján.

Forrás: MNB

5-12. ábra: Az adó- és járulékbévételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2021-2024-es időszakban



Forrás: MÁK, MNB

Az elsődleges egyenleg 2024-ben várhatóan az elmúlt 4 év jelentős deficitjeivel szemben ismét egyensúly-közeli lehet. Az elmúlt két év magas inflációjának kamatkülsőt növelő hatása ugyanakkor várhatóan az idei évben lesz a legmagasabb, melynek következtében a bruttó eredményszemléletű állami kamatkülső 2024-ben a GDP 4,8 százalékára emelkedik. Az infláció visszaszorításával a következő években fokozatosan csökkennek a kamatkülsők, ami az elsődleges egyenleg egyensúlyi esetén a költségvetési hiány mérséklődését eredményezi.

A bevételek 2024-ben jelentősen elmaradhatnak a költségvetési törvényben szereplő tervtől, főként az általános forgalmi adó bevételek alacsonyabb teljesülése következtében. Az államháztartás adó- és járulékbévételeinek éves dinamikája novemberben továbbra is elmarad a nyári értékektől (5-12. ábra).

A beruházási kiadások visszafogásának, valamint az uniós források lassú felhasználásának következtében 2024-ben mérséklődnek az állami beruházások a korábbi évek magasabb szintjéhez képest.

5.3.3. A 2025. évi egyenleg

Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos eredményszemléletű hiány 2025-ben 3,4 és 4,2 százalék között lehet, azaz a makrogazdasági feltételek teljesülése és a kiadások alakulásának a függvényében elérhető a költségvetési hiánycél. A 2025. évi költségvetési törvényjavaslat az államháztartás eredményszemléletű hiányát a GDP 3,7 százalékában határozza meg 2025-re, ami az idei 4,5 százalékos előirányzathoz képest 0,8 százalékpontos mérséklődés. A deficit csökkenését jelentősen támogatja a kamatkülső mérséklődése, ami elsősorban az inflációkövető állampapírok alacsonyabb kamatszintre történő átárazódásának köszönhető.

A 2025-ös költségvetési törvényjavaslat a GDP 0,4 százalékának megfelelő bevételnövelő intézkedéseket tartalmaz a korábban, még júliusban bejelentett intézkedéseken felül (5-3. táblázat). A közelmúltban bejelentett új intézkedés a dohánytermékek jövedéki adójának egyszeri 8 százalékos, a cégautóadó egyszeri 20 százalékos emelése, valamint inflációkövető adóemelések bevezetése a gépjárműadóra, az átírási illetékre, illetve a jövedéki adóra (üzemanyag és alkohol) vonatkozóan, illetve 2026-tól már a regisztrációs adó, a cégautóadó és a dohányra kivetett jövedéki adó esetében is. További új intézkedés, hogy a globális minimumadó adóelőleg formájában már a 2025-ös évet is érinti, valamint a bányajáradék adókulcsainak száma emelkedik. Módosul a kiskereskedelmi adó, míg a reklámadó felfüggesztése

5-3. táblázat: Az újonnan bejelentett bevételnövelő adóintézkedések költségvetési hatása (MNB becslés)

Adónem/Kedvezmény	Költségvetési hatás 2025-ben (milliárd forint)
Jövedéki adó	80
Minimumadó-előleg	75
Szén-dioxid kvóta adó	72
Bányajáradék	40
Gépjárművek tételes adói	33
Légiközlekedési környezetterhelési adó	20
Kiskereskedelmi adó	15
Hibrid gépkocsik adókedvezményének megszűnése	12
Összesen	347

Forrás: Kormányzati bejelentések, MNB-számítás

jövőre is érvényben marad, illetve bevezetésre kerül a légiközlekedési környezetterhelési adó.

A bevételnövelő intézkedések mellett az októberben bejelentett 21 pontos Gazdaságpolitikai Akcióterv a költségvetési deficit növekedését eredményező gazdaságélénkítő intézkedéseket tartalmaz, amelyek költségvetési hatásával számolt a 2025. évi költségvetés. Az akcióterv részeként a családi adó- és járulékkedvezmény 2025. július 1-től 50 százalékkal emelkedik, majd 2026 elejétől a korábbi kétszeresére növekszik. Bevezetésre kerül a Munkáshitel Program, továbbá mind a budapesti, mind a vidéki lakhatási feltételek fejlesztése szerepel az intézkedések között, többek között fiataloknak szóló lakásprogram kialakítása, Vidéki Otthonfelújítási Program elindítása és az új lakóingatlanok értékesítésére vonatkozó kedvezményes, 5 százalékos ÁFA fenntartása 2026 végéig. A Demján Sándor Program részeként többek között a kkv-k jelentős mértékű tőkefinanszírozási programja, KKV Beruházás-élénkítő Támogatási Program, illetve az Eximbank Zrt. exportösztönző hitelprogramjának újraindítása valósul meg. A hároméves bérmegállapodásban foglalt szociális hozzájárulási adókedvezmény önmagában kis mértékben csökkenti a munkát terhelő adó- és járulékbevételeket.

