



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

Időközi felülvizsgálat

2008. AUGUSZTUS

**Jelentés az infláció
alakulásáról
(időközi felülvizsgálat)**

2008. augusztus



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: Iglódi-Csató Judit
1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1585-020X (on-line)



A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2001. évi LVIII. törvény, azaz a 2001. július 13-án hatályba lépett új jegybanktörvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és vállalkozásokat egyaránt sújtó gazdasági ingadozások mértékét.

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

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. A Jelentés az infláció alakulásáról című, 2006-tól évente kétszer megjelenő és kétszer részben frissített kiadvány bemutatja az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés területén készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. A Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés terület előrejelzése feltételes jellegű: változatlan monetáris és fiskális politikát tételez fel; a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében pedig nem szükségszerűen a legvalószínűbb esetet tartalmazza, hanem a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.

Az elemzés az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, valamint a Pénzügyi elemzések területén készült, Csermely Ágnes igazgató általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Kovács Mihály András, a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés helyettes vezetője irányította, Gyenes Zoltán és Virág Barnabás segítségével. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

A jelentést készítő csapat tagjai voltak: Bauer Péter, Eppich Győző, Gál Péter, Gyenes Zoltán, Horváth Áron, Kaponya Éva, Kisgergely Kornél, Komáromi András, Kovács Mihály András, Lovas Zsolt, Martonosi Ádám, Munkácsi Zsuzsa, Nobilis Benedek, Pulai György, Szemere Róbert, Várnai Tímea, Virág Barnabás. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttér munkájában részt vettek a Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés és a Pénzügyi elemzések szakterület további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól, amely a 2008. augusztus 11-i és augusztus 25-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Monetáris stratégia és közgazdasági elemzés, valamint a Pénzügyi elemzések szakterületének véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalom

Összefoglaló	7
1. Makrogazdasági fejlemények	11
1.1. Fokozatosan romló nemzetközi konjunkturális és inflációs környezet	11
1.2. Gyenge hazai fordulat a növekedésben, elmaradt a belső kereslet élénkülése	12
1.3. A magas bérnövekedés csökkenő foglalkoztatottsággal párosult	16
1.4. Lassan mérséklődő infláció	21
2. Pénzügyi piacok	24
2.1. A forint felértékelődése hazai és nemzetközi tényezőknek is köszönhető	24
2.2. A hazai hozamok alakulásában az eurohozamok csökkenése és a mérséklődő kamatfelárak is szerepet játszottak	25
3. Inflációs és reálgazdasági kilátások	27
3.1. Lassú felívelés a gazdasági növekedésben	27
3.2. Csökkenő munkakereslet, lassan mérséklődő bérdinamika	30
3.3. Elnyújtott dezinfláció	30
3.4. Alternatív makrogazdasági pályák	33
3.5. Közel szimmetrikus inflációs, lefelé mutató növekedési kockázatok	34
3.6. Javuló külső egyensúly, a nagyobb hiány irányába mutató kockázatokkal	34

Összefoglaló

Lassú dezinfláció, romló növekedési kilátások

Augusztusi inflációs jelentésünk, alapfeltevéseink (melyek közül a legfontosabb a 232 forintos euroárfolyam és a 137 dollár körüli olajár) tartós érvényessége esetén, lassú dezinflációt prognosztizál. A fogyasztói árak növekedése 2009-ben nagy eséllyel 4, míg 2010-ben 3 százalék körül alakulhat. Ezzel egyidejűleg a konjunktúra visszafogott élénkülésére számítunk, a növekedés üteme várhatóan csak 2010-ben kerülhet a gazdaság kapacitásának bővülési üteme fölé. Így a kibocsátási rés a teljes előrejelzési horizonton negatív marad.

A beérkezett konjunktúraadatok a hosszabb távú növekedési kilátások szempontjából kedvezőtlen tendenciákra utalnak

A nemzetközi környezet az év első felében összességében kedvezőtlen irányba változott: a kedvező első negyedév után a második negyedévben az európai adatok visszaesésre utaltak. Bár az erőteljesen ingadozó negyedéves változás okoz némi bizonytalanságot az általános trend pontos megítélésében, az európai növekedés határozott lassulása egyre világosabban látszik. A kedvezőtlenebbé váló konjunkturális klímában a hitelezési feltételek szigorodása mellett meghatározó szerepet játszott a nyersolaj árának radikális emelkedése.

A magyar gazdaság első féléves teljesítményében a növekedés lassú élénkülése volt megfigyelhető, amit elsődlegesen a mezőgazdaság kiugró teljesítménye és az első negyedévben még élénk ipari exportkonjunktúra okozott. A GDP növekedése ugyanakkor továbbra is elmaradt a termelőkapacitások bővülésétől, azaz a negatív kibocsátási rés tovább tágult. A hosszabb távú kilátásokat illetően bizonytalanságra ad okot, hogy a belföldi felhasználásban nem történt határozott fordulat, így előretekintve kérdéses, hogy a lassuló európai konjunktúra mellett a hazai tényezők milyen mértékben járulhatnak hozzá a gazdaság dinamizálódásához.

A globális infláció begyűrűzését a gyenge hazai konjunktúra korlátozta

2008 második negyedévében jelentősen emelkedett a globális inflációs nyomás. Bár – a jegybanki kamatemelések és a régiós kockázati megítélés javulásának következtében – a monetáris kondíciók jelentősen szigorodtak, a forintárfolyam erősödése csak részben ellensúlyozta a magasabb nemzetközi inflációs környezet hatását. Így az importált termékek ára forintban kifejezve tovább emelkedett. Ez azonban továbbra is a nyersanyag és energia típusú termékkörhöz volt köthető, míg a feldolgozott termékek széles körében az importárak némileg mérséklődtek.

Az energiaárak emelkedése a termelői árakban is tükröződött, azonban a negatív kibocsátási rés miatt a vállalatok az értékesítési áراikban csak részben érvényesítették a költségek emelkedését. Így a fogyasztóiár-index nem emelkedett tovább, valamivel 7 százalék alatt stagnált.

A munkapiaci inflációs nyomás némileg mérséklődött, ami a termelékenység javulása és a magas bérdinamika eredőjeként alakult ki

A kedvezőtlen konjunkturális helyzet ellenére a bérdinamika a második negyedévben is erős maradt a szakképzettek minimálbérének emelése és a magas infláció miatt. Emellett, mivel az állásukat az elmúlt negyedévekben elvesztők alapvetően kivonultak a munkapiacról, a munkaerő-piaci szabad kapacitások sem nőttek jelentősen, ami szintén hozzájárulhatott a bérnövekedés magas üteméhez.

Összességében azonban a munkapiacról érkező költségoldali inflációs nyomás némileg csökkent a versenyszféra javuló termelékenységének köszönhetően. A fajlagos munkaköltségek növekedése az inflációs céllal összevetve még min-

dig magasnak tekinthető, mivel az év eleji termelékenységi számokat részben átmeneti tényezők (a mezőgazdasági szektor kiugró teljesítménye) is emelték.

A dinamikus nominális bérnövekedés ellenére a lakosság teljes jövedelmének reálértéke alig bővült az év első felében, a csökkenő foglalkoztatottság, illetve a béren kívüli jövedelmek stagnáló reálértéke miatt. Keresleti oldalról tehát a jövedelemkiáramlás inflációmérséklő hatása volt, amit a lakosság fogyasztási kiadásainak visszafogott növekedése is jól mutat.

**Előre tekintve a növekedés lassú
élénkülése várható, lefelé mutató
kockázatokkal**

Prognózisunkban a gazdasági növekedés igen lassú élénkülését valószínűsítjük. Arra számítunk, hogy a belföldi felhasználás élénkülése az exportkonjunktúra lassulásánál némileg erőteljesebbnek bizonyul majd. Míg a rövid távú növekedési kilátásoknál a korábban vártnál lassabb külső konjunktúra és a visszafogott belföldi felhasználás hatását az igen kedvező mezőgazdasági teljesítmény kompenzálhatja, májusi jelentésünkhöz képest alapvetően negatívabban látjuk a hosszabb távú növekedési kilátásokat. Egyrészt a kedvezőtlenebb külső konjunktúra és a forint árfolyamának erősödése a nettó export növekedési hozzájárulását mérsékli. Másrészt a tartósan magas olajárszint és a csökkenő foglalkoztatás a belföldi felhasználás élénkülését is visszaveti.

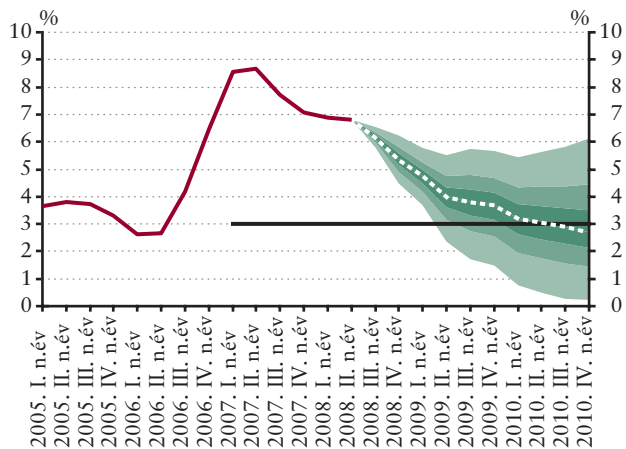
Számottevő kockázatát látjuk annak, hogy az európai lassulás jelentősebb lesz az általunk feltételezetttnél, ami a hazai növekedési pályában is érzékelhető lefelé mutató kockázatot jelent.

**Fokozatos dezinflációt
prognosztizálunk, közel
szimmetrikus kockázatokkal**

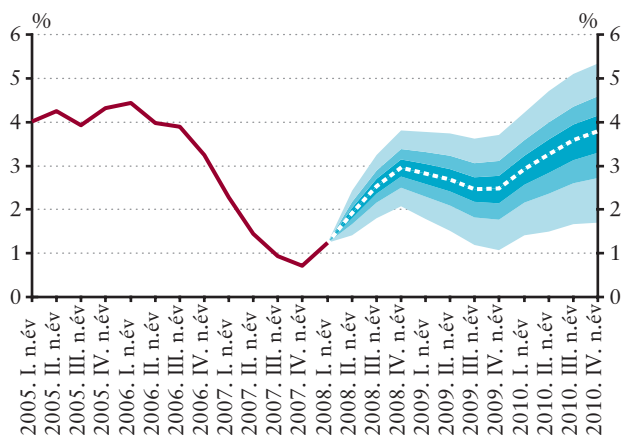
Az általunk felvázolt dezinflációban továbbra is kulcsszerepet játszik a negatív kibocsátási rés, ami a vállalatokat a béркиáramlás lassítására és a korábbiaknál visszafogottabb ütemű áremelkedésekre kényszeríti. Emellett továbbra is úgy számolunk, hogy a nyersanyagárak az előrejelzési horizonton már nem emelkednek tovább.

Mivel az elmúlt évben a foglalkoztatás csökkenése nem párosult a munkaerőpiaci szabad kapacitások emelkedésével, jelentős kockázatát látjuk annak, hogy a munkakínálat a magyar gazdaságban tartósan visszaesett. Emiatt elképzelhető, hogy a közelmúltban megfigyelt GDP-lassulás a potenciális kibocsátást is az alappályában feltételezetttnél erőteljesebben érintette. Emellett kockázatot jelenhet az is, ha a nominális béremelkedés az általunk feltételezetttnél erőteljesebben igazodik a múltbeli magas inflációs szinthez. Mindkét forgatókönyv megvalósulása az alappályában bemutatottnál magasabb inflációt okozhat. A dezinflációt segítheti ugyanakkor a külső konjunktúra vártnál erőteljesebb lassulása és a nemzetközi nyersanyagárak korrekciója. A fentiek miatt, az inflációs alappálya körül közel szimmetrikus kockázatot érzékelünk.

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



A GDP-növekedés legyezőábrája



Az alappálya összefoglaló táblázata

(Előrejelzéseink feltételes jellegűek: az alappálya a 3. fejezetben bemutatott feltevések együttes bekövetkezése mellett érvényes legvalószínűbb esetet jeleníti meg; az előző év azonos időszakához képest, százalékban, ha másképp nem jelezzük.)

	2006	2007	2008	2009	2010
	Tény		Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció ¹	2,4	6,0	5,1	2,8	2,7
Fogyasztóiár-index	3,9	8,0	6,3	4,1	3,0
Gazdasági növekedés					
Külső kereslet (GDP-alapon)*	3,9	3,9	2,5	1,9	2,1
Fiskális keresleti hatás** ²	0,4	-3,6	-1,5 (↔)	-0,1 (↔)	-0,8 (↔)
Lakossági fogyasztás	1,9	-1,9	0,3	1,4	2,8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-2,5	0,1	2,1	5,4	6,3
Belföldi felhasználás	1,2	-0,4	1,0	2,5	3,4
Export	19,0	14,2	10,1	7,4	8,7
Import ³	14,7	12,0	8,8	7,5	8,9
GDP***	3,9 (4,0)	1,3	2,2 (2,4)	2,6 (2,4)	3,4
Folyó fizetési mérleg hiánya**³					
A GDP százalékában	6,0	5,0	4,9 (↑)	4,8 (↑)	4,8 (↑)
Milliárd euróban	5,4	5,1	5,3 (↑)	5,5 (↑)	6,0 (↑)
Külső finanszírozási igény**³					
A GDP százalékában	5,3	4,0	3,4 (↑)	2,8 (↑)	2,5 (↑)
Munkaerőpiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	8,2	8,0	8,8	6,5	6,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	0,7	-0,1	-1,6	-0,6	0,1
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	9,4 (8,1)	9,1 (8,2)	10,2 (8,5)	7,2	6,5
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	1,2	0,9	-1,7	-0,7	0,2
Versenyszféra fajlagos munkaköltsége ^{5,7}	4,4	7,3	3,7	4,1	3,1
Lakossági reáljövedelem*	-0,3	-3,4	1,3	2,0	2,7

¹ Az általunk előrejelzett mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal.

² Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti.

³ A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-gyel kezdődően a ténylegesen megvalósult/megvalósuló import-szám és a folyó fizetési mérleg-hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet.

⁴ Pénzforgalmi szemléletben.

⁵ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

⁶ Az eredeti KSH-adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonális hatásaitól tisztított adatok szerepelnek.

⁷ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonális hatásaitól szűrt bérmutatóval számolódott.

* MNB-beclés.

** Májusi prognózis. ↔ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2008. májusi inflációs jelentésben publikált előrejelzésnek közel megfelelően alakul. ↑ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2008. májusi inflációs jelentésben publikált előrejelzésnél magasabb lehet.

*** Zárójelben a naptárnap-hatással nem korrigált adatok szerepelnek.

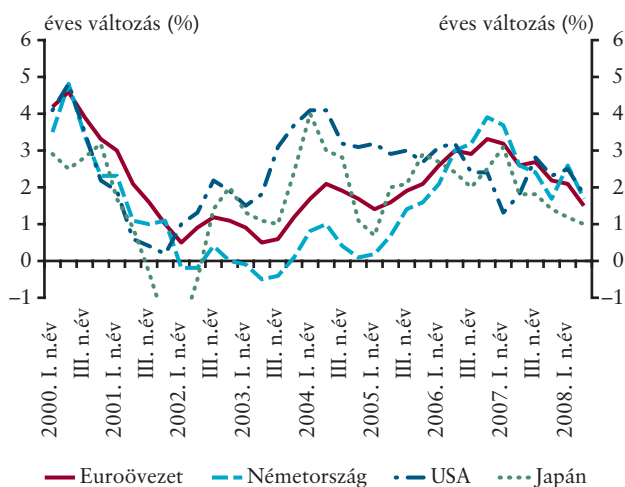
1. Makrogazdasági fejlemények

1.1. FOKOZATOSAN ROMLÓ NEMZETKÖZI KONJUNKTURÁLIS ÉS INFLÁCIÓS KÖRNYEZET

A nemzetközi környezet az év első felében összességében kedvezőtlen irányba változott: a kedvező első negyedév után a második negyedévben az európai adatok visszaesésre utaltak, amire az euroövezetben a kilencvenes évek eleje óta nem volt példa. Bár az erőteljesen ingadozó negyedéves változás okoz némi bizonytalanságot az általános trend pontos megítélésében, az európai növekedés határozott lassulása egyre világosabban látszik a rendelkezésre álló üzleti bizalmi indexek szerint is. A kedvezőtlenebbé váló konjunkturális klímában a hitelezési feltételek szigorodása mellett meghatározó szerepet játszott a nyersolaj árának radikális emelkedése.

1-1. ábra

Nemzetközi konjunktúra (GDP)



Forrás: Eurostat.

Megj.: a 2008 második negyedévi adat előzetes adat.

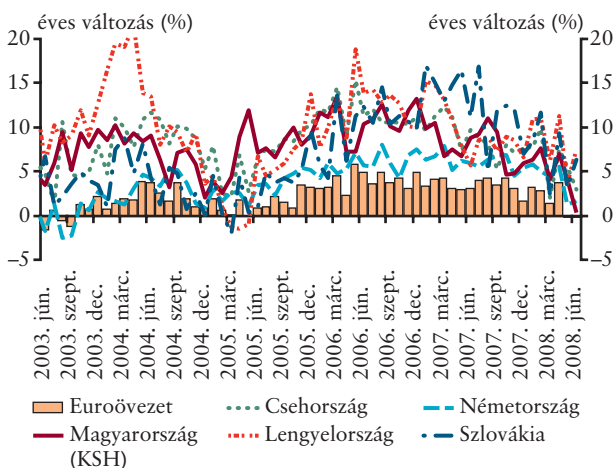
Az euroövezet és a régió ipari konjunktúrájával összhangban a hazai folyamatokat is folytatódó lassulás jellemezte, bár az ipari trend pontos megítélése bizonytalan az év első felét érintő, a szokásostól eltérő munkanaphatások következtében. Emellett a hazai exportkonjunktúra lehetséges lassulását mérsékelhette exportunk országszerkezetének fokozatos átalakulása. A magyar export bővülése ugyanis egyre inkább eltolódik az euroövezetnél magasabb növekedésű kelet-közép-európai országok és Oroszország felé.

A hazai ipari és exportkonjunktúra lassulása alapvetően a nemzetközi ipari konjunktúra lassulásával áll összefüggésben,

1-2. ábra

Ipari termelés a régióban és az euroövezetben

(szezonálisan igazított adatok)



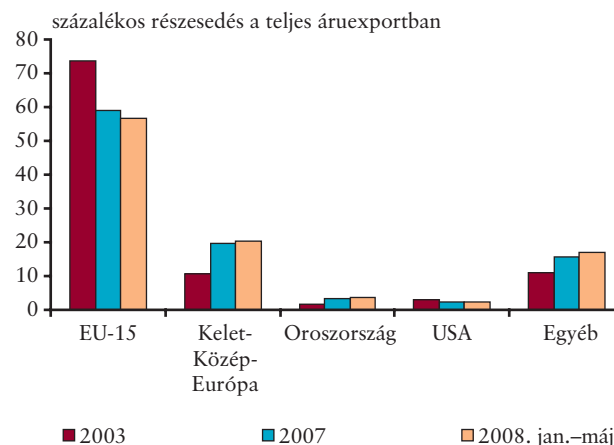
A nemzetközi adatok forrása az Eurostat.

