



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

Időközi felülvizsgálat

2007. AUGUSZTUS

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

2007. 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 teljesszűrésűen 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 felülvizsgált kiadvány bemutatja az MNB Közgazdasági és monetáris politikai szakterületén készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. A Közgazdasági és monetáris politikai szakterület előrejelzése feltételes jellegű: változatlan monetáris politikát tételez fel; a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében pedig nem szükségszerűen a legvalószínűbb esetet tartalmazza, hanem előrejelzési szabályokon alapul.

Az elemzés a MNB Közgazdasági és Monetáris politikai szakterületén készült, Csermely Ágnes igazgatóhelyettes és Kovács Mihály András tanácsadó általános felügyelete alatt. A jelentés elkészítését Virág Barnabás közgazdász irányította. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

A jelentést készítették: Benk Szilárd, Eppich Győző, Gál Péter, Gyenes Zoltán, Hornok Cecília, Horváth Hedvig, Kaponya Éva, Kovács Mihály András, Lőrincz Szabolcs, Orbán Gábor, Párkányi Balázs, Peresztegi Márton, Virág Barnabás. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a *Közgazdasági elemzések és kutatás* és a *Pénzügyi elemzések* további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk a Monetáris Tanácstól, amely a 2007. augusztus 13-i és augusztus 27-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban a MNB *Közgazdasági elemzések és kutatás* és a *Pénzügyi elemzések* véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalom

Összefoglaló	7
1. Pénzügyi piacok	10
2. Legfrissebb makrogazdasági fejlemények	12
2.1. Jelentős GDP-lassulás a második negyedévben	12
2.2. Tetőzik az erős európai konjunktúra	12
2.3. Bizonytalan fordulópontra a beruházásokban	13
2.4. Lassuló fogyasztási kereslet	14
2.5. Munkapiac: a béralkalmazkodás első jelei stagnáló foglalkoztatottság és aktivitás mellett	14
2.6. Az inflációs folyamatok a várakozásainkkal összhangban alakulnak	17
3. Reálgazdasági és inflációs kilátások	20
3.1. Az erősebb külső kereslet ellenére határozott konjunktúralassulás az előrejelzési horizonton	20
3.2. A külső egyensúly számottevő javulására számítunk	21
3.3. Infláció: a jelentős élelmiszer-drágulás felülírja a májusi alappályánkat	22
3.4. Inflációs és növekedési kockázatok	24

Összefoglaló

Frissített jelentésünkben 2008 végéig tartósan magas, míg 2009-re cél alatti inflációt prognosztizálunk

Alappályánkra továbbra is azt feltételezzük, hogy a középtávú inflációs cél lehorgonyozza az inflációs várakozásokat

Határozottabb gazdasági lassulás a kedvezőbb külső konjunkturális helyzet ellenére

Az alappályához képest felfelé mutató inflációs és enyhén lefelé mutató növekedési kockázatokat érzékelünk

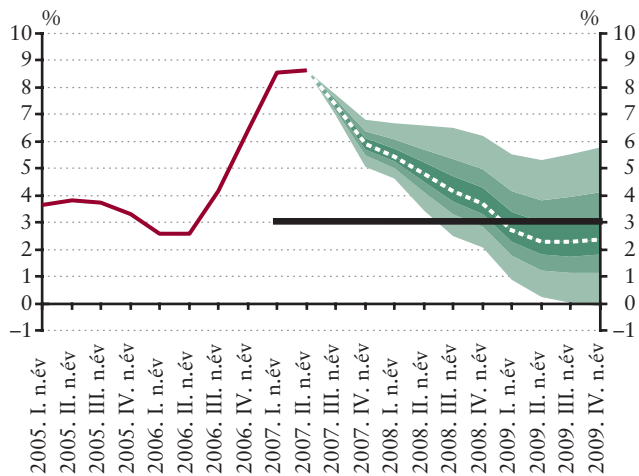
A júliusi átlagos monetáris kondíciók (246 forint/euro, 7,75 százalékos alapkamat) fennmaradását feltételező frissített előrejelzésünk szerint az infláció jóval lassabban fog mérséklődni, mint májusban vártuk, de 2009-re valamivel a középtávú cél alá (3 százalék) csökken. Bár az alapvető makrogazdasági folyamatok (negatív kibocsátási rés, illetve a feltételezett béralkalmazkodás) továbbra is a dezinfláció irányába mutatnak, az infláció pályáját az élelmiszerárak és az olajárak elmúlt időszakban bekövetkezett emelkedése jelentősen megváltoztatta. A korábbi gyakorlatunknak és előrejelzési szabályainknak megfelelően ezeket a kínálati sokkokat jórészt átmenetinek tekintettük. Így májushoz képest 2008-ban közel 1 százalékponttal emelkedett a várt inflációs pálya, míg 2009-ben az élelmiszerárak feltételezett csökkenése átmenetileg gyorsabb dezinflációt okoz.

A költségsokkok gyors lecsengése az inflációs várakozások lehorgonyozottságára vonatkozó feltevésünkéből következik, amit erősít a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatása. A költség- és kínálati sokkokhoz történő alkalmazkodásban kulcsszerepe van a béralakulásnak. Becsléseink a béralkalmazkodás megindulására utalnak 2007 első félévében, és a szolgáltatás-szektor eddig tapasztalt árazási viselkedése is azt valószínűsíti, hogy a szektor termelékenységét meghaladó reálbér-növekedés átmenetinek tekinthető. Bár a lassabban mérséklődő infláció növeli a magasabb bérpálya valószínűségét, a gazdasági növekedés erőteljesebb lassulása ezzel ellentétes hatású. Így összességében nem változtattunk gyors béralkalmazkodást feltételező májusi előrejelzésünkön. Továbbra is arra számítottunk, hogy a versenyszektor bérnövekedési üteme 2007 folyamán számottevően csökken, és 2008–2009 folyamán a középtávú inflációs célnak, valamint a hosszú távú termelékenységi tendenciáknak megfelelő szintre áll be.

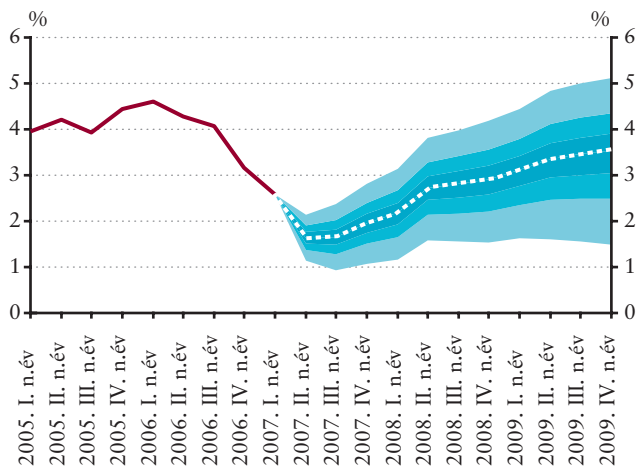
Reálgazdasági kilátásaink a továbbra is kedvező nemzetközi konjunktúra ellenére negatív irányba változtak, elsősorban a második negyedévre vonatkozó igen alacsony növekedési adat következtében. Míg a kedvezőtlen mezőgazdasági folyamatok alapvetően a GDP idei évi növekedését befolyásolják, a második negyedévre vonatkozó konjunkturális mutatók szerint a vártnál nagyobb lassulás ennél szélesebb körű lehet: az állami szektor visszaesésén túlmenően számos egyéb piaci szektort is érinthet. Az építőipari termelés további esése a beruházások visszafogott alakulását valószínűsíti, ami a gazdaság hosszabb távú növekedési pályáját is veszélyeztetheti. Tekintve, hogy a fogyasztás növekedése mindvégig rendkívül mérsékelt marad, a várható reálgazdasági folyamatok alakulása továbbra is segíti a dezinfláció kibontakozását, ugyanakkor érdemben nem segíti elő a hosszabb távú gazdasági felzárkózás felgyorsulását.