5.3.4. A 2026. és 2027. évi egyenlegek

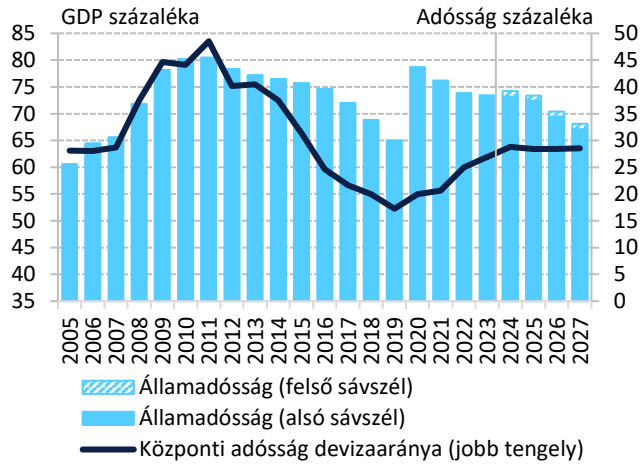
Az előrejelzési horizont további éveiben prognózisunk szerint fennmaradhat az elsődleges egyenleg egyensúlya, így a kamatkidadások fokozatos csökkenésével a költségvetési hiány is mérséklődik. 2026-ban 2,8-3,8 százalék közötti, míg 2027-ben 2,2-3,2 százalék körüli deficitre számítunk decemberi technikai előrejelzésünk alapján. A hiány csökkenését a kamatkidadások mellett a várt makrogazdasági pálya, az energiakiadások és a beruházások mérséklődése, valamint a bejelentett intézkedések támogatják.

5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

Az adóbevételek alakulását jelentősen befolyásolja a makrogazdasági környezet. A költségvetési egyenleget bevételi oldalon elsősorban a fogyasztási adókat érintő bevételi dinamika alakulása alapján övezik kockázatok.

Az uniós források elérhetőségének korlátozása továbbra is számottevő bizonytalanságot jelent a költségvetési folyamatok szempontjából. Hazánk összesen 12,2 milliárd euro értékben férhet hozzá a 2021-2027-es kohéziós keretrendszerhez, ugyanakkor továbbra sem érhető el a helyreállítási és kohéziós vissza nem térítendő támogatásokból összesen 16 milliárd euro, amelyek döntő része a Bizottság által meghatározott 27 szupermércföldkő

5-13. ábra: Az államadósság várható alakulása



Megjegyzés: Az államadósságra és a központi adósság devizaarányára vonatkozó idősorok a 2023. évet követően pontbecslések

Forrás: MNB, ÁKK

előzetes teljesítéséhez kapcsolódik. A források korlátozásával állhat összefüggésben, hogy az első tizenegy havi költségvetési adatok alapján az uniós kifizetések és bevételek továbbra is érdemben elmaradnak az előirányzatok alapján várhatótól, ami a megelőlegezések és a forrásfelhasználás alacsony szintjére utal.

5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes pénzügyi számla adatok alapján 2024 harmadik negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 76 százalék volt. Az adósságráta az előző év azonos időszakához képest 1,4 százalékponttal, míg a 2023. év végi értékhez képest 2,6 százalékponttal nőtt. Az államadósság emelkedését a magas nettó kibocsátás okozta, ami alapján az éves kibocsátás döntő része már teljesült.

Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2024. év végén 73,2 – 74,2 százalék között alakulhat. Az adósságráta 2024-es csökkenését az előirányzottnál magasabb pénzforgalmi hiány, a visszafogott gazdasági bővülés, a devizaadósság átértékelődése és a központon kívüli adósság szintjét övező bizonytalanságok miatt övezik kockázatok (5-13. ábra). Az államadósság-ráta 2024. évi csökkenését segítheti ugyanakkor, hogy az eddig megvalósult érdemi adósságkibocsátást követően az idei év negyedik negyedévében már alacsony nettó állampapírkibocsátás várható. Várakozásunk szerint a hiány fokozatos mérséklődésével az előrejelzési horizont végére a GDP 70 százaléka alá csökkenhet az adósságráta.

A forint-euro árfolyam változása a devizaadósság átértékelődésén 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 közel 0,6 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot. Az év folyamán a devizakibocsátások következtében emelkedett a központi adósság devizaaránya.