ám emellett az április óta tartó jelentős árfolyam-erősödés növekedést mérséklő hatása is jelentkezhetett. Számításaink ugyanakkor azt mutatják, hogy ez utóbbi hatása egyelőre nem jelentős, az árfolyam exportra gyakorolt hatása ugyanis leginkább néhány negyedév késéssel jelentkezhet az adatokban.

1-3. ábra

A hazai áruexport szerkezetének változása

(százalékos megoszlás)



Forrás: KSH külkereskedelmi termékforgalmi statisztika.

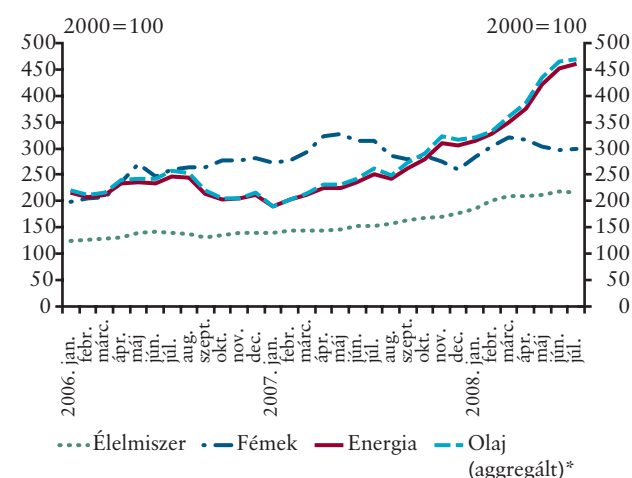
Megj.: A Kelet-Közép-Európa csoporthoz soroltuk Csehországot, Horvátországot, Lengyelországot, Szlovákiát, Szlovéniát és Romániát.

A nemzetközi inflációs környezetet az előző jelentés óta tovább gyorsuló áremelkedés jellemezte, amit alapvetően az

olajárak nagymértékű növekedése okozott. A globális nyersanyagárak közül az olajárak – és ezzel együtt az energiaárak – az utóbbi hónapokban drasztikus mértékben emelkedtek, míg az élelmiszerárak és a fémek áraiban nem volt számottevő elmozdulás.¹ A nyersanyagárak alakulása amellet, hogy emelte a nemzetközi inflációs nyomást, a hitelfeltételek szigorodása után a romló növekedési kilátások legfontosabb forrásává vált. Megjegyezzük azonban, hogy az olajárak trendszerű növekedésében az utóbbi néhány hétben jelentős korrekciót figyelhetünk meg.

1-4. ábra

Nyersanyagok világszintű ára



Forrás: IMF International Financial Statistics.

* Három olajár (U. K. Brent, Dubai és a West Texas Intermediate) egyszerű számtani átlaga.

1.2. GYENGE HAZAI FORDULAT A NÖVEKEDÉSBEN, ELMARADT A BELSŐ KERESLET ÉLÉNKÜLÉSE

A magyar gazdaság 2008 első félévi teljesítményében a növekedés lassú élénkülése volt megfigyelhető, amit elsődlegesen a mezőgazdaság kiugró teljesítménye és az első negyedévben még élénk ipari exportkonjunktúra okozott.² A GDP növekedése ugyanakkor továbbra is elmaradt a termelőkapacitások bővülésétől, azaz a negatív kibocsátási rés tovább tágult. A hosszabb távú kilátásokat illetően bizonytalanságra ad okot, hogy a belföldi felhasználásban nem történt határozott fordulat, így előretekintve kérdéses, hogy a lassuló európai konjunktúra mellett a hazai tényezők milyen mértékben járulhatnak hozzá a gazdaság dinamizálódásához.

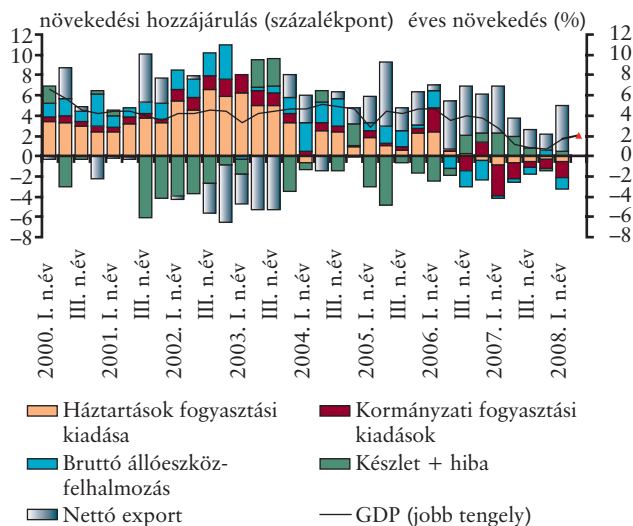
¹ Korábban több elemzés (lásd pl. Samantha Dart: *The fundamental factors behind rising food and fuel prices*, Goldman Sachs, 2008) az energia és élelmiszer nyersanyagárak erősödő együttmozgására hívta fel a figyelmet, az egyre inkább terjedő bioüzemanyag-felhasználás miatt. Az elmúlt negyedévben ez a kapcsolat megtört, bár az olajárak elmúlt időszakban megfigyelt korrekciója ismét közelebb hozta az ásványolaj-árakat a mezőgazdasági nyersanyagok árához.

² A második negyedévi kibocsátás élénküléséhez vélhetően az állami teljesítmény bővülése is hozzájárult. Ezt a statisztikai mérés módszertanából adódóan a vizitdíj és a kórházi napidíj eltérése miatti orvos-beteg kapcsolatszám növekedése okozhatta.

1-5. ábra

A felhasználás oldali tételek hozzájárulása a GDP-növekedéshez*

(szezonalisan igazított adatok)

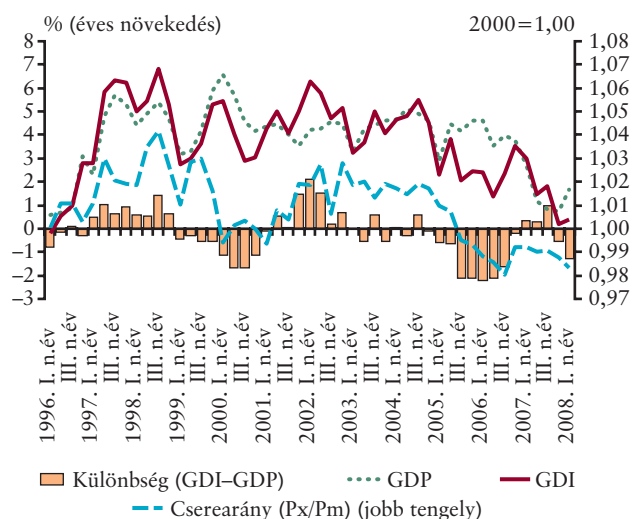


* Tekintve, hogy a láncindexált idősorok esetében az összegezhetőség nem teljesül, így az aggregálásból adódó hibát az egyes tételek súlyarányának megfelelően szétosztottuk. Az így kapott korrigált idősorokból számitott dinamikák számszerűen kevésbé informatívak (eltérnek az eredeti adatokban megfigyeltől), ám az ábra az érvényesülő tendenciákat így is megfelelően tükrözheti.

Megj.: a GDP 2008 második negyedévi adatpontja előzetes, csak a naptári hatásoktól szűrt adat.

1-6. ábra

GDP, GDI és cserearány



A belföldi felhasználás élénkülésével kapcsolatban kockázatot jelent az energiaárak emelkedése miatt bekövetkezett cserearányromlás is. Ez Magyarország, mint nettó energiaimportőr ország számára az elmúlt időszakban azt okozta, hogy a gazdaságban a rendelkezésre álló nemzeti jövedelem bővülése jelentősen elmaradt a GDP növekedésétől. Tartósan magas energiaárak esetén a belföldi felhasználás alacsony szintje hosszabb ideig is fennmaradhat.

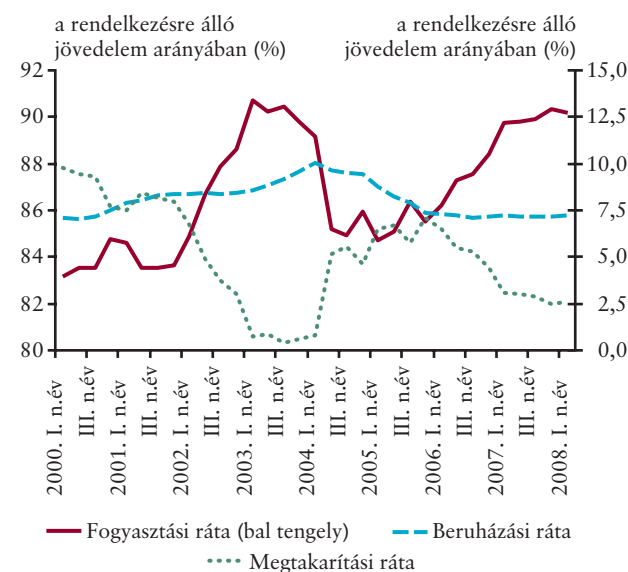
A nemzetgazdasági beruházások – az elmúlt években megfigyelt kedvezőtlen adatokat követően – az idei év első negyedében tovább csökkentek. Megjegyezzük ugyanakkor, hogy a negatív adat nagyjából a kedvezőtlen – vélhetően későbbre halasztott – állami beruházásoknak köszönhető, míg a vállalati szféra beruházásai viszonylag kedvezően alakultak.³ Az alacsony beruházási dinamikához a lakosság visszafogott felhalmozási kedve is hozzájárult, amit a gyenge fogyasztói bizalom és a csökkenő foglalkoztatás mellett a lakossági reáljövedelem stagnálása, illetve az ingatlanpiac túlkínálatos helyzete magyarázhat. Meg kell jegyeznünk ugyanakkor, hogy az első negyedév súlya igen kicsi az egész éves beruházásban, azaz a várható éves tendenciákra ez alapján csak korlátozott következtetést vonhatunk le.

A hazai végső fogyasztás kedvezőtlen dinamikáját jórészt a kormányzati fogyasztás és a természetbeni társadalmi juttatások erőteljes csökkenése okozta. A vártnál lassabb fordulathoz járult hozzá továbbá, hogy a háztartások fogyasztási ki-

adásainak bővülése nagyon visszafogottan alakult, és jelentősen elmaradt az év elején megfigyelt erőteljesebb bérnövekedéstől. A magas bértörlesztés és a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntése közötti eltérés legfőbb oka, hogy a lakosság jövedelme a bérekben látottaknál sokkal kevésbé javult az egyéb jövedelmek csökkenésének következtében (lásd erről részletesen az 1-1. keretes írást).

1-7. ábra

A lakosság fogyasztási, megtakarítási és beruházási rátája



1-1. keretes írás: Hogyan alakult a lakossági reáljövedelem 2008 elején?

Az adatok meglehetősen eltérő, elsőre néha egymásnak is ellentmondó folyamatokat mutattak 2008 első felében a magyar háztartások fogyasztási-megtakarítási viselkedését illetően. Dinamikus bértörlesztés, érdemben emelkedő pénzbeni társadalmi juttatások az egyik oldalon, alig érzékelhetően növekvő fogyasztás és alacsony pénzügyi megtakarítási és beruházási hajlandóság a másikon. Keretes írásunk célja, hogy a közgazdasági elméleteket és statisztikai becsléseket felhasználva magyarázatot találjunk a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseinek elmúlt félévi alakulására.

A hirtelen bérnövekedéstől elmaradó lakossági fogyasztás esetére számos magyarázatot találhatunk a szakirodalomban. A legelterjedtebb – és előrejelzési rendszereinkben is elfogadott – nézet szerint, amennyiben a folyó jövedelmek növekedését a háztartások átmenetinek érzéke-

lik, akkor a fogyasztási döntéseiken sem változtatnak lényegesen. Ezen magyarázat jövedelem oldali feltételei az idei év első félévében részben teljesültek. A csökkenő foglalkoztatás és a magas szinten ragadó infláció eredményeként ugyanis, a bérek év eleji gyors növekedése előretételezve feltehetően nem párosult a jövedelemvárakozások javulásával, amit a bizalmi indexek alacsony szintje is jól mutat. Amennyiben azonban a lakosság jelentős átmeneti jövedelemnövekedéssel szembesült volna, az óvatossági motívum és ezen keresztül a megtakarítási hajlandóság erősödését kellett volna tapasztalnunk, amit a rendelkezésre álló adatok nem támasztottak alá. Emiatt a jelenség hátterében további lényegi hatásokat kell feltételeznünk.

A lakosság teljes jövedelmének több mint egyharmada ún. egyéb jövedelmeként keletkezik. Ezen jövedelemkomponens mérése – figyelem-

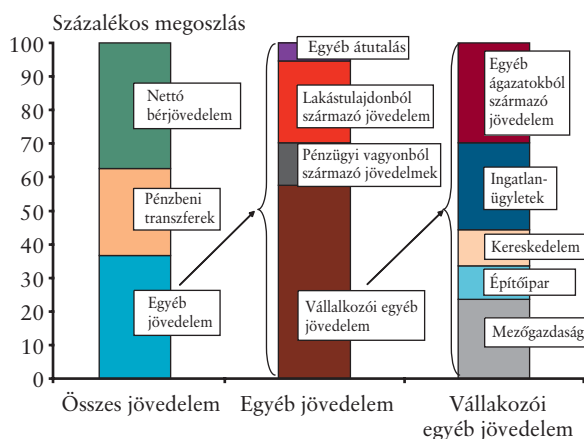
³ A kis súlyú mezőgazdasági beruházások jelentősen bővültek, elsősorban európai uniós támogatások miatt. A piaci szolgáltatószektor beruházásai is nagymértékben emelkedtek, bár ez sok apró cég között oszlott meg. A beruházás a feldolgozóiparban is viszonylag kedvezően alakult, különösen, ha figyelembe vesszük a tavalyi év rendkívül magas bázisát.

be véve a vonatkozó statisztikák jelentős, mintegy kétéves késését – a másik két főbb komponens mérésénél bizonytalanabb, így aktuális alakulásáról csak becslésekre hagyatkozhatunk.

Tekintve, hogy a lakosság jövedelmeiről részletes képet mutató nemzeti számla-adatakkal csak 2006-ra rendelkezünk, így ennek felhasználásával igyekszünk megérteni az idei évi folyamatokat is.⁴ A lakosság egyéb jövedelmeinek 70 százaléka vállalkozói tevékenységből, illetve pénzügyi befektetésekből származik. Ezen tételek alakulásáról részletesebb információkkal rendelkezünk. A fennmaradó 30 százalékot a saját tulajdonú lakások – döntően statisztikailag elszámolt – bérleti díja, illetve a nehezebben modellezhető egyéb átutalások adják, így további elemzéseinket is az előbbi tételre fókuszáljuk.

1-8. ábra

Háztartási jövedelmek keletkezése 2006-ban



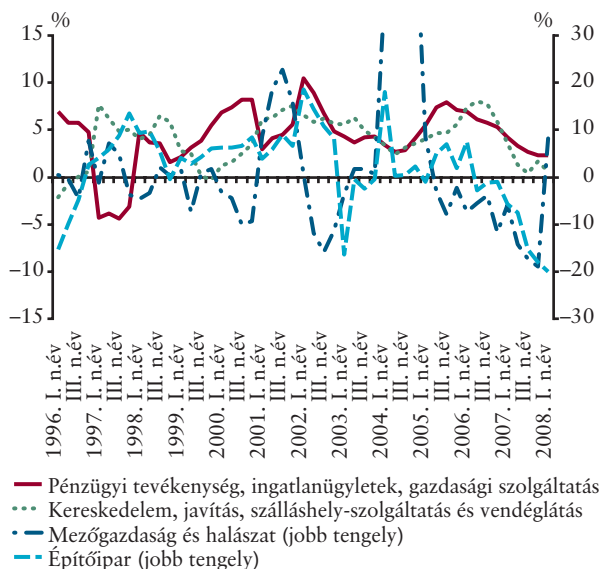
Megvizsgálva a vállalkozói jövedelmek összetételét, megállapíthatjuk, hogy annak forrásai meglehetősen koncentráltak, döntően négy ágazatból (mezőgazdaság, építőipar, kereskedelem, ingatlanügyletek) származnak.

A GDP aktuális termelésadatai az idei év elején a mezőgazdasági termelés esetében – kedvezőtlen 2007-es eredményeket követően – egyértelmű fordulatra utalnak. A kedvező időjárási körülmények több termény esetében is kimagasló termésátlagokat eredményezhettek, ami vélhetően a lakosság mezőgazdasági termelésből származó jövedelmeire is pozitív hatással volt. Ezt a hatást némileg tompíthatta, hogy a kínálatnövekedés következtében a felvásárlási árak csökkentek az előző évhez képest. Ellentétben a mezőgazdaságban tapasztalt felíveléssel, a másik három – a lakossági jövedelmek szempontjából meghatározó – ágazatot, folytatva a 2006-ban megkezdődött tendenciát, az idei évben gyenge teljesítmény jellemezte. Különösen igaz ez építőipar esetében, ami összhangban állhat az elmúlt időszak rendkívül gyenge építőipari és újjalakás-építési teljesítményével.

1-9. ábra

A lakossági vállalkozói jövedelmek alakulása szempontjából meghatározó nemzetgazdasági ágazatok hozzáadott értéke

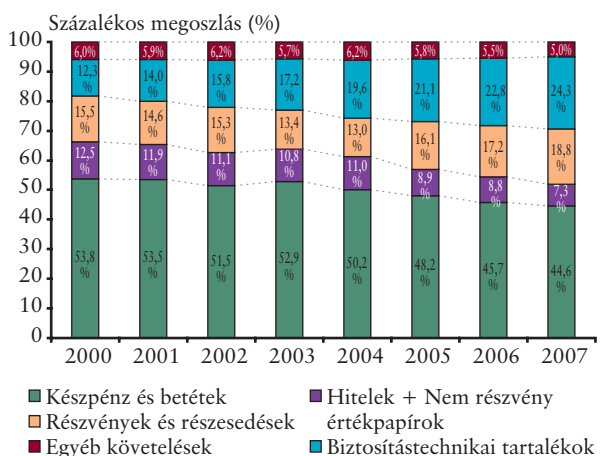
(százalékos változás az előző év azonos időszakához képest)



A háztartások egyéb jövedelmeinek másik fontos eleme a pénzügyi megtakarításokból származó jövedelem. 2000 óta jelentős átrendeződést figyelhetünk meg a lakosság pénzügyi portfóliójában, amely során fokozatosan növekedett a magasabb kockázat-hozam profillal jelle-

1-10. ábra

A háztartások pénzügyi követeléseinek szerkezete*



* Az arányok számításánál figyelmen kívül hagytuk az egyébként statisztikai besorolását tekintve a pénzügyi eszközökhöz tartozó „üzlet-részek” idősorát.

⁴ Tekintve, hogy a főbb jövedelemkomponensek részaránya időben viszonylag stabilan alakult, így a 2006-os arányok kivetítésével nem követhetünk el érdemi becslési hibát.

mezhető befektetések aránya a korábban kedvezőbb konzervatív befektetési eszközök kárára (befektetési jegyek, illetve az élet- és nyugdíj-biztosítások elterjedésének köszönhetően). Ez a szerkezetváltás azt eredményezhette, hogy a háztartások pénzügyi eszközein realizált hozam a korábbiaknál szorosabb kapcsolatban lehet a nemzetközi pénz- és tőkepiaci folyamatokkal. Mivel a pénzügyi piacok az elmúlt időszakban gyenge hozamteljesítményt nyújtottak, ez további negatív hatást eredményezhetett a lakosság egyéb jövedelmeiben.