Az előrejelzési horizonton az inflációs kockázatokat az alappályához képest felfelé mutatóknak, míg a gazdasági növekedést övező kockázatokat enyhén lefelé mutatóknak ítéljük meg. Ha a gazdasági növekedés várakozásunknál nagyobb mértékben lassul, vagy ha az általunk feltételezettnél erőteljesebb a dezinflációs hatása, az az inflációs kockázatokat is mérsékli. Ugyanakkor a korábban vártnál lassabb dezinfláció megnöveli a célnál magasabb inflációs várakozások kialakulásának kockázatát.

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



A GDP-növekedés legyezőábrája



Az alappálya felülvizsgálatának összefoglaló táblázata

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

	2006		2007		2008		2009	
	Tény		Tény/Becslés		Előrejelzés			
	Máj.	Aktuális	Máj.	Aktuális	Máj.	Aktuális	Máj.	Aktuális
Infláció (éves átlag)								
Maginfláció ¹	2,4		5,7	5,9	3,4	4,3	3,1	2,7
Fogyasztóiár-index	3,9		7,3	7,6	3,6	4,5	2,8	2,4
Gazdasági növekedés*								
Külső kereslet (GDP alapon) ²	3,8		3,3	3,4	2,6	3,0	2,7	3,2
Fiskális keresleti hatás ³	0,8		-3,4	↓	-1,6	↔	-0,3	↔
Lakossági fogyasztás	1,2	1,9	-0,8	-0,9	0,6	0,2	1,8	1,6
Állóeszköz-felhalmozás	-1,8	-2,1	2,3	1,8	4,6	4,5	5,9	5,8
Belföldi felhasználás	0,5	0,4	0,0**	-0,2**	1,7**	1,1	3,2	3,0
Export	18	17,9	15,3	14,7	11,8	12,4	9,5	11,3
Import	12,6	12,4	12,2**	11,9**	10,7**	10,6	9,4	11,0
GDP	3,9 (4,0)*	3,9 (4,0)*	2,5	2,0	2,8	2,7	3,4	3,4
Folyó fizetési mérleg hiánya⁴								
A GDP százalékában	5,8		4,7**	↑	4,4**	↔	4,2	↔
Milliárd euróban	5,2		4,9**	↑	4,9**	↔	4,9	↔
Külső finanszírozási igény⁴								
A GDP százalékában	5,0		3,3**	↑	2,3**	↔	1,8	↔
Munkaerőpiac								
Versenyszféra bruttó átlagkereset ⁵	9,5		8,6	****	7,1	↔	6,3	↔
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁶	1,5		0,0	↔	0,1	↔	0,1	↔
Lakossági reáljövedelem	0,1***		-2,8	↔	2,3	↓	2,3	↑

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

² Aktuális táblázatunkban a májusi inflációs jelentésre hivatkozó külsőkereslet-előrejelzéseink technikai okok miatt eltérnek a májusi inflációs jelentésben hivatalosan közöltéktől, tekintve, hogy külsőkereslet-előrejelzéseinkben a Romániával szemben bonyolított forgalom publikus előrejelzéseit is figyelembe vettük.

³ Az ún. kiegészített (SNA) típusú mutatóból számítva; negatív érték az aggregált kereslet szűkítését jelenti.

⁴ A külkereskedelmi statisztikával kapcsolatos mérési bizonytalanság következtében 2004-gyel kezdődően a ténylegesen megvalósult/megvalósuló folyó fizetésimérleg-hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet.

⁵ Pénzforgalmi szemléletben.

⁶ KSH munkaerő-felmérése szerint.

* Zárójelben a szökőévhatással korrigált adatok szerepelnek.

** Előrejelzésünk tartalmazza 2007-re a Gripen-beszerzés folyó fizetési mérleget rontó, illetve közösségi fogyasztást és importot emelő hatását.

*** MNB-becslés.

**** A KSH által publikált bruttó bérindex 2007. évi átlagára vonatkozó várakozásunk a vártnál magasabb tényadatok fényében emelkedett. Ez azonban becslésünk szerint döntően az év első felében bekövetkezett, előre nem látott fehéredésnek köszönhető. A tendenciákat jobban megragadó, általunk becsült, fehéredéssel korrigált bérindex 2007-ben összességében megfelel a májusban felvázolt pályának.

↑ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2007. májusi inflációs jelentéshez képest magasabb előrejelzés irányába mutat.

↓ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2007. májusi inflációs jelentéshez képest alacsonyabb előrejelzés irányába mutat.

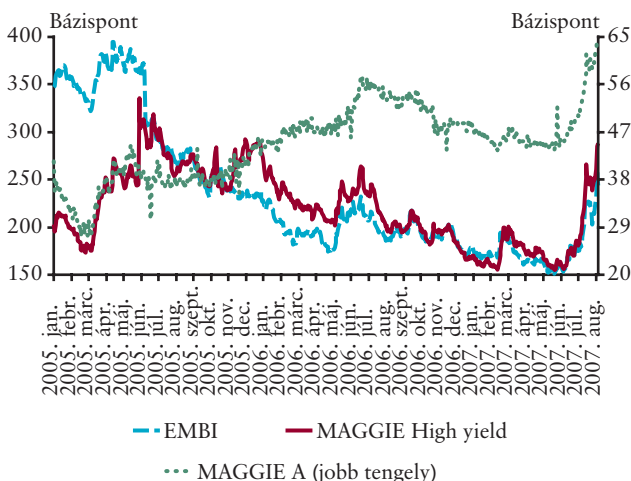
↔ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2007. májusi inflációs jelentésben publikált előrejelzésnek közel megfelelően alakul.

1. Pénzügyi piacok

Július közepétől kezdődően a nemzetközi befektetői környezet bizonytalansága számottevő mértékben megemelkedett. A pénzpiacokon tapasztalható turbulenciát az amerikai másodlagos jelzáloghitel-piaci problémákról érkező negatív hírek váltották ki. A piaci szereplők kockázatvállalási hajlandósága jelentősen mérséklődött, ennek következtében a kockázatosabb befektetési eszközök árai gyors csökkenésnek indultak. A vállalati hiteleknek az amerikai állampapírok feletti többeléhezama néhány hét alatt többéves csúcsra emelkedett, és a fejlett országok részvénypiaci indexei is 5-10 százalékot vesztek értékükből. Ezzel párhuzamosan a magas kamatszinttel rendelkező országok devizáinak többsége is 5 százalékot meghaladó mértékben gyengült.