Ábrák és táblázatok jegyzéke

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	12
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	12
1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója	13
1-4. ábra: Az inflációkövető jövedékiadó emelés hatása az inflációra	16
1-5. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	17
1-6. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése	17
1-7. ábra: A nettó keresettömeg, a rendelkezésre álló jövedelem és a háztartások fogyasztási kiadásainak éves változása reálértéken	18
1-8. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése	18
1-9. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	18
1-10. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	19
1-11. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	20
1-12. ábra: A BMW, a BYD és a CATL által összesen foglalkoztatottak száma	21
1-13. ábra: A BMW, a BYD és a CATL nagyberuházásainak hatása a GDP éves növekedésére	21
1-14. ábra: A BMW, a BYD és a CATL hozzáadott értékének aránya a folyó áras GDP-n belül	22
1-15. ábra: Mobiltelefon- és internetszolgáltatások havi árváltozásának hisztogramja	23
1-16. ábra: A GDP deflátor jövedelemoldali felbontása	23
1-17. ábra: A szolgáltatások árának és a kiskereskedelmi és ipari értékesítési árak várható alakulása	24
1-18. ábra: A munkaképes korú népesség és a versenyszférában foglalkoztatottak számának éves változása	25
1-19. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása	25
1-20. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében	26
1-21. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	26
1-22. ábra: A minimálbér és a garantált bérminimum alakulása	27
1-23. ábra: A keresetek eloszlása Magyarországon (2022-2023)	27
1-24. ábra: A 2025. év eleji minimálbér-emelések mértéke (bal) és a minimálbérek szintjének alakulása (jobb panel).....	28
2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	31
3-1. ábra: A GDP növekedése a világ meghatározó gazdaságaiban	35
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a globális árukereskedelemnek az alakulása.....	36
3-3. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	36
3-4. ábra: Nyersanyagárak alakulása	37
3-5. ábra: Globálisan meghatározó jegybankok mérlegfőösszegének alakulása	37
3-6. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban	38
3-7. ábra: A 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása	39
3-8. ábra: A GDP éves változása 2024. harmadik negyedévben az Európai Unió országaiban	40
3-9. ábra: A GDP éves változásának felhasználás oldali dekompozíciója	40
3-10. ábra: A GDP éves változásának termelés oldali dekompozíciója	41
3-11. ábra: A hazai ipari termelés éves változásának ágazati felbontása	41
3-12. ábra: A teljes vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása	42
3-13. ábra: Lakáspiacei tranzakciók száma településtípusonként	42
3-14. ábra: A magyar és a német GDP éves változása	44
3-15. ábra: Az ipari termelés szintjének alakulása Magyarországon és Németországban	44
3-16. ábra: A nagyobb súlyú német ipari alágazatok éves változása	45
3-17. ábra: A munkaerőpiaci aktivitás éves változásának felbontása	47
3-18. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása	47

3-19. ábra: A bruttó átlagkeresetek éves változása a nemzetgazdaságban	48
3-20. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv és az ipari kapacitáskihasználtság.....	49
3-21. ábra: A világpiacon élelmiszerárak alakulása	50
3-22. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása.....	50
3-23. ábra: Az infláció dekompozíciója	51
3-24. ábra: A fogyasztói árak havi átváltozásának alakulása üzemanyagok és szabályozott árak nélkül.....	51
3-25. ábra: Az inflációs alapmutatók	51
3-26. ábra: Az iparcikkek átváltozása	52
3-27. ábra: Az iparcikkek havi átváltozásának alakulása	52
3-28. ábra: A piaci szolgáltatások havi átváltozása	52
3-29. ábra: Inflációs várakozások a régióban	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: A vállalati új kihelyezések kamatlába	56
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részesegmensben	56
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje.....	57
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben.....	57
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei	59
5-2. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása	59
5-3. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	60
5-4. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint.....	60
5-5. ábra: A nettó külső adósság alakulása.....	61
5-6. ábra: Tévedések és kihagyások egyenlegének négy negyedéves GDP-arányos értéke	62
5-7. ábra: Tévedések és kihagyások egyenlegének abszolút nagysága a GDP-hez és a folyó fizetési mérleg forgalmakhoz viszonyítva 2023-ban	63
5-8. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	64
5-9. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	65
5-10. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása.....	66
5-11. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege.....	67
5-12. ábra: Az adó- és járulékbévételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2021-2024-es időszakban	67
5-13. ábra: Az államadósság várható alakulása	69

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	19
1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	29
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	30
5-1. táblázat: A GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg alakulása	64
5-2. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	66
5-3. táblázat: Az újonnan bejelentett bevételnövelő adóintézkedések költségvetési hatása (MNB becslés)	68

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 bevételét emelhessék, reform jellegű, átfogó pénzügyi intézkedésekre volt szükség. Mátyás felismerte, hogy megoldást csak egy központosított, az egész országra kiterjedő pénzügyi rendszer jelenthet, a királyi jövedelmeknek egy kézbe, a kincstartóhoz kell befutnia. Mátyás reformjait az országgyűlés elfogadta, és rendeleteit 1467. március 25-én ki is hirdették.

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

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2024. december

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1013 BUDAPEST, KRISZTINA KÖRÚT 55.