Végezetül megjegyezzük, hogy a kormányzat elmúlt másfél évi intézkedéseinek következtében bekövetkező fehéredés is csökkenthette a háztartások egyéb jövedelmeit. Az adóellenőrzések szigorítása miatt ugyanis a korábbi kényszervállalkozói státusok egyre inkább alkalmazotti jogviszonyként kerülhettek kimutatásra. Egy kézenfekvő mechanizmus lenne emiatt az, hogy a kisvállalkozói jövedelmek egyre inkább bérjövdelemként jelennek meg a statisztikában. Mivel a bértisztítókban számottevő fehéredési hatást nem tudunk kimutatni⁵, feltételezhető, hogy a kisvállalkozói kör fehéredése inkább átlag alatti bérszinten lép be a gazdaságba, azaz nem okoz számottevő felfelé torzítást a bérekben. Emellett megemlítjük, hogy a gazdaság egészének fehéredése sem teljesen egyértelmű. A gazdaság készpénzigényességének elmúlt évben megfigyelt jelentős emelkedése bizonyos gazdasági tevékenységek feketedésére is utalhat.

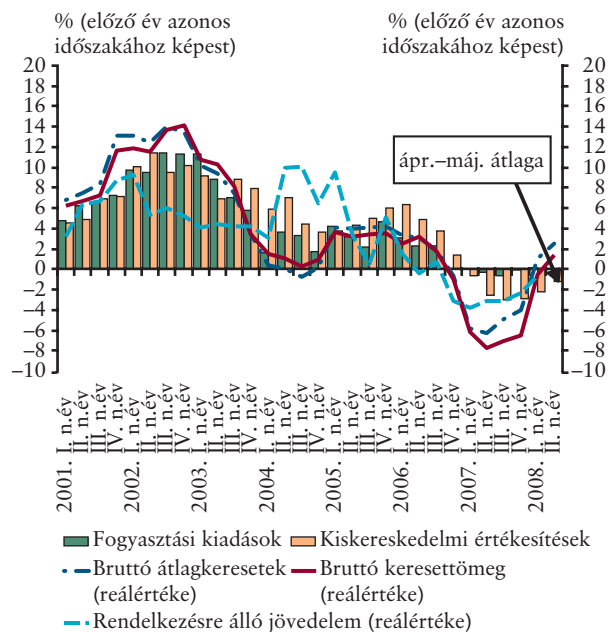
Össességében megállapíthatjuk, hogy 2008 elején a háztartások teljes jövedelmi pozíciója az átlagbérek növekedésénél jóval kedvezőtlenebbül alakulhatott. Ezt döntően az egyéb jövedelmek szempontjából meghatározó, belföldre termelő szektorok – a mezőgazdaság kivételével – változatlanul gyenge teljesítménye, a csökkenő foglalkoztatás és a

kedvezőtlen nemzetközi pénz- és tőkepiaci hangulatban mérséklődő pénzügyi hozamok eredményezhették. A fenti eredmény magyarázhatja a háztartások visszafogott fogyasztási és megtakarítási döntéseit, illetve alacsony bizalmi indexét.

1-11. ábra

Lakossági fogyasztás és jövedelmek főbb indikátorai

(szézonálisan igazított adatok)



A GDP termelési oldalán a versenyszféra erős növekedését figyelhettük meg az év első negyedévében, miközben az állami szféra hozzáadott értéke nem változott jelentősen. A versenyszféra hozzáadott értékének az előző év végéhez képesti növekedése főként két ágazathoz volt köthető. Elsősorban a mezőgazdasághoz,⁶ másodsorban pedig az átmenetileg élénkülő külső kereslet folytán erősödő iparhoz.⁷ Ugyanakkor a belső kereslet élénkülésével kapcsolatos bizonytalanságot erősítheti az eddig elmondottakon túlmenő-

en az is, hogy a főként a belső konjunktúrával összefüggő ágazatok – piaci szolgáltatások és építőipar – változatlanul gyengén teljesítettek.

A gyenge belső, illetve a gyengülő külső kereslet hatására a növekedés továbbra is lassú, aminek eredményeképp a 2007 óta folyamatosan negatív kibocsátási rés tovább tágult. Így arra számíthatunk, hogy a tavalyi évhez képest várhatóan erősödik a gyenge kereslet inflációt mérséklő hatása.

⁵ Erről részletesebben lásd az 1-2. keretes írást.

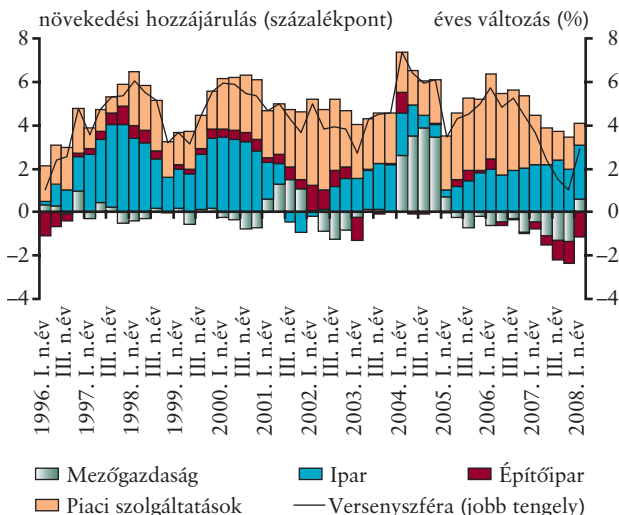
⁶ Megjegyzendő, hogy az év eleji adatok meglehetősen bizonytalanok ezen ágazat esetében, mivel a termésre vonatkozó, év közben beérkező információk hatására jelentős mértékű revízió is elképzelhető.

⁷ Bár részletes GDP-adatok nem állnak rendelkezésünkre a második negyedévre, úgy véljük, hogy a mezőgazdaság növekedési hozzájárulása továbbra is erős lehetett, miközben az ipar, összhangban a nemzetközi konjunktúrával, jelentős korrekciót mutatott.

1-12. ábra

A termelési oldali tételek hozzájárulása a versenyszféra hozzáadott értékének növekedéséhez*

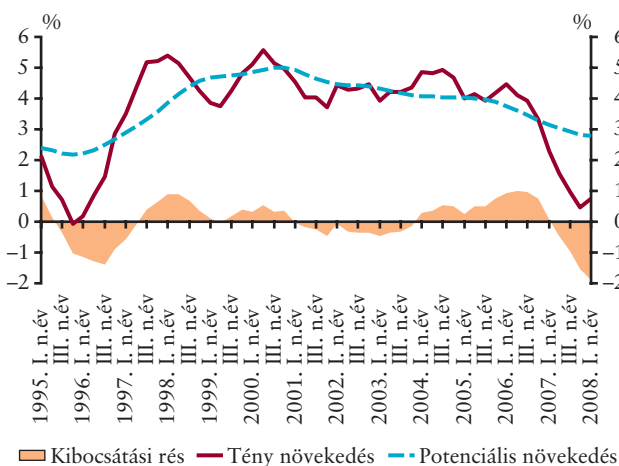
(szезonálisan igazított adatok)



* Tekintve, hogy a láncindexált idősorok esetében az összegezhetőség nem teljesül, így az aggregálásból adódó hibát az egyes tételek súlyarányának megfelelően szétosztottuk. Az így kapott, korrigált idősorokból számított dinamikák számszerűen kevésbé informatívak (eltérnek az eredeti adatokban megfigyeltől), ám az ábra az érvényesülő tendenciákat így is megfelelően tükrözheti.

1-13. ábra

A kibocsátási rés alakulása*



* MNB-beclés.

1.3. A MAGAS BÉRNÖVEKEDÉS CSÖKKENŐ FOGLALKOZTATOTTSÁGGAL PÁROSULT

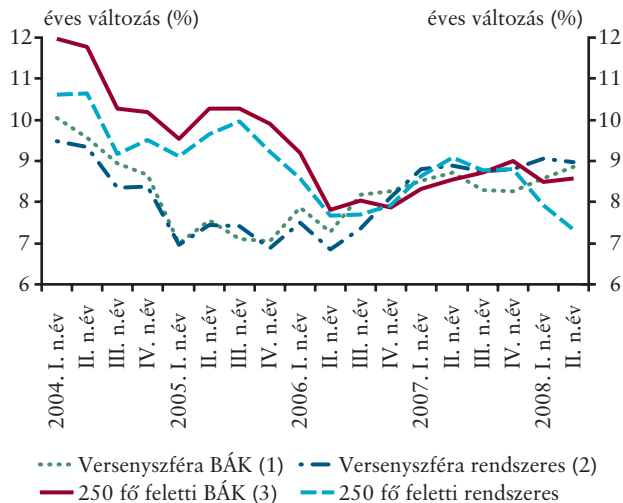
A második negyedévben a munkapiacot továbbra is magas béremelkedés jellemezte, miközben a vállalatok a vártnál nagyobb létszámcsökkenéssel alkalmazkodnak az emelkedő költségekhez. A keresetek 2006 közepe óta 8 százalék fölötti ütemben nőttek, és a rendszeres béradatok az év második negyedévének első két hónapjában is várakozásunknál magasabb növekedést mutattak.

Bár a bérnövekedés üteme a vállalati méret szerinti besorolástól függetlenül magas maradt, bizonytalanságra ad okot a pontos trendet illetően, hogy a szabályozóváltozások által vélhetően kevésbé torzított, 250 feletti kör rendszeres kifizetése határozott lassulást mutatott. A szektorokat vizsgálva elmondható, hogy a feldolgozóiparban csökkenő bérdinamikát figyelhetünk meg, míg a bérek növekedése a piaci szolgáltatóvállalatok esetében a korábbi magas szinten maradt.

1-14. ábra

Bruttó átlagkereset (BÁK) és a rendszeres bérek éves növekedése a teljes versenyszférában és a 250 fő feletti vállalatok esetében*

(szезonálisan igazított adatok)



* A 2008 második negyedévi adat két hónap adatai alapján tett ténybecslés. (1) A fehéredés és a megváltozott prémiumkifizetések hatásától szűrt adatok, (2) A fehéredés hatásától szűrt adatok, (3) A megváltozott prémiumkifizetések hatásától szűrt adatok.

1-2. keretes írás: Néhány gondolat a 2008-as bérstatistika és a fehéredés összefüggéseiről

Míg 2006 közepétől a KSH által kimutatott bérnövekedési ütem egy részét fehéredésnek tekintettük, a 2008-as bérfolyamatok értékelése során nem számolunk jelentős fehéredési hatással. Úgy látjuk ugyanis, hogy a szakmunkás-minimálbér emelése effektív költségnövekedést jelentett a vállalkozásoknak, jelentős létszámcsökkentést és részben inflációs nyomást okozott a versenyszférában.

Mivel a fehéredésre vonatkozó statisztikai adatgyűjtés nem áll rendelkezésre, egyrészt a KSH által publikált bruttó átlagkeresetek statisztikai tulajdonságai alapján próbálhatjuk meg megállapítani a nagyságát, másrészt abból is következtethetünk a fehéredésre, ha a bérek más időszakkal való együttmozgásában következik be törés.

Korábbi jelentéseinkben az előbbi logika mentén több módszert bemutatunk a bérstatistikában megjelenő fehéredési hatás kiszűrésére.⁸ Ebből három módszer azon az alapelven nyugszik, hogy a gazdaság egyes részeit – egyes ágazatokat vagy bizonyos vállalatkategóriákat – nem fehéredőnek feltételeztük, míg a gazdaság többi részéről azt gondoltuk, hogy ott fehéredés történt. Ennek megfelelően 2006 harmadik negyedévtől – mikor elindult az adóellenőrzések szigorítása – a fehéredő ágazatok valódi béralakulását a gazdaság fehéredő és nem fehéredő részei között becslés historikus kapcsolat alapján készült előrejelzésekkel közelítettük. A negyedik módszer esetében a hatósági intézkedések életbelépésekor megfigyelhető bérszintmegugrások mértékét számszerűsítettük.

Meg kell jegyeznünk ugyanakkor, hogy az első három módszer minden olyan esetben ki fog mutatni „fehéredést”, amikor a fehéredőnek vagy a nem fehéredőnek gondolt ágazatokat vagy vállalatkategóriákat valamilyen csoportspecifikus sokk éri. Mivel az elmúlt egy-másfél évben számos ilyen sokk érte a gazdaságot (a szakképzettek minimálbérének emelése, illetve a költségvetési kiigazítás is eltérően érinthette a gazdaság különféle szegmenseit), kérdéses, hogy a korábbi módszerek mennyire megfelelőek a 2008 elején esetlegesen bekövetkező fehéredés kiszűrésére.

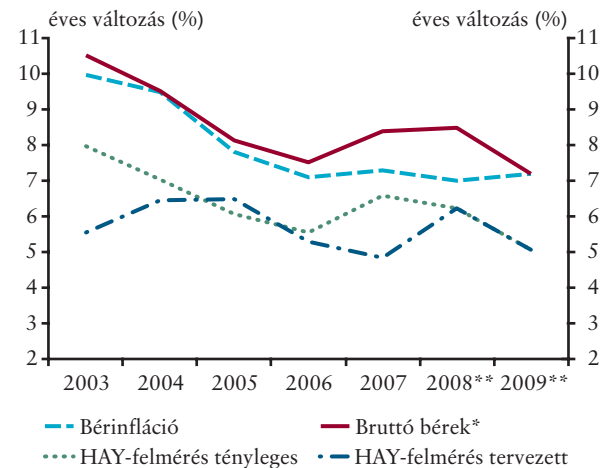
A fehéredésre kontrolálható módszereinket 2006–2007 folyamán plauzibilisnek lehetett tekinteni, mivel az első három, a bérelőslások torzulására építő módszer által becslés 2,5 százalékos fehéredésből mintegy 2,2–2,3 százalékot a 2006 szeptemberében bevezetésre kerülő dupla minimálbér utáni járulékfizetési kötelezettséghez tudunk kötni a negyedik, a bérszint ugrására építő megközelítés szerint. Ez a hatás a 2006-os, illetve 2007-es béradatokat is felfelé torzította.

Azt azonban a fenti négy eljárás egyikével sem tudjuk megmondani, hogy a szakképzettek minimálbérének emelése miatti bérnövekedés mekkora része fehéredés és mekkora része valódi változás. Mivel nem áll

rendelkezésünkre olyan módszer, amellyel a fehéredést közvetlenül meg lehetne mérni, ezért csak közvetett úton következtethetünk arra, hogy a gazdaság fehéredése mennyiben torzíthatja a KSH kerestetisztikáját.

A fehéredés gyanúját táplálhatja az a tény, hogy a különféle anekdotikus információk, illetve bérezési felmérések a makrostatistikákban megfigyeltnél jóval alacsonyabb bérnövekedésről adnak tanúbizonyságot. Fontos kiemelni azonban, hogy a makrostatistikákban látható bérnövekedésben a „tényleges” béremelésen kívül még megfigyelhető egy összetételhatás is, ami a gazdasági szerkezet átalakulásából, illetve a különféle munkakörök iránt megnyilvánuló munkakereslet változásaiból fakad. Jó példa erre az alacsony bérekkel jellemezhető textilipar leépülése hazánkban, melynek következtében az alacsonyabb bérű ágazatok súlya a foglalkoztatásban csökkent, ami felfelé toltja a nemzetgazdasági bérszintet. Ugyanakkor az inflációs nyomást megjelenítő munkaerőegység-költség-számításakor nem indokolt a bérintexet megszüntetni ezen összetételhatásoktól, hiszen azok a termelékenység alakulásában is megjelennek. Az 1-15. ábrán látható, hogy az összetételhatás az idei évben különösen sokkal járul hozzá a megfigyelt bérnövekedéshez, aminek elsődleges oka a gazdaság erőteljes ágazati átrendeződése.⁹ Ha a szűrt mutatót (bérinfláció) a HAY bérezési felmérésből származó információkkal összevetjük, az eltérés jóval kisebb lesz.

1-15. ábra **Bruttó átlagkereset*, bérinfláció és a HAY-felmérés alakulása**



* A fehéredéstől és a prémiumok megváltozott szezonálisától tisztított adat.

Érdemes külön kiemelni a 2007-es évet, amikor a tényleges emelés és a bérinfláció gyakorlatilag összeér. Itt azonban fontos megjegyezni, hogy a tervezetthez képest a tényleges emelés jóval nagyobb lett a HAY kimu-

⁸ Erről lásd részletesebben: Eppich-Lőrincz: Három módszer a bérstatistika fehéredés okozta torzítottságának becslésére, MNB-tanulmányok 66., illetve a „A bérstatistikát érintő néhány módszertani kérdésről” c. keretes írást a 2008. májusi jelentésben.

⁹ Az összetételhatástól szűrt ún. bérinflációs mutatót a TEAOR 2-es alágazati szinteken az előző évi létszamszerkezetben rögzítve számoltuk ki.

tatásában. Azaz elképzelhető, hogy előre tekintve ez a jelenség 2008-ban is megismétlődik. Más oldalról a 2007 előtti években mindig volt eltérés a HAY megvalósult/tervezett bér és a bérinfláció között, azaz a 2008-as eltérés akár a „normál” esetnek is tekinthető. A szisztematikus eltérést magyarázhatja még az is, hogy a HAY-felmérés, és általában a bérezési felmérések nem feltétlenül reprezentatívak a versenyszektorra vonatkozóan. Ez az idei évben különösen nagy problémát jelent, hiszen a különféle bérfelmérésekben részt vevő cégek jellemzően átlag feletti bért fizető, sok esetben multinacionális vállalatok, amelyeket nem érintett a garantált bérminimum idei évi közel 15 százalékos emelkedése.

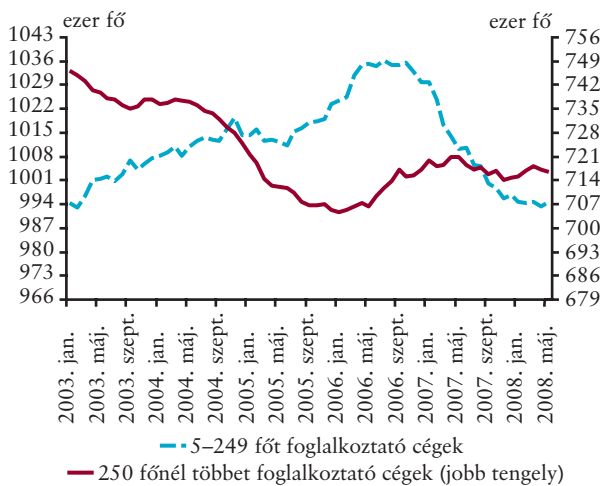
Mindezek alapján összességében megállapíthatjuk, hogy a KSH-bérstatistika fehéredés miatti torzítottsága a HAY-bérfelméréssel összevetve egyáltalán nem nyilvánvaló. Emellett további érvek is inkább arra utalnak, hogy a bérstatistika fehéredés miatt, torzítottsága 2008-ban már nem számottevő.¹⁰

• Ismereteink szerint a bérstatistika megfigyelési körébe eső vállalkozások közül a garantált bérminimum emelés túlnyomórészt a kisebb létszámú vállalatokat érintette. Ebben a vállalati körben azonban jelentős létszámcsökkenést figyelhettünk meg 2007 eleje óta, ami azt jelenti, hogy a béremelések tényleges költségsokkot jelentettek.