1-1. ábra

Kötvény- és hitelindexek



A kockázatos eszközök iránti keresletben bekövetkezett jelentős negatív sokk a hazai eszközök áraiban is leértékelődést indított meg: július végén egyrészt a hozamok emelkedését, másrészt a forintárfolyam leértékelődését figyelhettük meg, az árfolyam a korábbi 245–247 forint/eurós sávból a 250 forint/euro körüli szintre gyengült.

Az augusztus közepén tapasztalt újabb, szintén a nemzetközi tőkepiacokról eredő sokk ugyanakkor már szinte kizárólag a forintárfolyam csökkenésében jelent meg, és a hozamokat kevésbé érintette. Ennek oka, hogy a vártnak megfelelő júliusi inflációs adat és a vártnál lényegesen rosszabb második negyedéves GDP-adat erősítette a piaci szereplők kamatsökkentési várakozásait, ami a rövid lejáratú hozamok stabilizálódásához vezetett, így az alkalmazkodás a devizapiacra zajlott. Augusztus közepére az árfolyam 261 forint/euróig értékelődött le, ami január vége óta a leggyengébb szint.

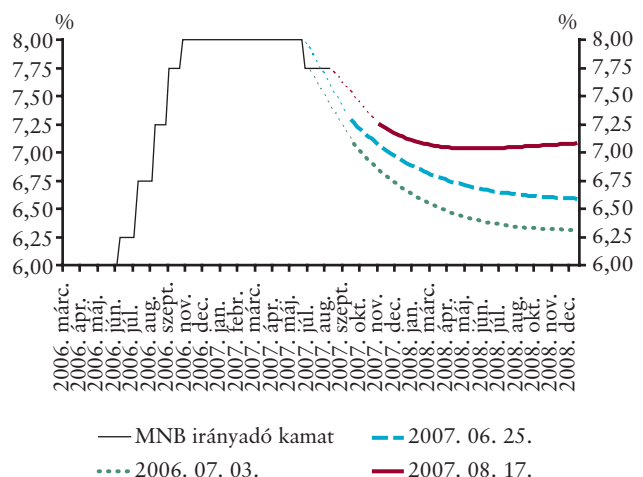
Bár a rövid távú kamatvárakozások a makrogazdasági hírek következményeképp stabilak maradtak, a hosszabb lejáratú hozamok megemelkedtek. Az euróhoz viszonyított 5 éves forwardfelár a pénzpiaci turbulencia következtében a márciusi szintek közelébe emelkedett vissza, annak ellenére, hogy a május óta eltelt időszakban a fiskális politikáról és a külső egyensúlyról – az év első feléhez hasonlóan – szinte csak kedvező adatok jelentek meg.

A régió országainak árfolyam- és hozammozgásaihoz viszonyítva mind a forint leértékelődése, mind a hosszú forwardfelár emelkedése meghaladta a közép- és kelet-európai régió országaiban megfigyelt mértéket. Amellett, hogy a javulás ellenére Magyarország makrogazdasági fundamentumai kedvezőtlenebbek, a magyar eszközök nagyobb értékvesztéséhez valószínűleg az is hozzájárult, hogy a régió többi országában éppen kamatemelési ciklus zajlik. Július–augusztusban a forint gyengülése elérte a kockázatosabbnak tekintett magas kamatozású devizákban (brazil réal, dél-afrikai rand, török líra) bekövetkezett mértéket. Általánosságban tehát elmondható, hogy – az elmúlt félévben jelentősen javuló belső és külső egyensúlyi folyamatok ellenére – a régió devizáihoz képest a forint sérülékenyebb a globális tőkepiaci sokkokkal szemben.

A hozamgörbéből nyerhető információk alapján a piac június végén arra számított, hogy a jegybanki alapkamat 2007 végéig 7 százalék köré, majd 2008 végére 6,5 százalék köré mérséklődik. Az MNB júniusban 25 bázisponttal mérsékelte irányadó kamatát, míg májusban és júliusban nem változtatott. A piaci elemzők többsége július–augusztusban számított a kamatsökkentési ciklus megindulására, így a júniusi lépés meg-

1-2. ábra

A jegybanki irányadó kamatra vonatkozó várakozások

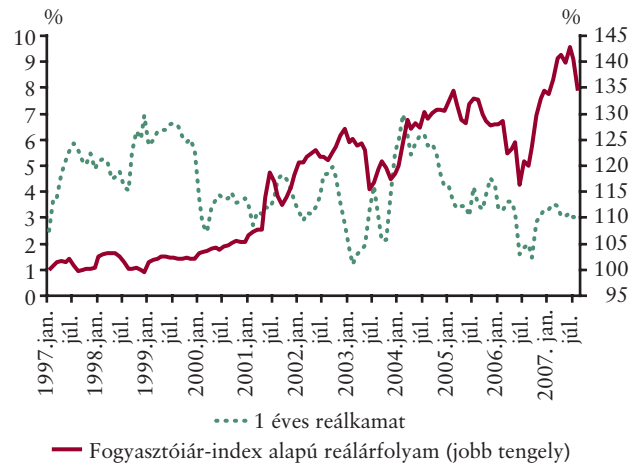


lepte a piaci szereplők egy részét. A döntést követően a befektetők – korábbi pályához képest – az idei és a jövő évre is további 25 bázispontos kamatcsökkentést áraztak be, ami azonban a július végi pénzügyi bizonytalanság következtében kiárazódott. Az idei évi várt kamatpályára az augusztusban tovább romló nemzetközi befektetői környezet alig volt hatással, míg korábban 2008-ra további kamatcsökkentéseket várt a piac, az ezekre vonatkozó várakozások augusztusban eltűntek.

A május óta eltelt negyedévben a monetáris kondíciók összességében lazultak. A július–augusztusi árfolyam-leértékelődés következtében a reálárfolyam is számottevő mértékben gyengült augusztusban, míg az előretekinthető reálkamat lényegében nem változott. Az 1 éves lejáratú hozam ugyan a pénzügyi turbulenciák következtében kismértékben emelkedett, azonban ezt a hatást ellensúlyozta, hogy a piaci szereplők előretekinthető inflációs várakozásai is emelkedtek. Mindez azt jelenti, hogy a reálkamat az elmúlt évekre jellemző 3 százalékos körül alakult, míg a reálárfolyam az év elején megfigyelt szintek közelébe értékelődött le.

1-3. ábra

A monetáris kondíciók alakulása*



*A reálárfolyam esetében a csökkenés leértékelődést jelent, 2007 augusztusára MNB-technikai feltevés, az augusztus 17-ig rendelkezésre álló információk alapján.

2. Legfrissebb makrogazdasági fejlemények¹

2.1. JELENTŐS GDP-LASSULÁS A MÁSODIK NEGYEDÉVBEN

2007 első felében folytatódott a magyar gazdaság 2005-ben megkezdődött lassulása. Az első negyedéves moderált lassulást követően az éves gazdasági növekedés a második negyedévben a vártnál erőteljesebben mérséklődött. Az első fél-éves – előzetes adatok szerint – 2,1 százalékos dinamika nemcsak régiós összehasonlításban, de az euroövezet bővüléséhez képest is alacsonynak számít.

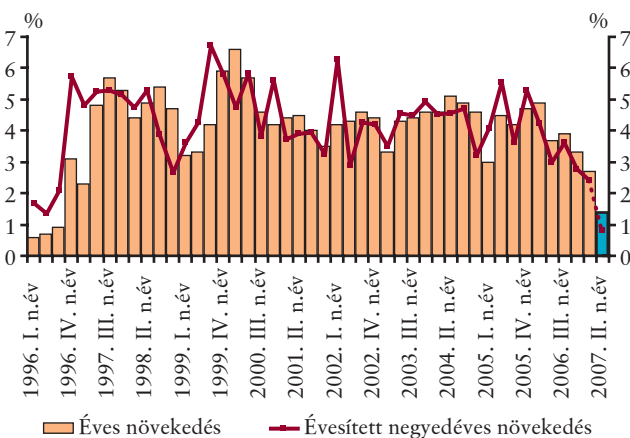
A 2007 első felében érdemben lassuló gazdasági növekedést a fiskális egyensúlyjavító intézkedések belföldi keresletet mérséklő hatásai mellett vélhetően jelentős egyszeri hatások is negatívan befolyásolták.² Ez utóbbiak közül a mezőgazdaság teljesítményét érdemes kiemelni, amely a kedvezőtlen időjárási körülmények miatt érdemi visszaesést mutathat. Ugyanakkor az építőipari termelés idei évben is folytatódó visszaesése mellett, hogy megkérdőjelezi a beruházásoknál az első negyedévben érzékelt fordulóponrtartósságát, a hosszabb távú növekedési kilátásokat is negatívan érinti.

A növekedés húzóágazata változatlanul a kedvező nemzetközi konjunktúra által támogatott feldolgozóipar, amely az exportértékesítések dinamikus bővülésén és a belföldi kereslet egyidejű mérséklődésén keresztül a nettó export oldaláról to-

2-1. ábra

Gazdasági növekedés Magyarországon*

(negyedéves adatok, negyedéves növekedés szezonálisan igazított adat alapján)



* A 2007 második negyedéves adat a KSH előzetes adatközlése alapján.

vábra is historikusan erős növekedési hozzájárulást biztosít. A lakosság fogyasztási kiadásai az első negyedévi növekedést követően a második negyedévben már vélhetően csökkenést mutatnak.

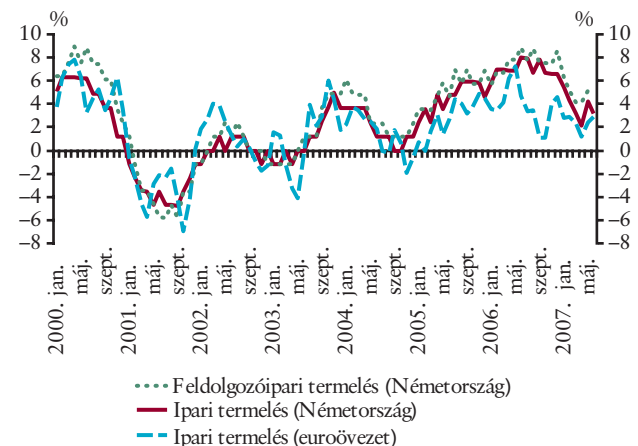
2.2. TETŐZIK AZ ERŐS EURÓPAI KONJUNKTÚRA

A hazai reálgazdasági folyamatokat továbbra is igen kedvező külső feltételek támogatják. Ugyanakkor 2007 első negyedévében a gazdasági növekedés az euroövezetben nem gyorsult tovább, ennek oka döntően a németországi áfaemlések átmeneti kereslet-visszahúzó hatása volt. Az üzletklíma-indexek változatlanul historikusan erős konjunkturális helyzetre utalnak, bár a főbb bizalmi indikátoroknál az utóbbi néhány hónapban további emelkedést már nem tapasztalhatunk. A nemzetközi konjunktúra tetőződésére utalnak a második negyedéves növekedési adatok is, amelyek a várakozásoknál alacsonyabb dinamikát mutattak az euroövezet egészében. Az európai növekedésben az elmúlt negyedévben tapasztalt lassulás tartósságát az ipari termelésben tapasztalt – magyar exportszektor szempontjából relevánsabb – folyamatok egyelőre nem támasztják alá. Az ipari termelés lassulása az euroövezet gazdaságaiban 2007 második negyedévben nem folytatódott tovább, ami a magyar exportra termelő vállalatok esetében továbbra is kedvező konjunkturális kilátásokat eredményez.

2-2. ábra

Az ipari termelés alakulása az euroövezetben és Németországban

(trend adatok, évesített havi növekedés)



¹ Elemzésünk a 2007. augusztus 17-ig beérkezett információk alapján készült.

² A második negyedéves részletes GDP-adatot szeptember 7-én hozza nyilvánosságra a KSH. Ennek hiányában teljes bizonyossággal nem lehet megállapítani, hogy pontosan mely tényezők állnak az erőteljes lassulás hátterében.

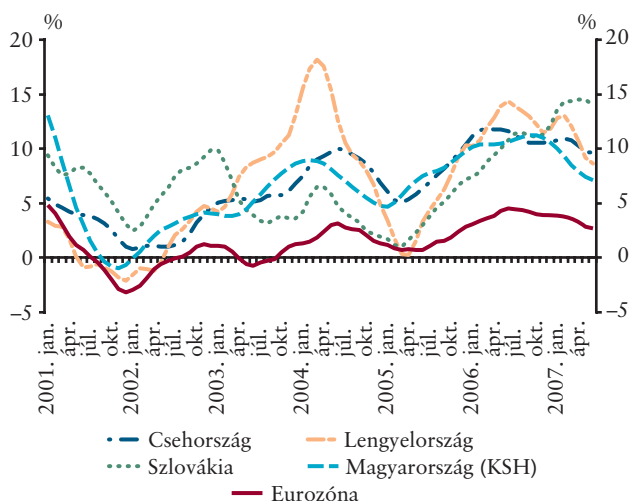
A tényadatok és a második negyedévre rendelkezésre álló konjunktúraindikatoraink alapján 2007 első felévére a májusi előrejelzésünkötől némileg elmaradó, de továbbra is erős nettó export valószínűsíthető. Ez részben az első negyedév erőteljesebb importnövekedésére, részben pedig a második negyedévben az exportteljesítményben megfigyelt határozott lassulásra vezethető vissza. Az év elején megemelkedő importot részben – a feldolgozóipari beruházási tevékenység első negyedéves emelkedése miatt – az élénk gépjellegű beruházások, részben pedig a vártnál erősebb fogyasztási célú kereslet eredményezte. Az exportdinamikában az év első felében érzékelt lassulás – a legfrissebb ipari és külkereskedelmi adatok alapján – a nyári hónapokban valószínűleg már nem folytatódik. Ennek megfelelően a harmadik negyedévtől újra élénkülő exportdinamikára számíthatunk, ami a továbbra is visszafogott belföldi kereslet importot mérséklő hatásaival kiegészülve, az év hátralévő részében növekedési szempontból egy, az első félévénél kedvezőbb nettóexport-pályát eredményez.