1-16. ábra

Létszámalakulás az 5–249 és a 250-nél több alkalmazottal működő vállalkozások esetében

(szezónálisan igazított havi adatok)

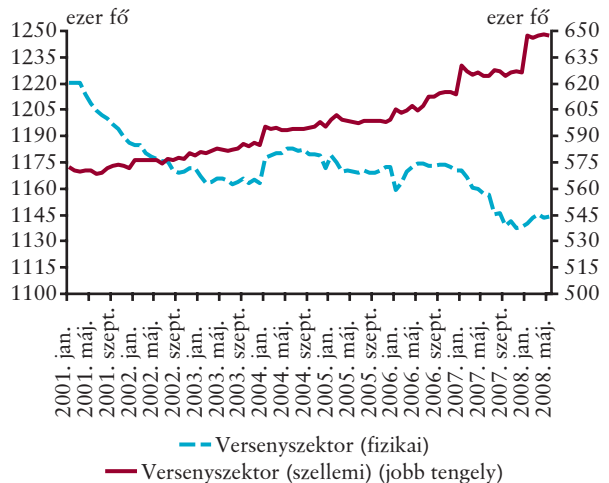


• Az érintettségi köröket vizsgálva elmondható még, hogy a fizikai foglalkozásúak esetében is jelentős létszámcsökkenést tapasztaltunk 2007 folyamán. Ez szintén arra utal, hogy már a 2007-es garantált bérminimum emelés is effektív lehetett.

1-17. ábra

A fizikai foglalkozásúak létszámának alakulása a versenyszektorban

(szezónálisan igazított havi adatok)



• Míg a 2006-os garantált bérminimum-emelés csak az 5–19 fő közötti létszám-kategóriákban okozott kimutatható bérugrást, a garantált bérminimum 2007-es, illetve 2008-as emelése már a nagyobb vállalatok béralakulása esetében is kimutatható volt. Tekintetbe véve, hogy a nagyobb vállalatok általában magasabb béreket fizetnek, ez a tény is arra enged következtetni, hogy az intézkedés egyre inkább effektív lehetett.

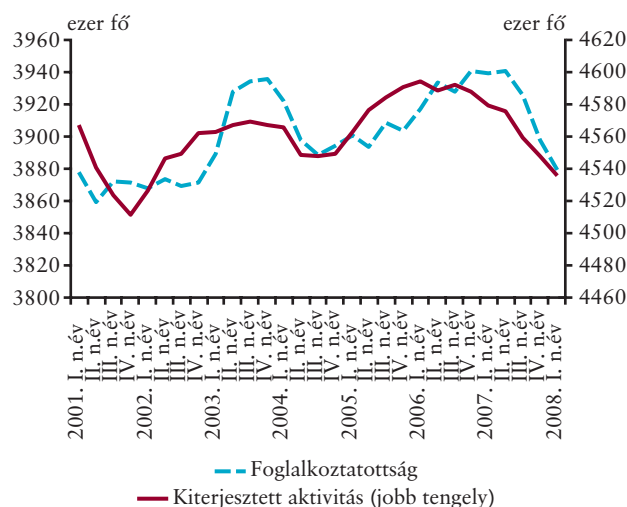
• Historikusan a munkaerőegység-költség és maginfláció között erős együttmozgás volt megfigyelhető. Amennyiben a fehéredés miatt a bérindek torzítottak lennének, a historikus kapcsolatban törést várnánk. Az adatok azonban arra utalnak, hogy a fajlagos munkaköltségek általunk számított alakulása továbbra is jól magyarázza az inflációs folyamatokat (lásd erről az 1-27-es ábrát).

¹⁰ Bár a nemzetgazdaságban a minimálbérek aránya 30 százalék körül mozog, eloszlásuk az egyes vállaltípusok között nem egyenletes. Amíg a 4 vagy kevesebb fő alkalmazó vállalatok esetében a minimálbérek aránya 70 százalék körül van, addig a legalább 5 fő foglalkoztató vállalatok esetében ez csupán 8 százalék. Feltételezve, hogy a fehéredés forrása a minimálbéres foglalkoztatás megszűnése, a KSH-bérstatistika megfigyelési körébe eső, 4 fő feletti vállalkozások esetében a fehéredés által okozott torzítás jóval kisebb mértékű, mint ami a teljes versenyszektor esetén lehet.

Az első negyedévben folytatódott a nemzetgazdasági foglalkoztatás csökkenése. Az állásukat elvesztők azonban alapvetően nem a munkanélküliek számát emelték, hanem – főként a kedvezőtlenebbé váló jövőbeli nyugdíjfeltételek miatt előrehozott, korai nyugdíjazások eredményeképp – kivonultak a munkapiacról. Emiatt a munkapiaci szabad kapacitások nem nőttek érzékelhetően, ami hozzájárulhatott a bérdinamika továbbra is magas szintjéhez.

1-18. ábra

Az aktívák és a foglalkoztatottak számának alakulása*



* A kiterjesztett aktivitás időszorában az aktív népesség mellett az inaktív népesség azon részét is figyelembe vettük, akik állításuk szerint szeretnének dolgozni, de aktuálisan nem keresnek munkát. Korábbi tapasztalataink szerint ezek az emberek az inaktívoknál lényegesen szorosabban kötődnek a munkaerőpiachoz.

Megj.: Az adatok forrása a KSH munkaerő-felmérése.

1-3. keretes írás: Mennyire nőttek a szabad munkaerő-piaci kapacitások az elmúlt időszakban?

A munkaerő-felvételből származó, szezonálisan igazított adatok szerint a foglalkoztatottak száma 2007 első negyedévére mintegy 60 ezer fővel csökkent. A bérinflációra ható erők vizsgálatához fontos tudnunk, hogy mi történt az állásukat elvesztőkkel, milyen szoros maradt a munkapiaci kötődésük. Ebben a keretes írásban a munkaerő-felmérés 2008 márciusáig rendelkezésünkre álló mikrodatabázisának segítségével igyekszünk választ adni a kérdésre.

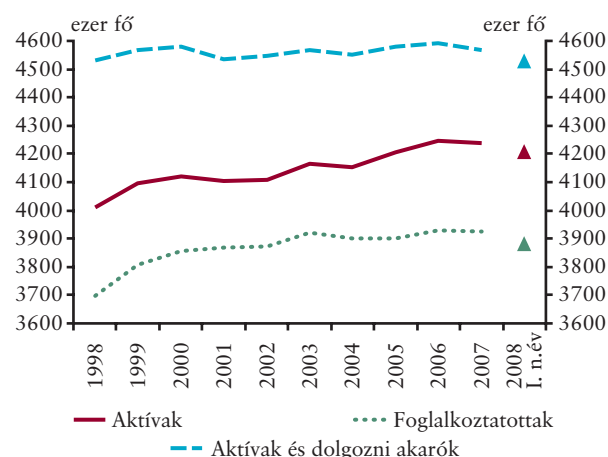
A foglalkoztatás csökkenése mellett a munkanélküliek száma csak mintegy 15 ezer fővel emelkedett az év során, míg az inaktívok 40 ezerrel többen lettek, illetve 5 ezer fővel csökkent a munkaképes korú népesség lélekszáma. Ez önmagában nem feltétlenül jelentené a rendelkezésre álló munkaerő tényleges csökkenését: a magyarországi aktivitási ráta az elmúlt években nemzetközi összehasonlításban is igen szoros együttmozgást mutatott a foglalkoztatottság alakulásával. Ennek fontos oka, hogy jelentős csoportok nem keresnek aktívan munkát, így nem felelnek meg a munkanélküliség kritériumainak sem, de valójában – saját bevallásuk szerint – szeretnének dolgozni, és az elhelyezkedési adatok szerint viszonylag erősen kötődnek a munkapiachoz.

A múltban a hazai aktívoknál kevésbé, a nemzetközileg megfigyelhető összefüggésekhez azonban hasonló mértékben kötődött a foglalkoztatottság alakulásához, és valószínűleg jobban mutatta a ténylegesen

1-19. ábra

Az aktivitás, a dolgozni akarókkal bővített aktivitás és a foglalkoztatás

(éves adatok, szezonálisan igazított negyedéves adatok átlaga alapján)



rendelkezésre álló munkaerő-állomány alakulását az aktívák és a saját bevallásuk szerint dolgozni akarók együttes száma. Pesszimizmusra ad okot, hogy jelenleg ez a mutató is az aktivitáshoz hasonló mértékű csökkenést mutat.

A foglalkoztatás csökkenésének több mint fele az állami vagy önkormányzati tulajdonú munkahelyekhez köthető, ebben a szektorban közel 35 ezer fővel dolgoztak kevesebben az egy évvel korábbinál. A létszámleépítés szinte kizárólag az idősebb, 50 év fölötti korosztályokat érintette, a többi korcsoportban lényegében változatlan maradt az államhoz köthető munkahelyeken foglalkoztatottak aránya.

A jellemzően inaktív csoportokat vizsgálva szembeűnő, hogy a foglalkoztatáscsökkenéssel párhuzamosan – főként 2007 végén – jelentős mértékben, összesen közel 50 ezer fővel nőtt a 75 évnél fiatalabb öregeségi nyugdíjban részesülők száma. A növekedés kisebb részben a Ratkó-gyerekek öregedéséből,¹¹ nagyobb részben abból fakad, hogy – feltehetőleg az elbocsátások és a nyugdíjszabályok változása miatt – sokan előrébb hozták a nyugdíjazásukat. Az utóbbi hatás csak átmeneti megugrást okoz a nyugdíjasok számában, amit a közeljövőben várhatóan az új nyugdíjazások számának csökkenése fog követni. Az új nyugdíjasok azonban nem mindannyian a korábbi foglalkoztatottak közül kerülnek ki,¹² így csak egy részét teszik ki a munkapiacot elhagyóknak.

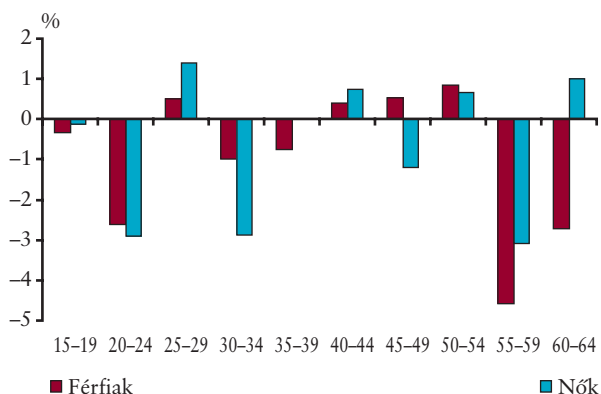
A korábban nyugdíjba vonulók mellett számottevően, mintegy 20 ezer fővel nőtt a különböző gyermektámogatásokban (gyesben, gyedben vagy gyetben) részesülők száma is.¹³

A foglalkoztatottsági ráta alakulását kor és nem szerinti bontásban vizsgálva megerősíthető, hogy a foglalkoztatottak számának csökkené-

1-20. ábra

A foglalkoztatottsági ráta alakulása nemek és korcsoportok szerinti bontásban

(2008 első negyedév, eltérés az előző év azonos időszakához képest)



se első sorban a nyugdíj, illetve a gyermektámogatások által leginkább érintett csoportokhoz – az 55 év felettiekhez, illetve a 30-as éveik elején járó nőkhöz – köthető. Ezenkívül a 20-24 éves korosztályban látható szignifikáns, közel 3 százalékpontos csökkenés.¹⁴ Ebben a korcsoportban sem beszélhetünk azonban a munkanélküliek vagy a dolgozni akaró inaktívak arányának emelkedéséről. A változásban feltehetőleg egy régebben tartó folyamat, az iskolába járók számának növekedése és a munkába állás kitolódása játszik fontos szerepet. Az iskolarendsze-

1-1. táblázat

A jelentősebb változások összefoglalása

(2008 első negyedév, eltérés az előző év azonos időszakához képest, ezer fő)

	Változás egy év alatt
Munkaképes korú (15–74 éves) népesség (1+2)	-5,6
Aktívak (1=1a+1b)	-45,0
Foglalkoztatottak (1a)	-61,2
<i>ebből: állami vagy önkormányzati</i>	-34,3
Munkanélküliek (1b)	16,2
Inaktívak (2)	39,4
Nyugdíjasok	48,0
Gyermeztámogatásban részesülők	20,8
Aktívak és dolgozni akaró inaktívak	-48,3

¹¹ A mintabeli népesség korösszetételének változásából fakadóan – minden más befolyásoló tényező változását figyelmen kívül hagyva – egy év alatt 16 ezer fővel nőtt volna a nyugdíjasok száma.

¹² A leginkább érintett generációkban a nyugdíjasok számának növekedése az elhalálozások ellenére is nagyobb a foglalkoztatottak létszámcsökkenésénél. Ezt amellett, hogy nem mindenki a munkahelyéről vonul nyugdíjba, részben az is magyarázhatja, hogy a nyugdíjasokat feltehetőleg könnyebben érik el a kiegészítőbiztosok. Erre utal az is, hogy a rendkívüli létszámnövekedés ugyancsak meghaladja az ONYF adataiból látható értéket.

¹³ Ehhez hasonló mértékben nőtt a 1 évnél fiatalabb gyermekek száma is, vagyis a korábbi tapasztalatokkal ellentétben ezúttal valóban javuló demográfiai folyamatok állhatnak a háttérben, nem csupán a támogatásokat igénybe vevők köre bővült. Bár a változásban a mintavételi hiba is közrejátszhat, a demográfiai folyamatok – feltehetőleg a Ratkó-unokák családalapításával is összefüggő – enyhe javulása figyelhető meg a születési statisztikákban is.

¹⁴ Bár a KSH nemek és korcsoportok szerinti bontásban nem közli a foglalkoztatási ráta standard mintavételi hibáját, annak mértéke – a hasonló létszámú csoportokra közölt becslések alapján – egy-másfél százalékpont közt lehet. Azaz csak az egy-másfél százalékos feletti elmozdulás tekinthető szignifikánsnak a foglalkoztatási rátában.

rű képzésben részt vevők aránya ebben a körben 1,5 százalékponttal volt magasabb az előző évinél, a létszámuk azonban – az ide tartozók számának csökkenése miatt – csupán néhány ezer fővel volt magasabb annál.

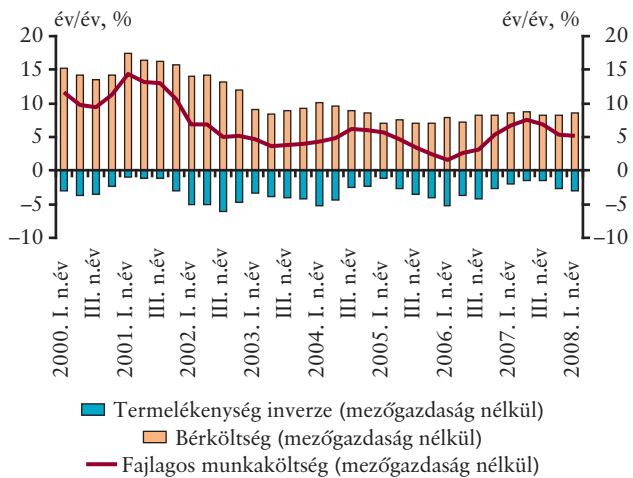
Összességében elmondható, hogy a foglalkoztatottak számának visszaesése együtt járt a munkaerő kínálatának hasonló mértékű csökkenésével. Így nem beszélhetünk a munkapiac jelentős mértékű lazulásáról és a bérinflációt csökkentő kínálati oldali nyomásról. Bár a munka-

kínálat csökkenése részben átmeneti hatásoknak köszönhető, a nyugdíjkorhatár-emelés véget érésével és a demográfiai folyamatok alakulása (a Ratkó-gyerekek nyugdíjba vonulása illetve a Ratkó-unokák családalapítási korba jutása) miatt hosszabb távon sem számíthatunk az elmúlt évtizedben jellemző ütemű bővülésre. A béralkalmazkodás szempontjából ugyanakkor az igazi kérdés az, hogy a gazdaság konjunkturális helyzete miatt inaktívá váló csoportok milyen eséllyel jelennek meg tényleges munkakínálatként a munkaerőpiacon az elkövetkező években.

Az év elején a munkapiacról érkező inflációs nyomás az előző évhez képest összességében csökkent a versenyszférában. A nagymértékű bérköltség-emelkedés ellenére ugyanis a termelékenység javulásának következtében a vállalatok az előző negyedévihez képest a fajlagos munkaköltség alacsonyabb növekedésével szembesültek.¹⁵

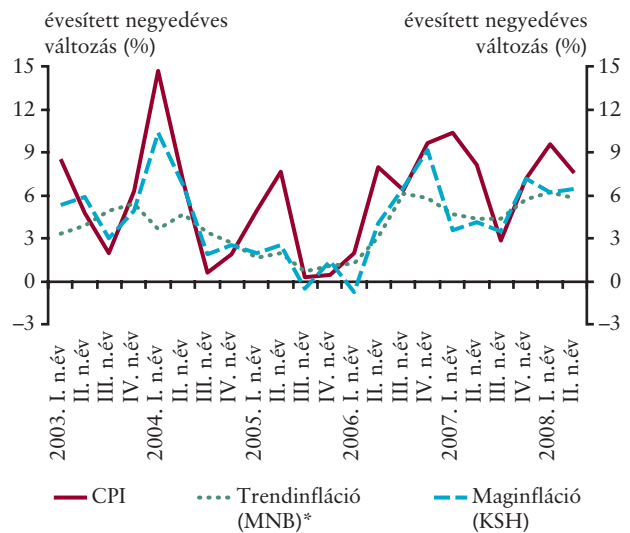
1-21. ábra

A fajlagos munkaköltség és összetevőinek alakulása a mezőgazdaság nélküli versenyszektorban



1-22. ábra

Az infláció, maginfláció és trendinfláció*



* A trendinfláció az indirektadó-változások és a vízdíj hatásától szűrt maginflációs mutató.

ciós szint közeledett az európai átlaghoz. A kismértékű inflációs konvergencia azonban a maginfláción kívüli termékkör relatív kedvező áralakulásából adódott, miközben a maginflációs termékkör inflációs mutatójában nem volt kimutatható közeledés.