Az ipari termelés növekedése az elmúlt év közepe óta folyamatosan lassult. A mérséklődő dinamikát kezdetben csak a belföldi értékesítések lassulása okozta, ugyanakkor az idei évben – a nemzetközi konjunktúra megtorpanásával párhuzamosan – már az exportértékesítések lanygulása is számottevő volt. A teljes ipari termelésnek a régió országaitól elmaradó

2-3. ábra

Ipari termelés a régióban és az euroövezetben

(éves változás, előző év azonos hónapjához képest)



növekedését döntően magyarázhatja a fiskális kiigazítás belföldi keresletet mérséklő hatása, ugyanakkor az exportértékesítésekénél tapasztalt kedvezőtlen folyamatok ezen szektorokban ismét rávilágítanak az elmúlt években a beruházások elmaradása és a kapacitáskihasználtság emelkedése miatti korlátokra. A legutóbbi hónapok termelés adatai azonban – az európai ipari konjunktúrával és a magyar külkereskedelmi adatokkal összhangban – a lassulás átmeneti jellegére utalnak, amely lassulásra tehát a hazai ipar a szokásosnál érzékenyebben reagálhatott.

2.3. BIZONYTALAN FORDULÓPONT A BERUHÁZÁSOKBAN

A májusi inflációs jelentésben vázoltaknak megfelelően az első negyedévben enyhe fordulat következett be a teljes beruházási volumen dinamikájában.³ A tendenciaváltás tartósságát ugyanakkor több tényező is megkérdőjelezi. A korábbi negyedévek csökkenését követően jelentős növekedést csak a leginkább exportorientált feldolgozóipar beruházásaiban könyvelhettünk el, miközben a lakosság és az állam beruházásai vélhetően tovább mérséklődtek, ráadásul a feldolgozóipari beruházások növekedése is főként a gumiágazat nagyberuházásaira vezethető vissza. Ezen alágazat kiszűrése nélkül – becsléseink szerint – a korábbi európai konjunktúrák idején tapasztaltnál némileg gyengébb feldolgozóipari beruházási dinamika tapasztalható. A jelek tehát arra mutatnak, hogy az exportszektor által vezérelt beruházásitrend-forduló megkezdődhetett. Ugyanakkor az erős külső konjunktúra ellenére már 2005 óta gyenge a beruházási aktivitás ebben a körben, ezért az első negyedévi kedvező adat megítélésünk szerint egyelőre az elmaradt beruházások részbeni pótlásaként értelmezhető, és nem elegendő ahhoz, hogy jelentősen enyhítse a termelésben a növekvő kapacitáskihasználtság okozta feszültséget, és érdemben javítsa a jövőbeli exportteljesítményt.

A főként a hazai kereslettől függő szektorokban továbbra is negatív a beruházási dinamika: a belföldre termelő és szolgáltató vállalatok, valamint a háztartási szektor beruházásai a reáljövedelmek visszaesése miatt vélhetően továbbra is erőteljes csökkenést mutatnak.⁴ A beruházások visszaesése – a költségvetési konszolidáció eredményeként – feltehetően az állami körben volt a legerősebb. Az első negyedéves beruházási fordulópontra kapcsolatos kockázatokat tovább növeli az építő-

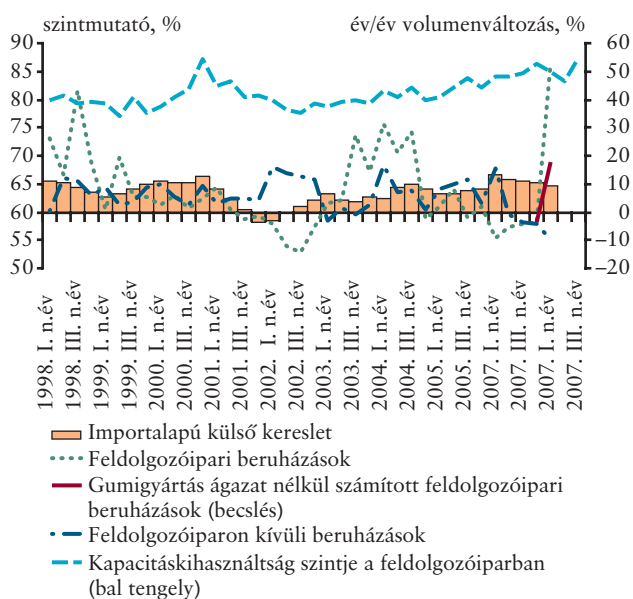
³ A GDP-statisztikában megjelent, nemzetgazdasági szintű bruttó állóeszköz-felhalmozási dinamika ugyan továbbra is negatív éves indexet mutat, a beruházási statisztika viszont enyhe növekedésre utal. A különbséget elsősorban a két statisztika eltérő volumenszámítási módszertana, és nem gazdasági jelenségek okozzák. Mivel negyedéves szinten az egyes szektorokban lejátszódó, jelenleg erősen heterogén folyamatokról csak a részletes bontásban is publikált beruházási statisztika ad képet, így a beruházási aktivitás értékelésekre erre, és nem a GDP-ben szereplő, nemzetgazdasági szinten aggregált bruttó állóeszköz-felhalmozás statisztikára hagyatkoznunk.

⁴ A beruházás szektorális becsléseit (vállalat, lakosság, állam) az ágazati beruházási adatokból származtatjuk az elmúlt évek átlagos ágazati-szektorális megoszlásai alapján.

2-4. ábra

Beruházás, külső kereslet és kapacitáskihasználtság

(éves változás)



ipari termelés második negyedévi visszaesése, amely 2007 második negyedévet illetően ismét alacsony nemzetgazdasági beruházási aktivitásra utal.

2.4. LASSULÓ FOGYASZTÁSI KERESLET

Májusi inflációs jelentésünkben arra számítottunk, hogy 2007 első negyedévében a reáljövodelemek visszaesésével párhuzamosan a háztartások fogyasztási kiadásai is kismértékben csökkennek. Ehhez képest a háztartások fogyasztása enyhé, 0,6 százalékos bővülést mutatott a vártak megfelelő, igen jelentős reáljövodelem-csökkenés ellenére is. Ennek forrása a lakossági pénzügyi eszközök felhalmozásának lassulása, illetve fogyasztási célú – jellemzően devizában denominált – hitelkereslete, ami korábban soha nem tapasztalt szintre emelkedett.

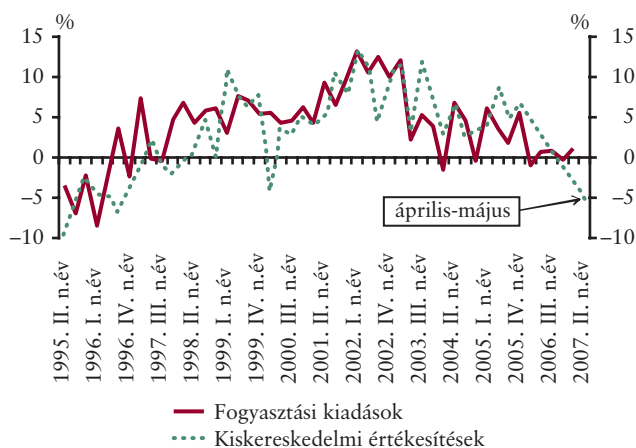
A kedvező első negyedévi fogyasztási adattal szemben – a májusig rendelkezésre álló adatok szerint – folytatódott a kiskereskedelmi áruforgalom tavalyi év második negyedévtől széles körben tapasztalt visszaesése. A tartós iparcikkek erőteljes csökkenése után a májusi adatközlés szerint már a kevésbé tartós iparcikkek körében is érdemi visszaesést figyelhetünk meg. Bár e statisztika is megerősíti, hogy a háztartások fogyasztási célú keresletének csökkenése 2007 elején számottevően elmarad a lakossági jövodelemek reálértékének becsült csökkenésétől, a fogyasztási keresletnek mégis jóval markánsabb visszaesését mutatja, mint a teljes fogyasztási kiadások. A kiskereskedelmi forgalom – így a tartós és nem tartós iparcikkek – elmúlt hónapokban tapasztalt visszaesése részben a fogyasztói kosár összetételével is magyarázható: a csökkenő reáljövodelemek és a

rugalmatlan keresletű közüzemi díjak körében lezajlott áremelkedések együttesen az iparcikkek iránti kereslet számottevő csökkenéséhez vezettek. A kiskereskedelmi forgalom április-májusi visszaesése ezzel együtt azt vetíti előre, hogy a fogyasztási kiadások a viszonylag robusztus első negyedév után a második negyedévben csökkenést mutathatnak, míg az idei év egészében várhatóan a májusban vázolt lassuló pályára állnak.

2-5. ábra

A kiskereskedelmi áruforgalom és a fogyasztási kiadások alakulása

(évesített negyedéves változás)



2.5. MUNKAPIAC: A BÉRALKALMAZKODÁS ELSŐ JELEI STAGNÁLÓ FOGLALKOZTATOTTSÁG ÉS AKTIVITÁS MELLETT

A májusi inflációs jelentésben a vállalati, azon belül is különösen a szolgáltatószektorban a termelékenység növekedésétől elszakadó béremelkedést átmeneti profitromlásként értékeltük, és azt a forgatókönyvet tartottuk a legvalószínűbbnek, hogy a profitrés helyreállítása elsősorban a bérinfláció visszafogásán, illetve kisebb részben a létszám csökkentésén keresztül valósul meg, és így nem vezet az árak érdemi emeléséhez.

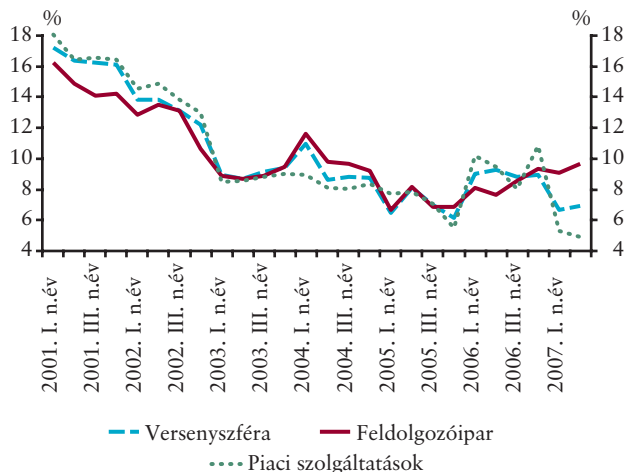
Az elmúlt három hónapban a KSH által publikált teljes bruttó bérimdex az általunk vártnál némileg magasabb volt. Ez becslésünk szerint döntően annak köszönhető, hogy az év első felében folytatódott a gazdaság kifehéredésének folyamata, amit a tényidőszakban ugyan figyelembe vettünk májusban is, előretekintve azonban további kifehéredést nem tételeztünk fel az előrejelzésünkben. A tendenciákat jobban megragadó, általunk becsült, fehéréddel korrigált bérimdex azonban 2007 első felében összességében megfelelt a májusban felvázolt pályának.

A teljes bruttó átlagbérben már tetten érhető az alkalmazkodás, ami a lassuló prémiumkifizetéseken keresztül játszódik

2-6. ábra

A versenyszféra, a feldolgozóipar és a szolgáltató szektor bruttó bérei

(éves változás)

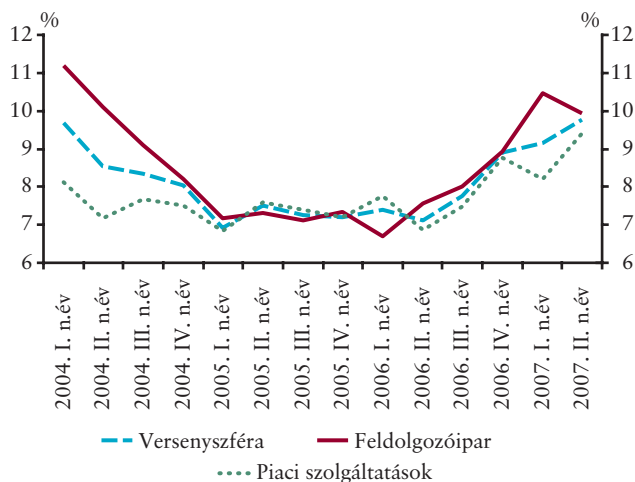


le. A béralakulás szerkezetét vizsgálva további kedvező jel, hogy a prémiumok korrekciója az eddig aggasztóan magas, a termelékenység növekedésétől elszakadó bérdinamikával jellemezhető szolgáltatószektorban volt különösen erőteljes. A prémiumokon keresztüli korrekció kétségtelenül a rövid távú béralkalmazkodás legkézenfekvőbb eszköze vállalati szinten, a képet azonban árnyalja, hogy a rendszeres bé-

2-7. ábra

A versenyszféra, a feldolgozóipar és a szolgáltató szektor rendszeres bruttó bérei

(éves változás)