1.4. LASSAN MÉRSÉKLŐDŐ INFLÁCIÓ

2008 második negyedévében a fogyasztóiár-index és a maginfláció magasán maradt. Az adat a májusi prognózisunknál összességében enyhén magasabb lett, az inflációs folyamatokat jobban megragadó trendinfláció azonban enyhe csökkenést mutatott.¹⁶

Emellett, mivel az általános inflációs nyomás a fogyasztói árak szintjén erősödött a legtöbb EU-országban, a hazai inflá-

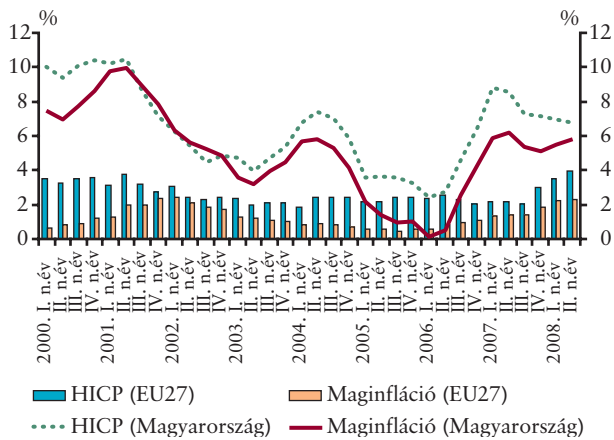
A nemzetközi inflációs trendek erősödését jól mutatja a hazánkba importált nyersanyag- és energiaárak további emelkedése, illetve az élelmiszerárak tartósan két számjegyű növekedése. Az összetettebb termékeket tartalmazó termékcsoportok – feldolgozott termékek és a gépek – importárában egyelőre nem figyelhetünk meg emelkedést. A második negyedévről rendelkezésre álló információk alapján jelentős áremelkedést láthatunk az energiahordozók, az élelmiszerek és a nyersanyagok árában. Az importált inflációt mérséklő hatása

¹⁵ A termelékenység szempontjából a versenyszférát a mezőgazdaság nélkül vizsgáljuk, mivel ezen ágazat termelékenysége meglehetősen volatilis.

¹⁶ A júliusi inflációs adat a korábbi hónapokhoz képest nem mutatott érdemi inflációcsökkenést, ugyanakkor iparcikkek jelentősen csökkenő árában már jól kimutatható a korábbi hónapoknál erősebb forint-euro árfolyamhatása.

1-23. ábra

Harmonizált fogyasztóiár-index és maginfláció Magyarországon és az Európai Unióban*



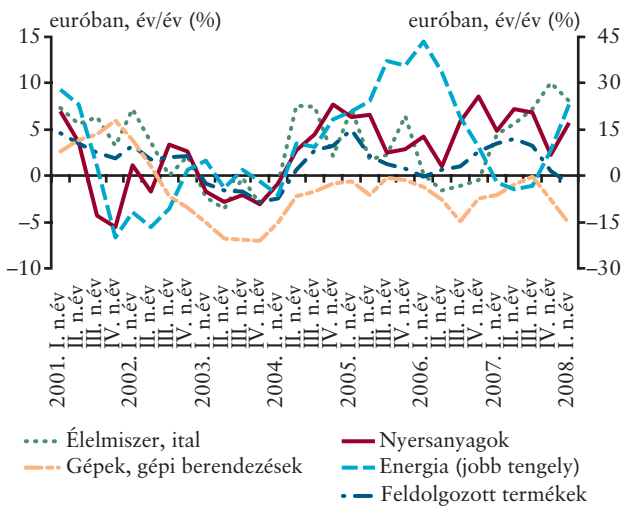
* A maginflációs mutatót az alkohol és dohány termékkörök nélkül szerepeltetjük, mivel ez utóbbi termékkörök esetében a gyakori jövedékiadó változtatások megnehezítik a nemzetközi összehasonlítást.

Forrás: Eurostat.

volt ugyanakkor a forint első negyedév végén kezdődő, euróval szembeni árfolyam-erősödésének, ez azonban csak némileg ellensúlyozta az importárak emelkedését.

1-24. ábra

Az importárak alakulása termékcsoportonként



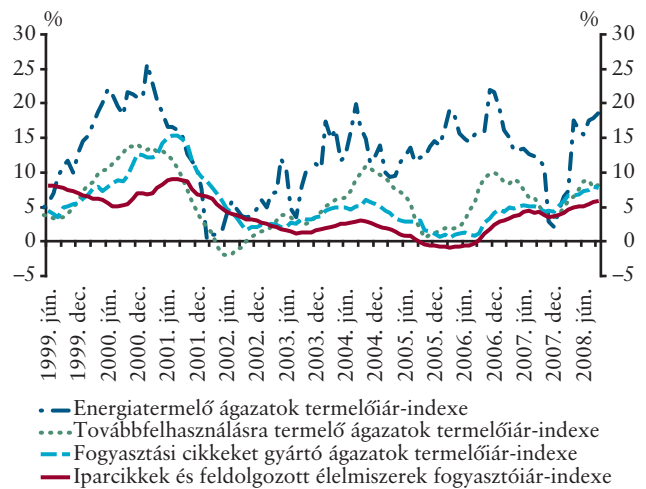
Forrás: KSH külkereskedelmi termékgazdálkodási statisztika.

Az energiaárak jelentős emelkedése ugyanakkor a hazai termelési láncban jól kimutatható és egyre erősödő költséginflációs nyomást jelent. Az alábbi ábra tanúsága szerint a folyamat még nincs túl a csúcspontján, ha a fogyasztói és a termelői árak közötti korábbi kapcsolatot vesszük alapul.

Bár továbbra is az inflációs céllal konzisztens szint felett állt, az év első felében a munkapiac felől érkező inflációs nyomás

1-25. ábra

Az energia-tovagyűrűződés a gazdaságban

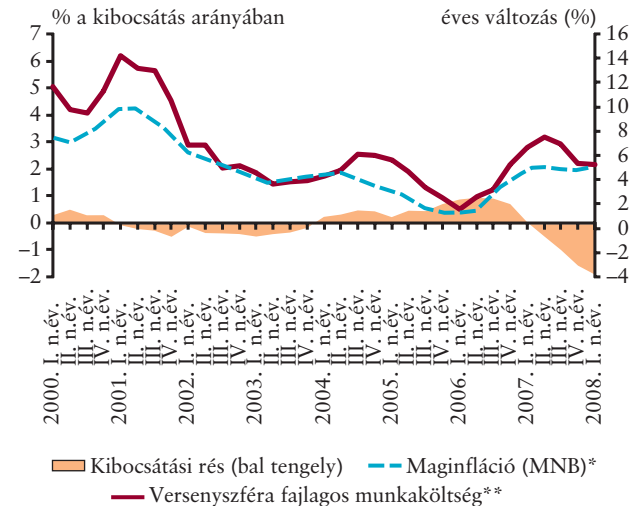


Forrás: KSH külkereskedelmi termékgazdálkodási statisztika.

némileg mérséklődött, mivel a termelékenység javult a vállalati szférában. Emellett a konjunktúra oldaláról továbbra is deflációs hatás érvényesült, a negatív kibocsátási rés miatt a vállalatok a költségeik emelkedését csak részben tudták érvényesíteni a fogyasztói árakban.

1-26. ábra

Trendinfláció, fajlagos munkaköltség és a kibocsátási rés



* A trendinfláció az indirektadó-változások és a víztíj hatásától szűrt maginflációs mutató.

** Mezőgazdaság nélküli versenyszféra.

A fogyasztói árak részleteit vizsgálva elmondható, hogy a vártnál magasabb inflációs adat oka főként a feldolgozott élelmiszerek vártnál nagyobb árnövekedése volt, ami – mivel az euroövezetben már erőteljesebb lassulást láttunk a termékörben – valószínűleg országspecifikus hatások következmé-

nye.¹⁷ Ugyanakkor a feldolgozatlan élelmiszerek árnövekedése prognózisunknál némileg kedvezőbben, míg az iparcikkek ára összességében a várakozásainknak megfelelően alakult.

Korábbi prognózisunkkal összhangban, a piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt fél évben némileg – a korábban hosszú ideje jellemző – 6 százalékos szint fölé emelkedett. Az emelkedés ellentétes makrogazdasági hatások, az emelkedő energia- és élelmiszerárak, magas bérköltségek, illetve a gyenge lakossági kereslet hatásának eredőjeként alakult ki.

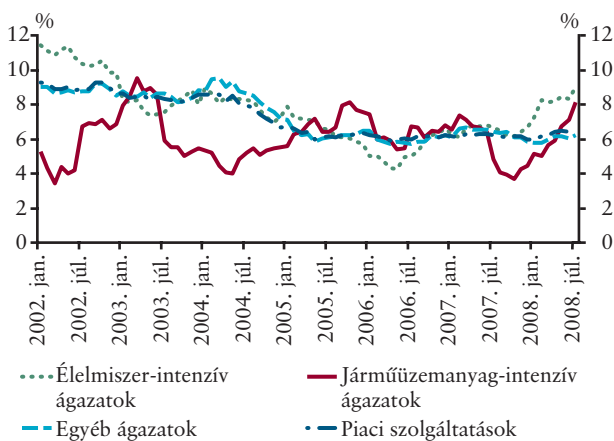
A piaci szolgáltatások termékcsoportjait részletesebben vizsgálva elmondható, hogy az emelkedés alapvetően két szolgáltatáscsoporthoz, az élelmiszer-intenzív, illetve a járműüzemanyag-intenzív ágazatokhoz köthető.¹⁸ A két csoport inflációja 2006, illetve 2007 eleje óta fokozatosan emelkedik, mivel költségszerkezetükben nagy súlyt képviselnek az elmúlt időszakban jelentős áremelkedést mutató élelmisze-

rek, illetve járműüzemanyagok. A fent említett két csoport a teljes piaci szolgáltatási körnek csak mintegy 15 százalékát teszi ki. A 85 százalékos részarányú egyéb körnek az inflációja az elmúlt fél évben nem változott. Ezen szolgáltatáscsoport áralakulása általában véve is kevésbé változékony: az átlagos inflációja több mint 3 éve 6 százalék körül alakult. Összességében így megállapítható, hogy az elmúlt évek gyenge lakossági kereslete egyelőre a piaci szolgáltatások egyik termékcsoportjában sem törte meg a korábbi évekre jellemző inflációs inerciát.

A fogyasztói infláció magas szinten ragadásának kockázatát növelheti, hogy a lakosság által érzékelt és várt infláció az év harmadik negyedévében emelkedett. Ugyanakkor a lakossági felmérésből levonható következtetéseket bizonytalanabbá teszi, hogy az érzékelt infláció emelkedő trendje 2007 közepe óta elvált a tényleges infláció csökkenő trendjétől.

1-27. ábra

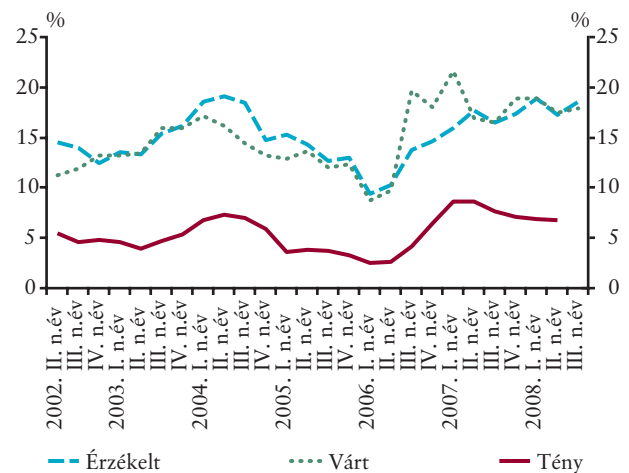
A piaci szolgáltatások inflációja*



* Indirektadó-változásoktól, illetve a vízdíj bevezetésének és eltörlésének hatásától szűrt adatok.

1-28. ábra

Lakossági inflációs érzékelés az elmúlt és várakozás az elkövetkező 12 hónapra



Forrás: Saját számítás a Medián felmérése alapján.

¹⁷ A feldolgozott élelmiszerek magas indexéhez a tej és tejtermékek árának emelkedése járult hozzá leginkább. Mivel azonban a tejpiac egész Európában túlkínálatos, az elemzések ezen termékkör esetében is korrekciót valószínűsítene az ősz folyamán. A nemzetközi adatoknál kedvezőtlenebb feldolgozottélelmiszer-inflációt összességében a villamosenergia-költségek nemzetközi tendenciáknál nagyobb mértékű emelkedése okozhatta.

¹⁸ Élelmiszer-intenzív ágazatokhoz soroltuk az éttermi, a munkahelyi és az előfizetéses menü étkezést, a büféárakat és az eszpresszókávékat. A járműüzemanyag-intenzív ágazatokba került a taxi és a teherszállítás. Ezeknek az összevont ágazatoknak az inflációja az egyedi ágazati árváltozások súlyozott átlagaként adódott.

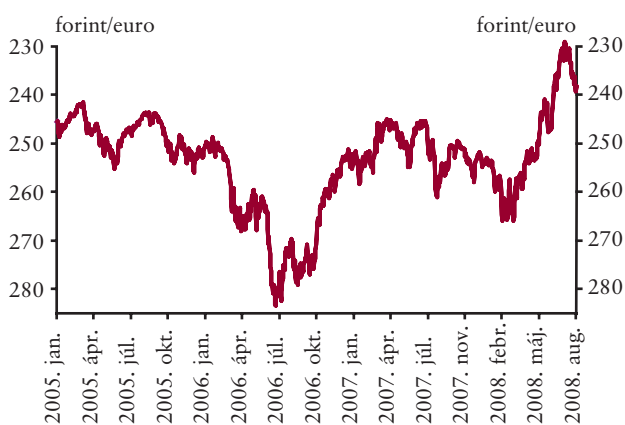
2. Pénzügyi piacok

A Monetáris Tanács 2008. március és május között a jegybanki alapkamatot három lépésben, összesen 100 bázisponttal emelte. A szigorítást elsősorban a nemzetközi olaj-, élelmiszer- és egyéb nyersanyagárak inflációs kilátásokat rontó hatása, illetve az inflációs várakozások esetleges megemelkedéséből származó kockázatok indokolták. Júniusban és júliusban a Tanács az alapkamat szinten tartása mellett döntött, mivel addigra a monetáris kondíciókat elegendően szigorúnak találta ahhoz, hogy az inflációs cél a releváns időhorizonton elérhető legyen.

A monetáris kondíciók szigorodásában a jegybanki alapkamat emelkedése mellett a forint/euro árfolyam számottevő erősödése is szerepet játszott. Az inflációs előrejelzés alapfeltevéseként használt júliusi átlagos árfolyamszint év elejéhez képest mintegy 9, márciusi mélypontjához viszonyítva 13 százalékkal felértékeltebb.

2-1. ábra

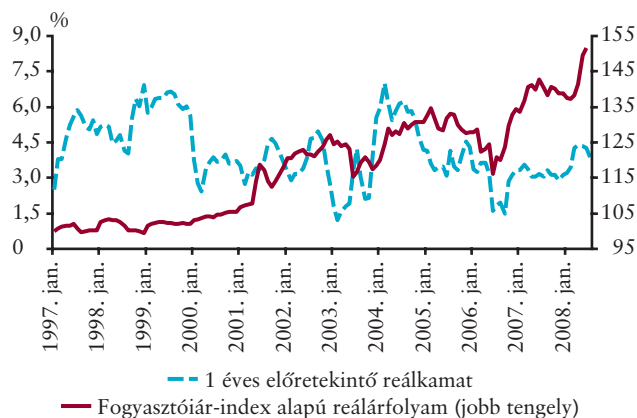
A forint árfolyamának alakulása



A monetáris kondíciók szigorodása elsősorban a fogyasztóiár-index alapú reálárfolyam felértékelődésében tükröződött, mely márciustól júniusig mintegy 10 százalékkal erősödött. A reálárfolyam felértékelődése jóval nagyobb mértékű volt, mint az elmúlt években tapasztalt átlagos ütem. Bár az egy évre előrettekintő reálkamat a megelőző évhez képest emelkedett, még mindig nem haladja meg számottevően historikus átlagát. Utóbbi azzal magyarázható, hogy a nominális kamatok jelentős emelkedése az inflációs kilátások romlásával járt együtt.

2-2. ábra

A monetáris kondíciók



2.1. A FORINT FELÉRTÉKELŐDÉSE HAZAI ÉS NEMZETKÖZI TÉNYEZŐKNEK IS KÖSZÖNHETŐ

A forinterősödést a magyar gazdaság javuló nemzetközi megítélése, valamint a feltörekvő piaci devizák számára kedvező nemzetközi hangulat okozhatta. Az egyensúlyi helyzet 2006 óta javul, és a monetáris politika hitelessége, részben a kamatemeléseknek köszönhetően, a sáveltörlés óta szintén nőtt, ami a hosszabb távú árfolyam-várakozások alakulásában is tükröződött. Korábban azt figyelhettük meg, hogy a befektetők Magyarországot hol a kockázatos, nagy egyensúlytalanságokkal terhelt balti és balkáni országokhoz, hol az euroövezethez gyorsan konvergáló régiós országokhoz sorolták. Noha a gazdasági növekedés még mindig alacsony és az infláció magas, a tavalyi évhez képest jelentősen javultak az ország relatív mutatói a régió többi országához képest. A GDP-növekedés nálunk idén gyorsul, míg a többi újonnan csatlakozott ország esetében lassulás várható, és az inflációs különbözet is csökkent némileg, elsősorban a régiós országok inflációs rátájának emelkedése miatt. Az elmúlt hónapok alapján úgy tűnik, a befektetők kezdik elismerni ezt a relatív javulást, amit az erősödő árfolyam mellett az is mutat, hogy a magyar CDS-felár az utóbbi hónapokban eltávolodni látszik a legkockázatosabbnak tartott országokétól. Emellett a külföldiek az utóbbi hetekben ismét nettó vevőként jelentek meg az állampapír-piacon, és a hosszú ál-

lampapírhozamoknak az euroövezetbe képesti különbözete is mérséklődött.

A forint erősödése, más régiós és fejlődő piaci devizával együtt, korábban nem tapasztalt módon, romló globális piaci hangulat és csökkenő kockázatvállalási hajlandóság mellett ment végbe. A nemzetközi befektetői környezet márciusban (Bear Stearns kimentésével párhuzamosan) megindult javulása ugyanis májusban megtorpant. A kedvező hangulat romlása több lépcsőben következett be. Az első negatív sokkot az inflációs félelmek megélnkülése okozta, ami az olaj árának gyors emelkedéséből fakadt. A WTI típusú kőolaj árfolyama májusban átlépte a 130 dolláros szintet, ami jelentős hozamemelkedést okozott. A befektetők várakozásaiba – részben a jegybankok kommunikációjának is köszönhetően – átmenetileg beépült egy, a Fedet és az EKB-t is érintő kamatemelési ciklus lehetősége. A befektetői hangulat romlásának második hullámát az amerikai jelzálogpiac újabb súlyos megrázkódtatása okozta. Júliusban kiderült, hogy az egyesült államokbeli jelzáloghitelek refinanszírozásával foglalkozó, államilag szponzorált ügynökségek csőd-közeli állapotba jutottak.

Míg korábban a fejlett piaci eszközárak és a magas kamatozású devizák szorosan együtt mozogtak, azaz a kockázatvállalási kedv gyengülése a magas kamatozású devizákban felvett pozíciók leépítésével és árfolyamgyengüléssel járt együtt, addig az utóbbi hetekben ez a kapcsolat megfordult, azaz a magas kamatozású devizák – az izlandi koronát leszámítva – a fejlett piaci turbulencia és a részvénytőke áreresések ellenére erősödni tudtak. Úgy tűnik, hogy sok befektető szemében az alacsony fejlett piaci hozamok és a zuhanó részvényárfolyamok közepette egyes feltörekvő országok devizái vonzó befektetést jelentenek. Ehhez a befektetők azon feltételezése szükséges, hogy ezen országok jegybankjai a növekedési kilátások romlása ellenére sem engedik devizáikat leértékelődni.