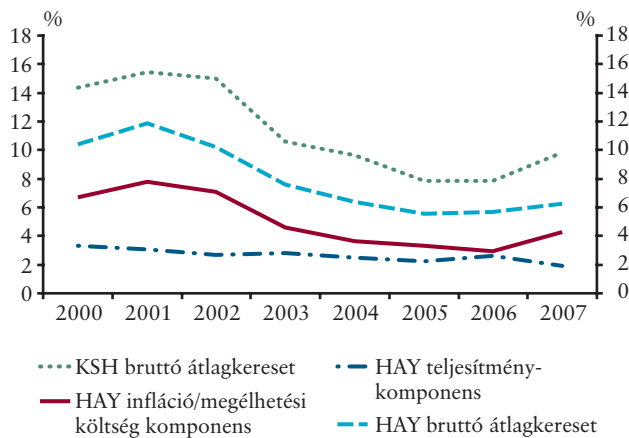
rek továbbra is erőteljesen növekszenek. Ráadásul a teljes bérdinamikán belül a prémiumkomponens mérséklődése elsősorban a nagyobb teljesítménybérezést, így nagyobb ciklikusságot mutató pénzügyi szolgáltatóágazatnak volt köszönhető. Emiatt fennáll a kockázata, hogy az éves indexben megfigyelt stagnálást/lassulást nem alapozzák meg tartós folyamatok, és az egyébként is lassabban alkalmazkodó rendszeres bérek erőteljes dinamikája a jövőben is fennmaradhat.

A munkapiaci alkalmazkodásra utaló információk szűrhetők le a HAY Group legfrissebb munkapiaci felméréseiből. A 2007 júliusában végzett lekérdezés alapján a 2006. május óta eltelt egy évben a megkérdezett – főleg nagyobb méretű, multinacionális – vállalatok 6,3 százalékkal emelték a rendszeres béreiket és fix bónuszait. Ugyanerre az időszakra a vállalatok 6,7 százalékos emelést mondtak februárban – ezt a felmérést ismertettük a májusi jelentésünkben. Míg a 6,3 százalékos emelés nagyobb, mint a korábbi évekre jellemző értékek – ami összhangban van a bérek tavalyi gyorsulásáról alkotott képünkkel –, a megvalósult béremelés alacsonyabb, mint azt februárban tervezték, ami viszont arra utal, hogy a bérek korrekciója időközben megindult.

2-8. ábra

HAY bérfelemérése és KSH bruttó átlagkereset

(éves átlagos növekedési ütemek, százalék)



Megjegyzés: Az évek nem esnek egybe a naptári évekkkel, a következő időpontokban indulnak: 2000: az előző év szeptemberétől, 2001–2003: az előző év júliusától, 2004–2007: az előző év májusától. A vállalatok választait a foglalkoztatotti létszámukkal súlyoztuk. A KSH-adatokat 2007. májusig vettük figyelembe, az utolsó adatpont az addig eltelt egy év bérnövekedését mutatja.

2-1. keretes írás: Hogyan becsüljük a valós bérdinamikát?

Ebben a keretes írásunkban röviden bemutatjuk a májusi jelentés óta beérkezett béradatakra vonatkozó fehéredési becslésünket. Két módszert is alkalmaztunk: az első a májusi jelentésben már bemutatott, ágazati alapú becslés. A második módszer a létszám-kategóriákon alapul. Az eredmények a két esetben hasonlóak, ami becslésünk robusztusságát mutatja.

Ágazati alapú becslés

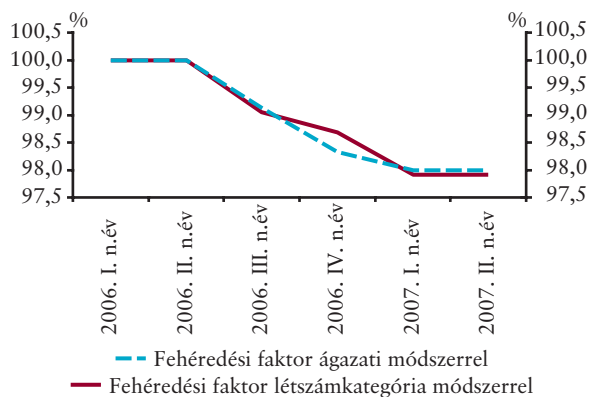
Az ágazati alapú becslés során a feltételezett fehéredő ágazatok rendszeres bérdinamikáit a nem fehéredő ágazatokkal vett historikus kapcsolat alapján visszahúztuk egy, a korábbi – a tavalyi év harmadik negyedéve előtti – folyamatokkal konzisztens szintre. (Lásd a májusi inflációs jelentés 2-2-es keretes írását.) Így minden fehéredésgyanús ágazatra kaptunk az eredeti bérszintidősor mellé egy korrigáltat is.⁵

A korrigált bérszinteket összesúlyozva kapjuk a versenyszféra korrigált bérszintjét. A versenyszféra korrigált és nem korrigált bérszintjeinek hányadosát nevezzük „fehéredési faktornak”. Ha ennek értéke egy adott periódusban alacsonyabb, mint az azt megelőzőben, akkor azt mondhatjuk, hogy – a becslés szerint – a bérekben további fehéredés történt. A 2-9. ábrán látszik, hogy az ágazati módszer fehéredési faktora (a folytonos vonal) 2006 harmadik és negyedik negyedévében erőteljesebben, 2007 első negyedévében enyhébben csökkent, a fehéredés hatása egyre kisebb. 2007 második negyedévében a faktor már gyakorlatilag változatlan, a módszer nem talál további fehéredést.

2-9. ábra

A „fehéredési faktor”*

(negyedéves, szezonálisan igazított adatok alapján)



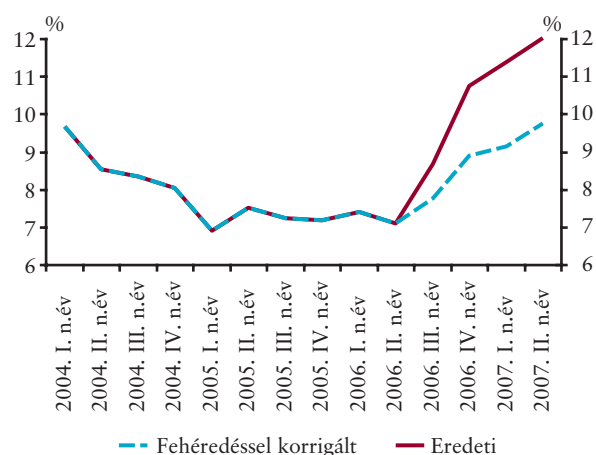
* A fehéredéssel korrigált bérszintek a nem korrigált bérszintek százalékában kifejezve, az ágazati alapú módszer esetében a versenyszféra szezonálisan igazított, rendszeres bérkifizetéseire, a létszám-alapú módszer pedig a teljes versenyszféra, szezonálisan nem igazított bérekre.

A korrigált és korrigálatlan rendszeres bérek éves növekedési ütemeit tekintve megerősíthetjük a májusban felvázolt kvalitatív képünket: bár a korrigálatlan bérdinamika valószínűleg felülbecsli a valósat, a korrigált index alapján azt mondhatjuk, hogy történt tényleges bérgyorsulás a tavalyi év második felétől kezdődően.