A legfrissebb elemzői felmérések a hosszú távú árfolyam-várakozások forinterősödés irányába történő elmozdulását jelzik. Az opciós piaci jegyzések azt mutatják, hogy ugyan a piaci szereplők árfolyam-várakozásai megosztottak, de többé-kevésbé szimmetrikusak a jelenlegi árfolyam mellett. A külföldiek forintpozíciójának csökkenése márciusban megfordult, azóta forintkitettséjük 700 milliárd forinttal nőtt. A nem rezidensek tehát a korábbiaknál nagyobb hajlandóságot mutatnak a forint melletti pozíció felvállalására, annak ellenére, hogy a rövid hozamok az utóbbi hetekben jelentősen csökkentek. Ezzel szemben az elmúlt hónapokban megugrott a lakosság devizabetét-elhelyezése, és a vállalatok hitelfelvétele is elmozdult a devizából a forint irányába, ami arra utal, hogy a hazai szereplők egyelőre nem feltétlenül hisznek abban, hogy a jelenlegi, a korábban megszokottnál erősebb árfolyamszint tartósan megmarad.

2.2. A HAZAI HOZAMOK ALAKULÁSÁBAN AZ EUROHOZAMOK CSÖKKENÉSE ÉS A MÉRSÉKLŐDŐ KAMATFELÁRAK IS SZEREPET JÁTSZOTTAK

A Fed a vizsgált időszak alatt nem változtatott irányadó kamatán. A romló gazdasági kilátások közepette a fogyasztói árak inflációja az USA-ban 5 százalékra emelkedett júniusban, és ezzel 17 éves csúcsot ért el. A kamatlábak az inflációs nyomás ellenére is csak részben áraznak egy kamatemelést az év végéig, amit részben a nagy kibocsátási rés, részben a pénzügyi stabilitási kockázatok magyaráznak.

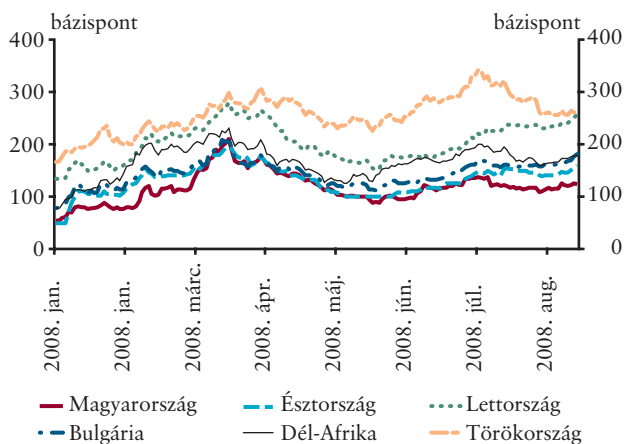
Az euroövezetben az utóbbi hetekben megjelent gyenge konjunktúraadatok és megengedőbb hangvételű jegybanki kommunikáció hatására a befektetők rövid távon a jelenlegi alapkamat tartására, egy év távlatában pedig már kamatsökkentésre számíthatnak. Sokáig úgy tűnt, hogy az euroövezet országait a másodrendű jelzálogpiaci válság kevésbé fogja érinteni, mint az Egyesült Államokat, azonban a legfrissebb konjunktúraindikátorok a gazdasági aktivitás jelentős lassulását mutatják. Az európai bankszektornak továbbá jelentős az amerikai másodrendű jelzáloghitelekhez kapcsolódó vesztesége, így a hitelezés visszafogása az európai gazdaságokat is sújtja, az olaj árának emelkedése pedig negatív kínálati sokkot okoz. Az Európai Központi Bank (EKB) ezen okok miatt jelentősen lefelé módosította a gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzését. Az EKB májusban a korábbiaknál szigorúbb kommunikációt folytatott, aminek hatására a befektetők több kamatemelést is beárztak az elkövetkező néhány hónapra. Az EKB júniusban ugyan 4,25 százalékra emelte irányadó kamatát, nem tett utalást további kamatemelésekre, ami jelentős hozamcsökkenést okozott, annak ellenére, hogy az euroövezet inflációja júniusban és júliusban történelmi csúcsra, 4,0 százalékra emelkedett.

A globálisan romló kockázatvállalási hajlandóság mellett javuló feltörekvő piaci megítélés a hozamfelárak alakulásában is tükröződött. Az elmúlt hónapban megtört az a korábban megfigyelhető trend, hogy a feltörekvő szuverének devizakötvényeinek kamatfelárai és a befektetési bankok CDS-felárai együtt emelkedtek, és néhány feltörekvő piaci ország felára ebben az időszakban is csökkenni tudott. A hazai devizában denominált állampapírpiacokon hasonló folyamat figyelhető meg. Noha az euroövezet országainak a német állampapírhozamhoz képesti felárai historikusan magas szinteken tartózkodnak, a régió felárai csökkenni tudtak. Ha figyelembe vesszük, hogy közben a német hozamok is csökkentek, ez szignifikáns hozamesést jelent.

A hozamok a magyar állampapír- és kamatswappiacon az elmúlt három hónapban 80-100 bázisponttal csökkentek a ho-

2-3. ábra

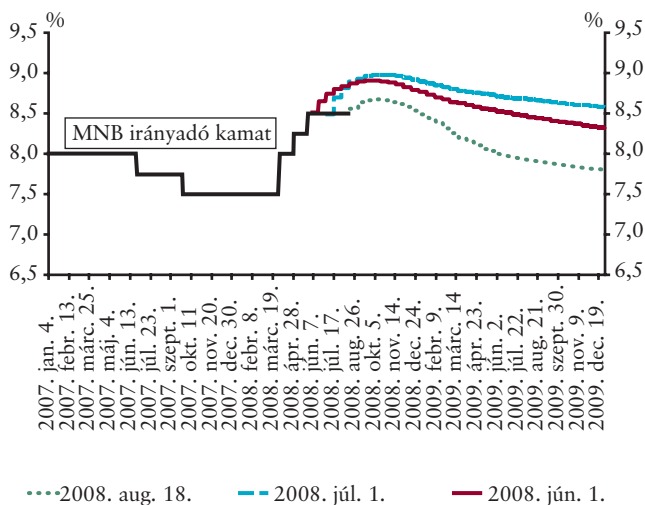
Néhány feltörekvő ország 5 éves CDS-szpredjei



zamgörbe teljes szakaszán. Az euroövezetben tapasztalt hozamemelkedés és a vártnál magasabb hazai inflációs és bér-adatok hatására júniusban még számottevően emelkedtek a hozamok, és a piac több kamatemelést is beárazott. Miután azonban a Monetáris Tanács júniusban már nem változtatott irányadó kamatán, és júniusi kamatemelését követően az EKB is semleges kommunikációt folytatott, mind az euroövezeti, mind a hazai hozamok jelentősen csökkentek. A magyar állampapírpiacon júliusban megjelentek a külföldi vevők, az ÁKK kötvényaukcióinak sikeressége újabb vásárlásokra ösztönözte a befektetőket. A swaphozamok alapján számított 5x5-ös hozamkülönbözet szintén jelentősen javult az elmúlt hetekben. A külföldi vevők állampapír-vásárlásainak megindulása azonban egyelőre még nem volt elegendő

2-4. ábra

Az MNB irányadó kamatára vonatkozó várakozások



ahhoz, hogy a márciusban leromlott likviditási helyzet tartósan javulni tudjon.

A pénzügyi hozamok által implikált jegybanki alapkamatpálya az elmúlt hónapok árfolyam-erősödése, a piaci konszenzusnál némileg kedvezőbb inflációs adatok és az elmúlt hetekben csökkenésnek indult olajárak hatására kisimult. Jelenleg a piac nem számít további kamatemelésekre, az év végére már 8,25 százalékos alapkamattal konzisztensek a pénzügyi hozamok. A legfrissebb elemzői felmérések szintén a 2008-as év végére, 2009-es év elejére teszik az első kamatcsökkentés várható időpontját.

3. Inflációs és reálgazdasági kilátások

Augusztusi inflációs jelentésünk alapfeltevéseink (melyek közül a legfontosabb a 232 forintos euroárfolyam és a 137 dollár körüli olajár) tartós érvényessége esetén lassú dezinflációt prognosztizál. A fogyasztói árak növekedése 2009-ben nagy eséllyel 4, míg 2010-ben 3 százalék körül alakulhat. Ezzel

egyidejűleg a konjunktúra igen visszafogott élénkülésére számítunk, a növekedés üteme várhatóan csak 2010-ben érheti el a potenciálist. Így a kibocsátási rés a teljes előrejelzési horizonton negatív marad.¹⁹

3-1. keretes írás: Alapfeltevéseink változása

2008 májusához képest aktuális alapfeltevéseink jelentősen megváltoztak. Egyrészt a dollárban kifejezett határidős olajár átlagosan mintegy 30 százalékkal emelkedett az előrejelzési horizont egészén, másrészt a forint az euróhoz képest közel 9 százalékkal felértékelődött.

A fenti két hatás erőteljesen befolyásolja a makrogazdaság várható alakulását. Míg az olajár emelkedése inflációs és növekedési szempontból is kedvezőtlen fejlemény, addig az árfolyam erősödése gyorsítja a dezinflációt a gazdasági növekedés átmeneti lassulásának árán.

3-1. táblázat

Főbb feltevéseink változása a májusi jelentéshez képest*

	2008. május			2008. augusztus			Változás májushoz képest		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Jegybanki alapkamat (%)**	8,25	8,25	8,25	8,5	8,5	8,5	0,25	0,25	0,25
Forint/euro árfolyam	255,2	253,8	253,8	242,8	231,9	231,9	-4,9	-8,6	-8,6
Dollár/euro árfolyam (cent)	155,7	157,6	157,6	155,4	157,7	157,7	-0,2	0,1	0,1
Brent olajár (dollár/hordó)	106,4	106,3	103,8	122,4	138,2	137,1	15,1	30,0	32,1
Brent olajár (forint/hordó)	17 415	17 113	16 722	18 974	20 324	20 168	9,0	18,8	20,6

* Éves átlagok, a 2008. júliusi átlagos árfolyam, illetve határidős olajárpálya alapján.

** Év végi értékek a júliusi átlagos alapfeltevéseink alapján.

3.1. LASSÚ FELÍVELÉS A GAZDASÁGI NÖVEKEDÉSBEN

Az előrejelzési horizontot egészén a gazdasági növekedés lassú felívelését jelezzük előre. Az élénkülésben fokozatosan mérséklődik a nettó export szerepe, míg a növekedést egyre inkább a belső kereslet bővülése határozza meg. Mivel a növekedési ütem csak 2010-re éri el a gazdasági kapacitások bővülésének ütemét, a kibocsátási rés a teljes előrejelzési horizonton negatív marad és a májusban prognosztizálnál nagyobb lesz. Míg a rövid távú kilátásoknál a korábban vártnál lassabb külső konjunktúra és a visszafogott belföldi felhasználás hatását az igen kedvező mezőgazdasági teljesítmény kompenzálhatja, májusi jelentésünkhöz képest alapvetően negatívabban látjuk a hosszabb távú növekedési kilátásokat. Egyrészt a kedvezőtlenebb külső konjunktúra és a forintárfolyam erősödése a nettó export növekedési hozzájárulását mérsékli. Másrészt

a tartósan magas olajárszint és a foglalkoztatás csökkenése a belföldi felhasználás élénkülését is visszaveti.

Az export növekedésére elsősorban a fejlett országok romló növekedési kilátása hat kedvezőtlenül. Ebben alapvetően a másodlagos jelzálogpiaci válság tovagyűrűző hatásainak, a magas energiaáraknak, illetve az euroövezetben az euroárfolyam felértékelődésének van döntő szerepe. Ezenfelül a kiviteli dinamikára negatívan hathat a forint euróval szembeni árfolyamának felértékelődése is. A fenti folyamatokat ugyanakkor tompíthatja a magyar export szerkezeti átrendeződése az euroövezetnél gyorsabb növekedésű régiós felzárkózó országok és Oroszország irányába, illetve az a tény is, hogy regionális versenytársaink a forinthez hasonló mértékben értékelődtek fel az euróval szemben. Mindezen tényezőket figyelembe véve, a májusi prognózishoz képest csökkentettük a külső keresletre és a nettó exportra vonatkozó előrejelzésünket.

¹⁹ Az előrejelzéshez felhasznált információk beérkezésének határideje 2008. augusztus 15-e.

3-2. keretes írás: Miként reagál a magyar gazdaság a nominális árfolyam erősödésére? Szimulációk a NEM modellel

A forint árfolyama az elmúlt negyedévben jelentősen erősödött, túljutva a korábbi intervenció sáv erős szélén. Mivel 240-nél erősebb forint-euro árfolyam tartósan még soha nem volt jellemző, érdekes kérdés, hogy ha a forint tartósan ezen szinten marad, milyen makrogazdasági hatások indulnak meg a gazdaságban.

A vizsgálatokat a jegybank negyedéves előrejelző modelljével (NEM modell) végeztük el. A NEM egy sztenderd makroökonometriai eszköz, amely a gazdaság összefüggéseit szimultán módon tudja megragadni.²⁰ Bár az inflációs jelentések alappályája végső formájában több modell eredményeit szintetizáló szakértői előrejelzés, a NEM mégis az egyik legfontosabb input a prognózisok elkészítéséhez.

Milyen csatornákon hat az árfolyam-erősödés a NEM modell szerint?

Az árfolyam erősödése megváltoztatja a hazai és külföldi termékek relatív árát, ami az áru- és munkapiacra alkalmazkodási mechanizmusokat indít el. Hosszú távon a modellben az árfolyam megváltozásának nincs reálgazdasági hatása, mivel a kibocsátás a rendelkezésre álló munka, tőke mennyiségétől és az elérhető technológiai szinttől függ, amelyek a gazdaság strukturális jellemzőiből vezethetők le.²¹

Az árfolyam erősödése – árelfogadó kis nyitott gazdaságról lévén szó – forintban kifejezve olcsóbbá teszi a hazai importot és csökkenti az exportárakat. Ez a külkereskedelmi szektor számára nettó jövedelemvesztést okoz, azaz a gazdasági növekedés lassul. A lassuló növekedés közvetve, másrészt az erősebb árfolyam közvetlenül mérsékli a gazdaságban az inflációt.

Mivel a bérek alakulása az adatok szerint rugalmatlan, az infláció csökkenése átmenetileg reálbér-növekedést okoz. A lassuló konjunktúra és az emelkedő reálbér együttesen csökkenti a vállalatok munkakeresletét, ami a foglalkoztatás visszaesését okozza. A csökkenő foglalkoztatás viszont túlkínálatot okoz a munkapiacra, ami hosszabb távon béralkalmazkodást kényszerít ki. Az alkalmazkodási folyamat végével a nominális bérek is annyival alacsonyabbak lesznek, mint az árak, azaz a reálbérek nem változnak. Az átmeneti időszakban azonban a reálbérek növekedése élénkíti a fogyasztást, ami tompítja a külkereskedelemben kibontakozó kedvezőtlen növekedési tendenciát.

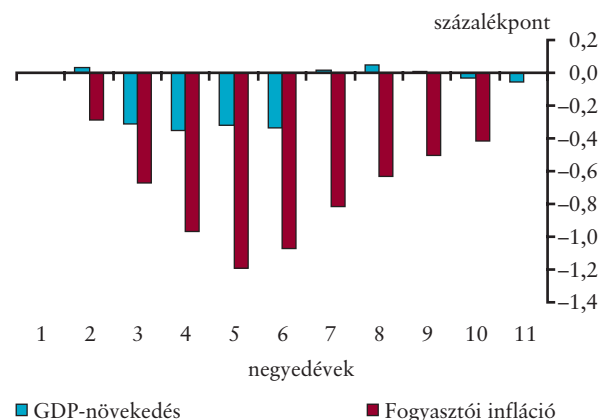
Egy érdekes kérdés a beruházások alakulása. A konjunktúra lassulása a beruházásokra is kedvezőtlenül hat, azonban a tőkeköltség alakulása nem egyértelmű. Attól függően, hogy mi az árfolyam-erősödés oka, a tőkeköltség emelkedhet és csökkenhet is. Ha az árfolyam-erősödést monetáris szigorítás okozza, a reálkamat, s így a tőkeköltség emelkedik, ami visszaveti a beruházásokat. Ha az árfolyam-erősödést a kockázati prémium csökkenése okozta, akkor a reálkamat csökken, ami élénkíti a beruházásokat.

Szimulációkban egy tartós 5 százalékos árfolyam-felértékelődéssel számoltunk, a sokkot az egyszerűség kedvéért a modell szempontjából exogénnek tételeztük fel, azaz a jegybanki alapkamat a modellben rögzített maradt.

Mindemellett még két fontos technikai észrevételt kell tennünk. Egyrészt, mivel a NEM-ben a termelői energiaköltségek nincsenek modellezve, ezek hatását a költségalapú modellünkben imputáltuk. Erre azért volt szükség, mert a termelésben a bérek mellett az energia a másik legjelentősebb költségelem, ami jórészt világgiazi tendenciáktól, így az árfolyamtól is függ. Másrészt az importenergia olcsóbbá válása hat a szabályozott árakra és a járműüzemanyag-árakra is. Ez utóbbi hatást szakértői becslések alapján számszerűsítettük.

3-1. ábra

5 százalékos tartós nominális árfolyam-erősödés reálgazdasági és inflációs hatása



²⁰ Részleteket lásd Benk et al. (2006): „A Negyedéves Előrejelző Modell (NEM)”, MNB-tanulmányok 60.

²¹ A témáról részletes szimulációt közöl Jakab, M. Z–Kovács, M. A. (2003): „Az árfolyam-begyűrűzés meghatározó tényezői: szimulációk a NIGEM modellel”, MNB-füzetek 2003/5.

Az 3-1. ábrán és a 3-2. táblázatban látható, hogy az árfolyam erősödése az inflációra jóval erőteljesebben hat, mint a növekedésre. Ennek elsődleges oka a fogyasztás és a termelés magas importhányada. Emellett, mint említettük, az erősödés kedvezőtlen növekedési hatását még tompítja az átmenetileg növekvő reálbér és az ennek kapcsán emelkedő lakossági fogyasztás. Mindemellett a beruházások is visszaesnek átmenetileg, aminek oka részben az általános gazdasági lassulás, illetve az a tény, hogy mivel a kamatok a szimulációban rögzítettek és mivel az infláció csökken, így a reálkamat emelkedik.

Végezetül érdemes megemlítenünk, hogy a modellszimuláció nem képes kezelni az árfolyam-erősödés transzmissziós mechanizmusának egy lényeges csatornáját, ami a devizahitelezés széles körű elterjedéséhez kötődik. 2007-ben a nem pénzügyi vállalatok és a lakosság együttes nyitott devizapozíciója a GDP 30 százalékát tette ki. Az árfolyam erősödése ezen a csatormán, rövid távon élénkítheti a növekedést, és valamelyest a defláció ellen hat a nettó vagyon átmeneti növekedése miatt.²² Itt kell szólnunk azonban arról is, hogy hosszabb távon az árfolyam-erősödés hatására a reálvagyon változatlan, hiszen a hazai árak csökkenése miatt a reálárfolyam sem változik.

3-2. táblázat

A főbb makrogazdasági aggregátumok növekedésének változása egy 5 százalékos tartós árfolyam-erősödés hatására

Éves átlagos hatás, százalékpontban	Első év	Második év
Fogyasztóiár-index	-0,5	-0,9
Maginfláció árindexe	-0,4	-1,0
GDP	-0,2	-0,2
Fogyasztási kiadások	0,3	0,9
Állóeszköz-felhalmozás	-0,1	-0,3
Export	-0,1	-0,5
Import	0,2	-0,1
Versenyszféra bér	0,0	-0,3
Versenyszféra foglalkoztatottság	0,0	-0,2
Lakossági reáljövedelem	0,4	0,7

A nettó exporttal ellentétben a gazdaság belső faktorait illetően lassú élénkülésre számítunk. A háztartások fogyasztási kereslete fokozatosan élénkülhet, de az előrejelzési horizont egészén elmarad az elmúlt tíz év átlagos növekedési ütemétől. Emögött döntően a rendelkezésre álló reáljövedelem mérsékelt ütemű növekedése áll, amelyre vonatkozó prognózisunkat – az erőteljesebb vállalati létszámcsökkenések miatt – májushoz képest csökkentettük.²³ A csökkenő foglalkoztatottság, a lassú defláció és – a másodrendű jelzalogpiaci válság következtében – a hitelezési feltételek hosszabb távon várható szigorodása a lakosság pénzügyi megtakarítási hajlandóságát erősíthetik.

A fogyasztási kiadásokhoz hasonlóan a beruházások esetében is élénkülésre számítunk, a beruházások üteme azon-

ban a teljes előrejelzési horizonton visszafogott marad. A gazdaság különféle szektoraiban azonban némileg eltérő történetet látunk. A vállalati beruházások esetében a növekedés belföldi komponenseinek élénkülése miatt a hazai piacra termelő szektorokban bővülést várunk, míg a feldolgozóiparban fokozatos lassulás valószínűsíthető. Előrejelzésünkben két ellentétes tényező eredőjeként 2009-ben a májusban feltételezettnél nagyobb, 2010-ben némileg kisebb növekedéssel kalkulálunk. Egyrészt általánosságban kisebb beruházásnövekedést várunk a kedvezőtlenebb külső konjunktúra és a lassabb belföldi növekedés miatt. Másrészt viszont olyan egyedi, de nagy értékű feldolgozóipari beruházások jönnek Magyarországra, melyekre a korábbi években nem igazán volt példa, így arra számítunk, hogy ezek összességében láthatóan megemelik a beruházási dinami-

²² Becslések szerint a fogyasztás közel fele vagyonból történik. Egy 5 százalékos árfolyam-erősödés a devizavagyont rövid távon a jövedelem 1,5 százalékának megfelelő mértékében növeli, amit a fogyasztás 0,7 százalékos szintbeli reakciója kísérhet a legfelsőbb becslések szerint. Ez némileg a deflációs hatást is gyengíti, ennek nagyságrendje azonban legfeljebb tizedekben mérhető.

²³ Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy a háztartások fogyasztási kiadása a rendelkezésre álló jövedelem arányában a jelenlegi 90 százalékos szintről mintegy 1 százalékpontot csökken. Amennyiben az év eleji pénzügyi vagyon csökkenésének fogyasztásra gyakorolt hatása jelentősebb az általunk becsültnél, úgy az előbb említett fogyasztási ráta is alacsonyabb lehet. Ez önmagában mérsékelt gazdasági növekedést és inflációt eredményezne.

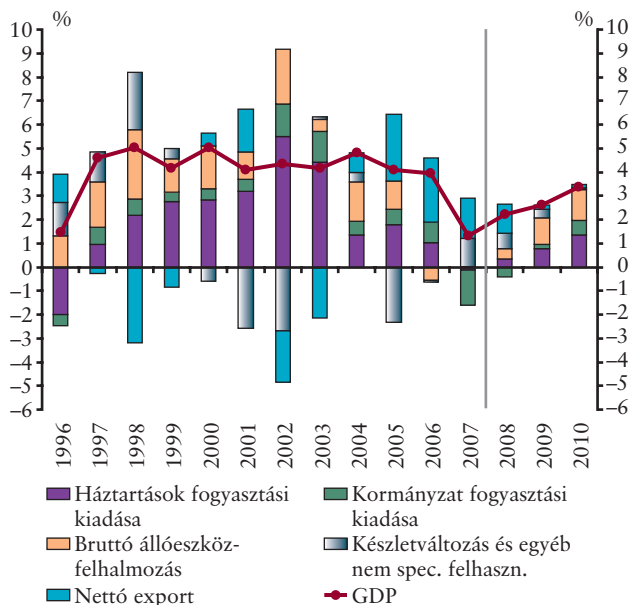
kát.²⁴ Az állami beruházások körében is növekedésre számí-
tunk, amiben döntő szerepet játszanak az európai uniós ala-
pokból származó források is.²⁵ Ami a lakossági beruházások
illeti, a lassú és egyre bizonytalanabb reáljövedelem-nö-
vekedés miatt nem számítunk a jelenlegi visszaesés gyors
korrekciójára.

Összességében a külső és belső tényezők eredőjeként a máju-
si előrejelzésnél lassabb gazdasági fellendülést várunk. Jelen-
tős bizonytalansági pont ugyanakkor a külső konjunktúra las-
sulásának mértéke és a belső keresleti fordulat ereje is.

3-2. ábra

Az egyes tényezők hozzájárulása a GDP-növekedéshez

(éves változás alapján)



3.2. CSÖKKENŐ MUNKAKERESLET, LASSAN MÉRSÉKLŐDŐ BÉRDINAMIKA

A versenyszféra jövedelmezősége kezdetben a költségvetési ki-
igazítás, majd az emelkedő energiaárak és szakképzettek mini-
málbérének sorozatos emelése miatt az elmúlt egy évben rom-
lott. Prognózisunk során továbbra is azzal számolunk, hogy a
vállalatok ezt a profitvesztést a foglalkoztatás és a béremelé-
sek csökkentésén, illetve az árak emelésén keresztül megállítják.

Várakozásunk szerint rövid távon a vállalatok mennyiségi al-
kalmazkodása lesz a domináns stratégia. Az árak jelentős
emelését ugyanis korlátozza a negatív kibocsátási rés, a koráb-

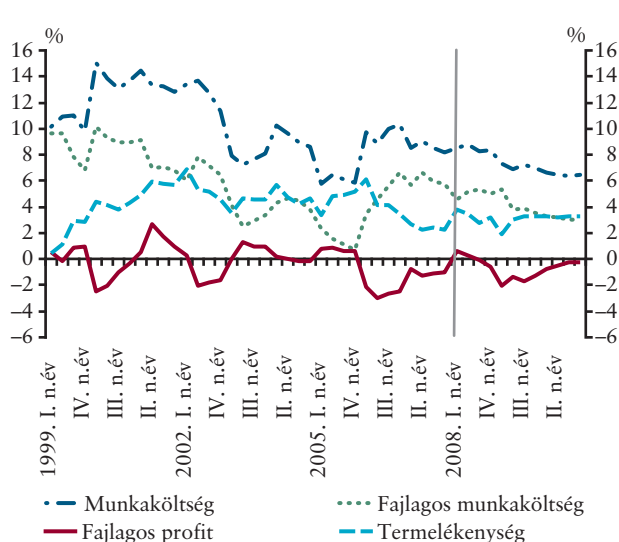
ban feltételezettnél magasabb infláció viszont a munkaválla-
lók nominális béremelési törekvéseit növeli, ami az erőtelje-
sebb bérlassulást ellen hat.

Májushoz képest a vállalatok tovább romló jövedelmezőségi
helyzettel szembesülnek a lanyhább külső és belső kereslet, il-
letve a felértékelődött forintárfolyam miatt. A vállalati mun-
kapiaci alkalmazkodás a májusban feltételezettnél is hangsú-
lyosabban a foglalkoztatottak csökkentésén keresztül valósul
meg, miközben a reálbérek alakulására vonatkozó prognózi-
sunkat nem változtattuk érdemben.

3-3. ábra

A versenyszektor fajlagos munkaköltségének összetevői*

(negyedéves adatok, éves változás)



* A fajlagos profitmutató = hozzáadott érték - bérköltség.

3.3. ELNYÚJTOTT DEZINFLÁCIÓ

Alap-előrejelzésünk szerint az infláció az aktuális közel 7 szá-
zalékos szintről 2010 végére fokozatosan 3 százalék köré
csökken. Várakozásunk szerint az aktuális árindexek minden
főbb termékcsoporthoz esetében csökkennek az előrejelzési hori-
zont végére, azaz a defláció általános lesz. Az általunk fel-
vázolt folyamatban továbbra is kulcsszerepet játszik a negatív
kibocsátási rés, ami a vállalatokat a bérkiaáramlás lassítására és
a korábbiaknál visszafogottabb ütemű áremelkedésekre kény-
szeríti. Emellett továbbra is úgy számolunk, hogy a nyers-
anyagárak az előrejelzési horizonton már nem emelkednek
tovább.

²⁴ Ezek közül kiemelkedik a Mercedes vállalat Kecskeméten 2009-től megvalósuló beruházása. Részletes információk hiányában azzal számolunk, hogy a beruházás 2009-ben és 2010-ben egyenlő arányban valósul meg. Ennek pedig az éves indexekre az a hatása, hogy a 2009-es érték a korábban feltételezethez képest nő, a 2010-es pedig – mivel az előző év magasabb növekedése már beépül a bázisba – változatlan marad.

²⁵ Az állami beruházások felfutása átmenetileg akár még nagyobb is lehet, mint azt korábban feltételeztük, mivel a korábban tervezett beruházások az eddigi késlele-
dések miatt a következő években rövidebb időszak alatt jöhetnek létre.

3-3. keretes írás: Miért nem láttuk az infláció erőteljes mérséklődését 2007 eleje óta, azaz hat-e a gazdaság lassulása az inflációs folyamatokra?

A 2006 első felét jellemző alacsony, 3 százalékos infláció az év második felétől elkezdett emelkedni, amely alapvetően a kormányzat költségvetési kiigazító intézkedéseinek hatásához köthető. Az intézkedések átmenetinek tekinthető sokkjának kifutásával az infláció jelentős mérséklődését prognosztizáltuk. Az eddig beérkezett adatok szerint ugyanakkor az infláció megrekedt a 7 százalékos közeli szinten. Ebben a keretes írásban azt vizsgáljuk, hogy mi az oka a korábban várt inflációs csökkenés elmaradásának.

A kérdés elemzéséhez a költségalapú inflációs modell eredményeit felhasználva felbontottuk a 2006. novemberi előrejelzés és a később megvalósult (2007-re), illetve aktuálisan előrejelzett²⁶ (2008-ra) infláció közötti eltérést különféle magyarázó változók hatására (l. a 3-3. táblázatot). A vizsgált magyarázó változók: az olajár, mezőgazdasági termelői ár (együttesen: nyersanyagárak), forint-euro árfolyam, fajlagos bérköltség, és a kormányzati szabályozók és profitrés. Az olajár, mezőgazdasági árak és az árfolyam pályájának változását a 3-4. ábra mutatja. Azt vizsgáljuk, hogy a felsorolt változók hatása összességében mennyiben magyarázza meg a korábbi előrejelzés és a tény, ill. aktuális előrejelzés közötti eltérés nagy részét. A fenti változókkal nem magyarázott rész tartalmazza a munkapiaci inflációs nyomás és a profit változásának hatását, amely tényezők jelentős mértékben a gazdaság konjunkturális helyzetétől, a ki-

bocsátási réstől függenek. Amennyiben ez utóbbi tényezőknek jelentős magyarázóereje lenne az eltérésben, úgy érvelhetnénk, hogy a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatását rosszul mértük fel.

A szimulációhoz érdemes a 2007-es és 2008-as évet külön vizsgálni. A 2007-es infláció alakulására a 2006 novemberében feltételezettthez képest a mezőgazdasági termelői árak jelentősen felfelé, az olajár csekély mértékben lefelé, míg a forint-euro árfolyam szignifikánsan lefelé hatott. Így a nyersanyagárak és az árfolyam összességében semleges hatású volt. Az olajár és árfolyam változásának hatását kiszűrve elmondható, hogy a szabályozott árak emelése a vártnál nagyobb mértékű volt, és a tényinfláció és az előrejelzés közötti eltérés nagy részét magyarázza. A szabályozók hatásához sorolható a vizitdíj bevezetése is, ami szintén előre nem látott módon növelte a 2007-es inflációt. A munkapiacról származó inflációs nyomás nagyságát 2006 novemberében jól jeleztük előre, a munkapiaci tényszámok mindössze -0,1 százalékpont hatást fejtettek ki, a profitrés vártnál nagyobb hatása pedig -0,3 százalékpont. Azaz 2007-ben az eltérés nagy részét nem a gazdaság konjunkturális folyamatainak félrebecslése okozta.

A 2008-as év inflációjában domináns szerepet játszanak a nyersanyagárak: az olajár és a mezőgazdasági termelői árak 3,5 százalékpontnyi el-

3-3. táblázat

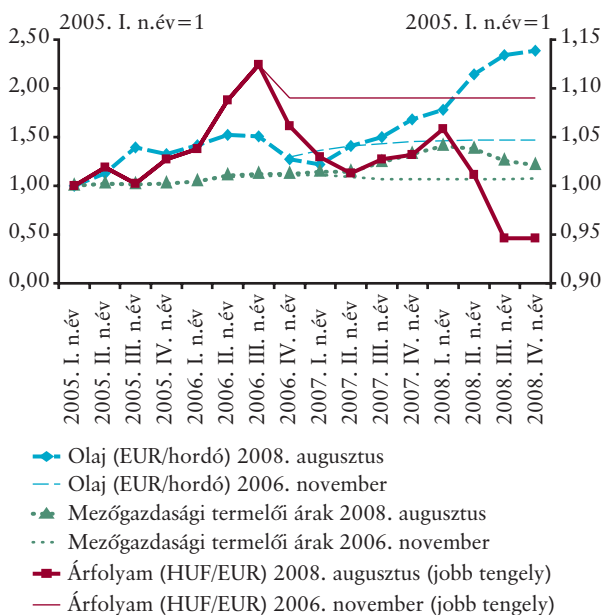
A 2006. novemberi előrejelzés és a tény/várható tény eltérésének felbontása százalékpontban

	2007	2008
2006. novemberi előrejelzés	6,9	4,1
Tény / 2008. augusztusi előrejelzés	8,0	6,3
Eltérés	1,1	2,2
Magyarázó változók hatása		
Olaj (euróban)	-0,1	2,1
Mezőgazdasági termelői ár	0,7	1,4
Nyersanyagárak összesen	0,6	3,5
HUF/EUR árfolyam	-0,6	-1,1
Szabályozott árak háztartási energia nélkül	0,6	0,3
Háztartási energia (olaj és árfolyam hatása nélkül)	0,4	-0,4
Termelői energia (olaj és árfolyam hatása nélkül)	0,3	0,1
Vizitdíj	0,2	-0,2
Szabályozók összesen	1,5	-0,2
Fajlagos bérköltség	-0,1	0,3
Profitrés	-0,3	-0,3

²⁶ Mivel a 2008-as inflációból hét havi index rendelkezésre áll, az éves átlag néhány tized százalékos hibával elég nagy biztonsággal megbecsülhető. Ezért jelen vizsgálatban úgy teszünk, mintha a 2008-as adat már tényként állna a rendelkezésünkre.

3-4. ábra

Az olajra, a mezőgazdasági termelői árakra* és a forint-euro árfolyamra vonatkozó feltevéseink változása 2006 novemberében és 2008 augusztusában



* A költségalapú modellünkben használt mezőgazdasági termékek termelői árának aggregátuma.

mozdulást okoztak, amelyet a forint-euro árfolyam -1,1 százalékponttal tompított, így 2,4 százalékpontnyi eltérést magyaráznak. Első látásra

meglepőnek tűnik, hogy a szabályozók enyhén a várakozásunknál alacsonyabb infláció irányába hatottak. Ezt azonban az okozza, hogy a víztírdíjat eltörölték, illetve a szabályozott energiaárakat az importárak változása által indokoltnál egyelőre kevésbé emelték. A termelői energiaáraknál ez utóbbi hatást ellensúlyozta a villamosenergia-piac átalakítása. A munkapiaci inflációs hatás miatt a 2008-ra vonatkozó előrejelzésünk 0,3 százalékpontot mozdult felfelé, a profitrés vártnál nagyobb hatása pedig -0,3 százalékpont volt. Azaz 2008-ra is igaz, hogy a vártnál magasabb inflációt alapvetően nem a hazai gazdaság nem várt konjunkturális helyzetéből adódó folyamatok okozták.

Összességében tehát a költségbegyűrűzéses modell alapján úgy tűnik, hogy a 2006 óta várt defláció elmaradása alapvetően a nyersanyag és szabályozott árak nem várt emelkedéséhez köthető, s érdeklődésben nem magyarázza a hazai gazdasági növekedés lassulásának a várttól eltérő hatása. Két dolgot ugyanakkor még fontos megemlítenünk. Egyrészt a munkapiacról származó hatás mérete elfedi azt a tényt, hogy a bérnövekedés 2007-ben és 2008-ban is 1,5-2 százalékponttal erőteljesebbnek bizonyult annál, mint amit eredetileg vártunk. Ez jórészt a szakképzett minimálbéremelések vártnál erőteljesebb hatásából, illetve a lassabb deflációból adódott, amihez a vállalatok a foglalkoztatás csökkenésén keresztül alkalmazkodtak. Azaz a munkapiaci viselkedése eléggé eltért várakozásunktól, ennek inflációs hatása azonban csekély lett. Másrészt a költségalapú modell logikája szerint a profitrés változásában csapódik le minden esetleges modellhiba is. Azaz, ha a költségemelkedések hatását a modell túlbecsli, a túlbecslés mértéke erősebb profitrészsűkülésként fog jelentkezni a dekompozícióban.

A mezőgazdasági nyersanyagok piacán 2008 második negyedétől az év végéig árcsökkenést várunk, amiben a tavalyinál várhatóan kedvezőbb idei regionális terméseredmények játszanak döntő szerepet. 2009-től kezdve azonban a globális kínálati viszonyok lassú alkalmazkodása miatt az átlagos inflációnál gyorsabb mezőgazdasági nyersanyagár-emelkedést feltételezünk.²⁷ Az agrárárakkal szemben az energiaárak – alapfeltevéseink alapján – az előrejelzési horizont elején inflációs hatásúak, 2010 második felében inkább semlegesnek tekinthetők.

Mindent egybevetve a fenti tényezők a maginfláció mérséklődését eredményezik az előrejelzési horizont egészén. A mérséklődés üteme a májusban feltételezettnél erőteljesebb lehet, mivel a historikusan magas energiaáraknál az árfolyamfeltevéseink hatása erősebbnek bizonyul.

A nyersanyagpiacról érkező impulzusok jelentős hatással vannak a maginfláción kívüli termékek áralakulására is. A mezőgazdasági nyersanyagok árának 2008 második negyedétől kezdődő mérséklődése a feldolgozatlan élelmiszerek árának csökkenését eredményezi 2008 végéig. Ugyanakkor a 2009 elejétől általunk feltételezett átlagos inflációnál gyorsabb mezőgazdasági nyersanyagár-emelkedés miatt 2009 végétől a feldolgozatlan élelmiszerek válnak a legmagasabb áremelkedésű termékcsoporttá. Ezzel szemben az energiaárak a következő másfél évben emelik jelentősen a jármű-üzemanyag, a piaci energia és vélhetően a szabályozott háztartási energia árát, míg 2010-ben már nem növelik az inflációt.²⁸

Fogyasztóiár-index alap-előrejelzésünk nem változik érdemben májushoz képest, ami két ellentétes hatás eredőjeként alakul így. Egyrészt a magasabb nyersanyagárak inflációt növelő,

²⁷ Az élelmiszerek elmúlt időszakban tapasztalt drágulása csak részben köthető a 2007-es kedvezőtlen időjárási eseményekhez. Jelentős hatása volt a bioüzemanyagok elterjedésének, ami csökkentette az élelmiszer-termelésre fordított szabad területeket, illetve a felzárkózó országokból érkező élelmiszer-kereslet erőteljes megemelésének. Előrejelzésünk készítésekor azzal számolunk, hogy a 2007-esnél visszafogottabb ütemben, de a lassú kínálati alkalmazkodás miatt az élelmiszerpiac túlkeresletes helyzete a következő években is folytatódni fog.

²⁸ A magasabb importáltenergia-árak szabályozott háztartási energiaárakba való begyűrűződésének időbeli lefutása részben gazdaságpolitikai kérdés. Prognózisunk készítése során azzal a feltevéssel élünk, hogy a magasabb importáltenergia-árak 2009 közepéig fokozatosan, de teljes mértékben begyűrűződnek a háztartásienergia-árakba.

3-4. táblázat

Az inflációs alappálya részletei

	Súly	2008				2009				2010			
		I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év
Feldolgozatlan élelmiszer	5,8	13,8	11,3	3,5	-3,5	-3,6	-2,8	0,7	4,0	5,5	5,9	5,7	5,2
Járműüzemanyag és piaci energia	7,1	14,8	13,3	12,2	9,4	7,9	4,1	3,3	2,5	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5
Szabályozott árak	21,1	6,9	7,1	8,6	10,3	10,1	9,7	8,8	7,6	5,7	4,7	3,8	3,0
Maginfláció*	66,0	5,6	5,6	5,0	4,1	3,4	2,7	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7
Fogyasztóiár-index	100,0	6,9	6,8	6,2	5,4	4,7	4,0	3,8	3,7	3,2	3,0	2,9	2,7

* Az általunk előrejelzett mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal.

másrészt az erősebb árfolyam és a gyengébb konjunktúra inflációt mérséklő hatással bírnak.

3.4. ALTERNATÍV MAKROGAZDASÁGI PÁLYÁK

Mivel az alappálya inflációs előrejelzésének a negatív kibocsátási rés és az ahhoz kapcsolódó bérlassulás kulcseleme, kockázati forgatókönyveink közül kettő ezen összefüggések árnyalásával foglalkozik.

Mint azt az 1-3. keretes írásban részletesen is elemezzük, az elmúlt negyedévekben az állásukat elvesztők jó része tartósan kivonult a munkaerőpiacról. Megvizsgáltuk ezért, hogy mi történne akkor, ha a munkakínálat, azaz az aktivitási ráta tartósan alacsonyabb lenne az alappályában prognosztizáltnál. Ebben az esetben a gazdaság potenciális növekedési üteme is alacsonyabb lehet, ami hosszabb távon csökkentheti a tényleges növekedési ütemet is. Emellett a munkapiaci feszesség növekedése magasabb infláció irányába hat, így 2010 végén mintegy fél százalékponttal lenne magasabb az infláció, mint az alappályában.

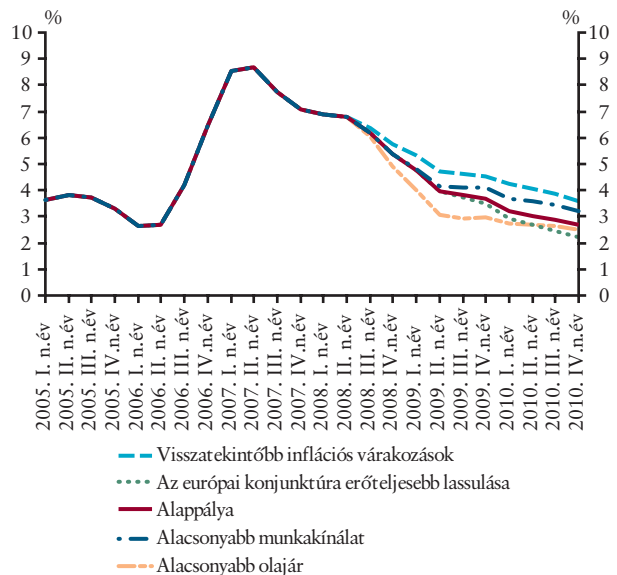
A következő kockázati pálya azt az esetet mutatja be, amikor a gazdasági szereplők az alappályában feltételezettnél nagyobb mértékben alkalmazkodnak béröntéseikben az elmúlt időszak magas inflációs szintjéhez. Ez a kockázati pályák közül a legnagyobb mértékben távolodna el az alappályától, hiszen 2010 végére már több mint egy százalékkal magasabb inflációt eredményezne, azaz az inflációs ráta az inflációs cél körüli ±1 százalékos toleranciasávból is kilépne. Ezzel párhuzamosan a magasabb infláció reáljövedelmet csökkentő hatása miatt a gazdasági növekedés is elmaradna az alappályában prognosztizálttól.

Az infláció szempontjából jelentős bizonytalansági tényező a nyersanyagárak alakulása. Mivel az elmúlt hetekben az olajárak emelkedése jelentős mértékben korrigálódott, fontosnak tartjuk az ebből fakadó, az alappályában jelzettel esetlegesen erősebb dezinflációs hatást hangsúlyozni.²⁹ Az olajárak tartós 115 dollár/hordós szintjének és egyéb alapfeltevéseink érvényességének az esetén az infláció 2009 közepére 3 százalék közelébe érne.

Az olajárak korrekciója leginkább a növekedési kilátások romlása miatt következett be. Ez utóbbi esettel foglalkozik a negyedik alternatív pályánk. A növekedésre gyakorolt hatása

3-5. ábra

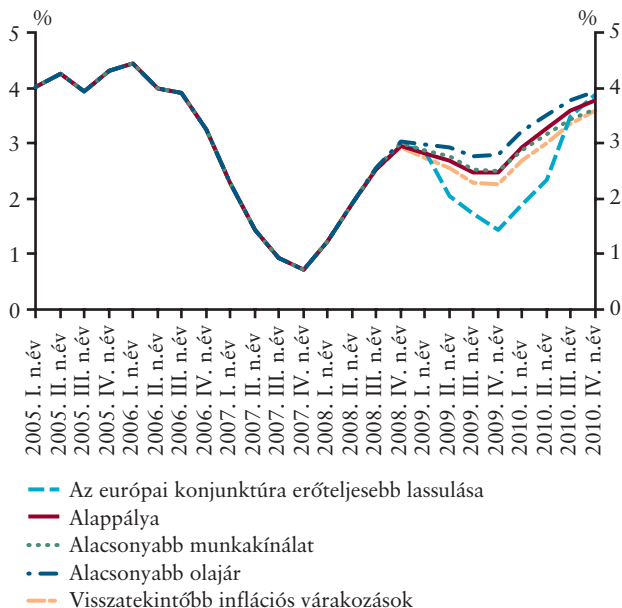
Az alternatív forgatókönyvek inflációs hatása



²⁹ A jelentés készítéséhez felhasznált információs halmaz lezárásokor a spot olajár 114 dollár/hordó körül állt, szemben a jelentésben használt 137 dollár/hordó alapfeltevéssel.

3-6. ábra

Az alternatív forgatókönyvek növekedési hatása



szempontjából a legnagyobb jelentősége ennek a forgatókönyvnek van, mely az alappályában feltételezettnél erőteljesebb európai lassulással számol, feltételezve, hogy az meggyezik a 2001–2002-ben tapasztaltnal. Ezen forgatókönyv megvalósulása esetén a hazai gazdasági növekedés 2010 közepéig elmaradna az alappályában felvázolttól. Emellett az infláció is mérsékeltlenebb lenne, 2010 végén közel fél százalékponttal.

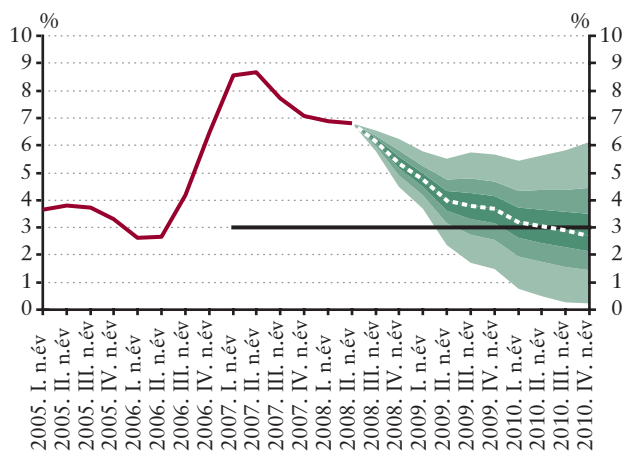
3.5. KÖZEL SZIMMETRIKUS INFLÁCIÓS, LEFELÉ MUTATÓ NÖVEKEDÉSI KOCKÁZATOK

Össességében a fenti forgatókönyvek alapján az inflációs alappályát közel szimmetrikus kockázatok övezik. Ez több forgatókönyv ellentétes hatásából adódik: míg a munkakínálat esetleges tartós csökkenése és az inflációs várakozások visszatekintőbb jellege az alappályában feltételezettnél magasabb, a nyersanyagárak tartósan alacsonyabb szintje illetve az erőteljes európai lassulás alacsonyabb inflációs pályát eredményezhet.

A kockázati pályák a gazdasági növekedést illetően negatív irányban mutatnak, azaz az előrejelzési horizonton egészen az valószínűsíthető, hogy az alappályában bemutatottnál lassabb lesz a növekedés. Ennek fő tényezője a külső kereslet alappályában feltételezettnél esetleges nagyobb mértékű lassulása.

3-7. ábra

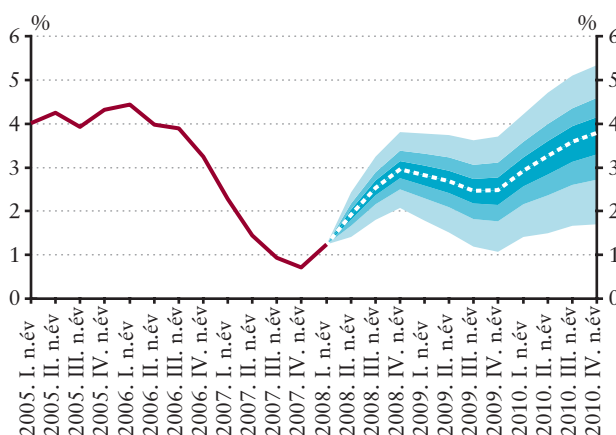
Az inflációs előrejelzés legyezőábrája*



* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jelenti meg. A színezett területek összessége 90 százalékos valószínűséget fed le. A szaggatott fehér vonallal ábrázolt fogyasztóiár-index alap-előrejelzést (mint módot) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékat fed le.

3-8. ábra

A GDP legyezőábrája*



* A legyezőábra az alap előrejelzés körüli bizonytalanságot jelenti meg. A színezett területek összessége 90 százalékos valószínűséget fed le. A szaggatott fehér vonallal ábrázolt GDP alap-előrejelzést (mint módot) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékat fed le.

3.6. JAVULÓ KÜLSŐ EGYENSÚLY, A NAGYOBB HIÁNY IRÁNYÁBA MUTATÓ KOCKÁZATOKKAL

2008 első felében a külső egyensúlytalanság korábbi prognózisunknak megfelelően tovább csökkent. A konszolidált államháztartás hiánya az előre jelzett pálya mentén mérséklődött,

amely továbbra is a külső finanszírozási szükséglet csökkenésének legfontosabb belföldi komponense. A háztartások megtakarításaiban ugyanakkor egyelőre nem tapasztalható fordulat, az év elején a szektor GDP-arányos finanszírozási képessége tovább csökkent. Ez azt valószínűsíti, hogy a lakossági megtakarítások a várt fordulópont bekövetkezése mellett is elmaradhatnak a májusi inflációs jelentésben jelzett értéktől. A külső konjunktúráról alkotott kép romlása és a májusinál erősebb

forint-euro árfolyam feltevése szintén magasabb külső finanszírozási szükségletet indokolna, ezt a hatást azonban jelentősen tompíthatja, hogy a kiviteli dinamika mérséklődésével párhuzamosan csökken a külföldi kézben lévő exportszektor megtermelt jövedelme is. Összességében fenntartjuk a külső finanszírozási igényre vonatkozó korábbi előrejelzésünket, ám az előbbieken elmondottak miatt, a májusi pályához képest a magasabb hiány irányába mutató kockázatokat érzékelünk.

3-5. táblázat**Előrejelzésünk változása a májusi prognózishoz képest**

	2007	2008		2009		2010	
	Tény	Előrejelzés					
		Május	Aktuális	Május	Aktuális	Május	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ¹	6,0	5,1	5,1	3,7	2,8	3,0	2,7
Fogyasztóiár-index	8,0	6,3	6,3	4,2	4,1	3,0	3,0
Gazdasági növekedés							
Külső kereslet (GDP-alapon)*	3,9	2,5	2,5	2,3	1,9	2,3	2,1
Fiskális keresleti hatás ²	-3,6	-1,5	↔	-0,1	↔	-0,8	↔
Lakossági fogyasztás	-1,9	0,3	0,3	1,6	1,4	3,1	2,8
Memo: Lakossági fogyasztási kiadás	-0,3	0,6	0,6	1,8	1,5	3,1	2,7
Állóeszköz-felhalmozás	0,1	3,2	2,1	5,1	5,4	6,8	6,3
Belföldi felhasználás	-0,4	1,3	1,0	2,9	2,5	3,8	3,4
Export	14,2	10,8	10,1	9,4	7,4	10,6	8,7
Import ³	12,0	9,8	8,8	9,3	7,5	11,0	8,9
GDP**	1,3	2,2 (2,4)	2,2 (2,4)	3,2 (3,0)	2,6 (2,4)	3,7	3,4
Folyó fizetési mérleg hiánya³							
A GDP százalékában	5,0	4,9	↑	4,8	↑	4,8	↑
Milliárd euróban	5,1	5,3	↑	5,5	↑	6,0	↑
Külső finanszírozási igény³							
A GDP százalékában	4,0	3,4	↑	2,8	↑	2,5	↑
Munkapiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	8,0	8,8	8,8	6,5	6,5	6,7	6,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	-0,1	-1,4	-1,6	0,1	-0,6	0,4	0,1
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁶	9,1 (8,2)	9,0 (8,2)	10,2 (8,5)	7,2	7,2	6,8	6,5
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	0,9	-1,1	-1,7	0,0	-0,7	0,5	0,2
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	7,3	4,2	3,7	3,9	4,1	3,5	3,1
Lakossági reáljövedelem*	-3,4	1,5	1,3	2,4	2,0	2,7	2,7

¹ Az általunk előrejelzett mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal.

² Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkülését jelenti.

³ A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-gyel kezdődően a ténylegesen megvalósult/megvalósuló import-szám és a folyó fizetési mérleg-hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet.

⁴ Pénzforgalmi szemléletben.

⁵ A KSH munkaerő-felmérése szerint.

⁶ Az eredeti KSH-adatok szerint. Zárójelben a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonális hatásaitól tisztított adatok szerepelnek.

⁷ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonális hatásától szűrt bérmutatóval számolódott.

* MNB-becslés.

** Zárójelben a naptárinap-hatással nem korrigált adatok szerepelnek.

↔ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2008. májusi inflációs jelentésben publikált előrejelzésnek közel megfelelően alakul.

↑ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2008. májusi inflációs jelentésben publikált előrejelzésnél magasabb lehet.

3-6. táblázat

Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózissal

	2007	2008	2009	2010
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)				
MNB (2008. augusztus)	8,0	6,3	4,1	3,0
Consensus Economics (2008. július) ¹	-	5,0 – 6,3 – 6,8	3,7 – 4,2 – 4,8	-
OECD (2008. június)	8,0	6,3	3,7	-
Európai Bizottság (2008. tavasz)	7,9	6,3	3,7	-
IMF (2008. április)	7,9	5,9	3,5	-
Reuters-felmérés (2008. július) ¹	-	6,3 – 6,5 – 6,8	3,8 – 4,3 – 4,9	3,0 – 3,2 – 3,6
GDP (éves növekedés, %)				
MNB (2008. augusztus)	1,3	2,2	2,6	3,4
Consensus Economics (2008. július) ¹	-	1,8 – 2,2 – 3,0	2,5 – 3,2 – 4,1	-
OECD (2008. június)	1,3	2,0	3,1	-
Európai Bizottság (2008. tavasz)	1,3	1,9	3,2	-
IMF (2008. április)	1,3	1,8	2,5	-
Reuters-felmérés (2008. július) ¹	-	1,7 – 2,3 – 3,5	2,5 – 3,1 – 3,5	-
Folyó fizetési mérleg hiánya (a GDP százalékában)				
MNB (2008. május)	5,0	4,9	4,8	4,8
OECD (2008. június)	5,0	4,4	4,1	-
Európai Bizottság (2008. tavasz)	5,0	4,4	3,9	-
IMF (2008. április)	5,6	5,5	5,1	-
Államháztartás hiánya (ESA-95 szerint, a GDP százalékában)				
MNB (2008. május)	5,5	3,6	3,2	2,7
Consensus Economics (2008. július) ¹	-	3,1 – 3,7 – 4,3	2,7 – 3,6 – 4,4	-
OECD (2008. június)	5,5	4,1	3,5	-
Európai Bizottság (2008. tavasz)	5,5	4,0	3,6	-
Reuters-felmérés (2008. július) ¹	-	3,4 – 3,7 – 4,0	3,0 – 3,5 – 4,4	-
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)				
MNB (2008. augusztus)	8,1	6,4	4,3	5,1
OECD (2008. június) ^{2,3}	5,8	6,1	5,9	-
Európai Bizottság (2008. tavasz) ²	6,8	6,2	5,6	-
IMF (2008. április) ²	5,9	4,9	4,8	-
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)				
MNB (2008. augusztus)	3,9	2,5	1,9	2,1
OECD (2008. június) ^{2,3}	3,6	2,5	2,0	-
Európai Bizottság (2008. tavasz) ²	3,7	2,7	2,3	-
IMF (2008. április) ²	3,7	2,3	2,0	-
Euroövezet GDP-növekedésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)				
MNB (2008. augusztus)	2,7	1,6	1,4	1,7
OECD (2008. június)	2,6	1,7	1,4	-
Európai Bizottság (2008. tavasz)	2,7	1,8	1,6	-
IMF (2008. április)	2,6	1,4	1,2	-

Az MNB előrejelzései ún. feltételes előrejelzések; így közvetlenül nem mindig hasonlíthatók össze másokéval.

¹ A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett (ez a középítő érték) 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. Így a számok eltérhetnek a nevezett intézmények által közöltéktől.

³ Az OECD nem publikált Romániáról adatokat, így az OECD-előrejelzésünk nem veszi figyelembe Romániát.

Forrás: Eastern Europe Consensus Forecasts (Consensus Economics Inc. [London], 2008. július); European Commission Economic Forecasts, 2008. tavasz; IMF World Economic Outlook (2008. április); Reuters-felmérés (2008. július); OECD Economic Outlook (2008. június).

Jelentés az infláció alakulásáról

(időközi felülvizsgálat)

2008. augusztus

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegy út 19–21.