2-10. ábra

A versenyszféra rendszeres bérei: eredeti és fehéredéstől megtisztított adatok

(szezonálisan igazított negyedéves adatok éves növekedési ütemei százalékban)



Megjegyzés:

Eredeti szint: a versenyszféra bérszintjének szezonális igazítása.

Korrigált szint: az eredeti szint és a fehéredési faktor szorzata. Az ábrán a szintek éves növekedési ütemei láthatók.

Mivel az előrejelzésünket a teljes, prémiumokat is tartalmazó bérekre írjuk fel, szükségünk van a teljes bérek korrigált változatára is. Ezt annak feltételezésével kapjuk meg, hogy a teljes bérek a rendszeres bérekkel megegyező mértékben fehérednek.

Létszámkategória-alapú becslés

A fenti becslés robusztusságát megállapítandó, egy alternatív módszert is kipróbáltunk a fehéredés számszerűsítésére. A KSH 2003 óta publikálja a versenyszektorra vonatkozóan a létszám-kategóriák szerinti bér-, illetve foglalkoztatottsági adatokat.⁶ A 2-11. ábra tanúsága szerint historikusan jellemző volt, hogy az egész versenyszféra bérdinamikája alatta marad a 20 fő feletti cégek esetében tapasztalt bérdinamikának. A két bérnövekedési ütem közötti különbség időben nagyjából állandó volt. Ez a historikus kapcsolat azonban 2006 harmadik negyedévéétől az ellenkezőjére fordult.

⁵ A korrigált ágazatok a következők: egészségügy; egyéb feldolgozóipar; egyéb szolgáltatás; építőipar; felfeldolgozás, papírgyártás, kiadói és nyomdai tevékenység; ingatlant, gazdasági szolgáltatás; kereskedelem, javítás; nem fém ásványi termékek iparág; szállítás, raktározás, posta és távközlés; szálláshely, vendéglátás.

⁶ Az adatok a teljes, prémiumokat is tartalmazó bruttó átlagkeresetekre vonatkoznak. Az idősorok rövidsége miatt nem tudunk szezonális igazítást alkalmazni rajtuk.

Az adatok további vizsgálatából az is kitűnik, hogy a tavalyi gyorsulást az 5–9, illetve 10–19 főt foglalkoztató vállalatok esetében tapasztaltuk. A nagyobb létszámú vállalatok esetében hasonló jelenséget nem vagy csak elhanyagolható mértékben találtunk.

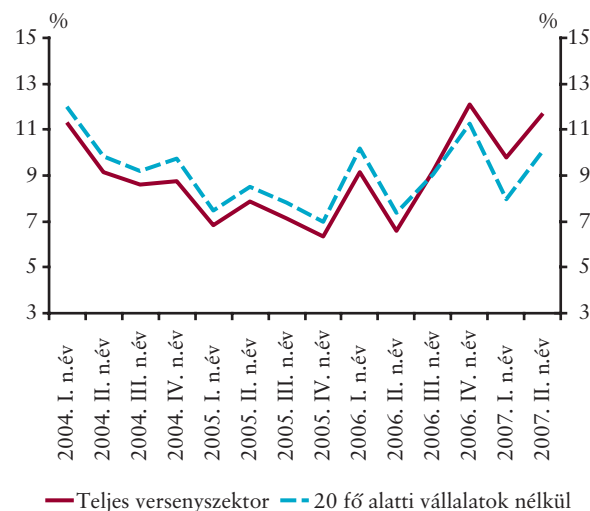
Ezen megfigyelésből kiindulva hajtottuk végre az alternatív korrekciót: A 20 főnél kevesebbet foglalkoztató vállalatok éves bérdinamikáját úgy húztuk vissza, hogy a magánszektor egészében, illetve a 20 főnél többet foglalkoztató vállalatok körében tapasztalt bérdinamikák közötti eltérés a historikus átlagnak legyen megfelelő. Ezt a korrigált, 20 fő alatti vállalatok átlagbéreire vonatkozó idősort súlyoztuk össze a többi, nem korrigált létszám-kategória béreivel.

A korrigált bérszint és az eredeti bérszint hányadosaként kaptuk meg a módszer által becsült fehéredési faktort (2-9. ábra). Látható, hogy ez nem különbözik lényegesen az ágazati módszer fehéredési faktorától, azaz fehéredési becslésünk robusztusnak mondható.

2-11. ábra

Bérdinamika a legalább 20 főt foglalkoztató vállalatok körében, illetve a teljes versenyszférában

(szezonalisan nem igazított negyedéves adatok éves növekedési ütemei százalékban)



Megjegyzés:

Eredeti szint: a versenyszféra bérszintjének szezonalis igazítása.

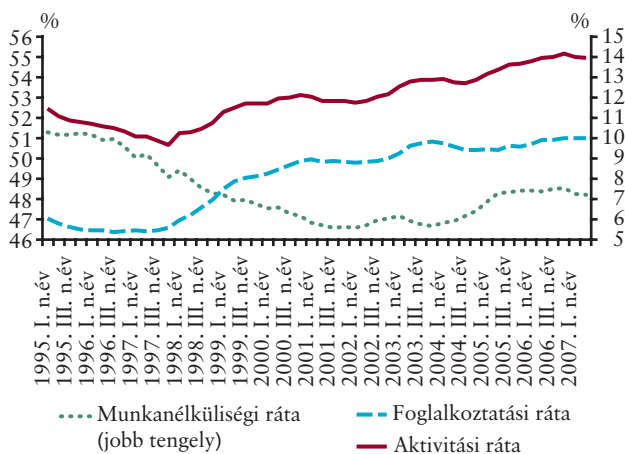
Korrigált szint: az eredeti szint és a fehéredési faktor szorzata. Az ábrán a szintek éves növekedési ütemei láthatók.

A munkapiac áramlási adatai körül jelentős a bizonytalanság konjunkturális szempontból. Az első negyedév adatai alapján úgy tűnt, hogy a versenyszférában, azon belül is főként a szolgáltatás-szektorban tapasztalt profitromláshoz részben a foglalkoztatottság csökkentésén keresztül alkalmazkodnak a vállalatok. Bár a teljes első félév részletes adatai egyelőre nem állnak rendelkezésre, a nemzetgazdasági szintű adatok ezt a ké-

pet már nem erősítik meg: mind a foglalkoztatottságban, mind az aktivitásban inkább stagnálás látható, így kérdéses, hogy a munkapiac lazasága, illetve feszessége önmagában mennyiben segítheti a béralkalmazkodást.

2-12. ábra

A munkanélküliek, foglalkoztatottak és aktívák aránya*



* A munkaképes korú népesség (15–74 év) arányában.

2.6. AZ INFLÁCIÓS FOLYAMATOK A VÁRAKOZÁSAINKKAL ÖSSZHANGBAN ALAKULNAK

Az inflációs folyamatok 2007 második negyedévében megfelelték rövid távú előrejelzésünknek. Mind a negyedéves, mind a júliusig rendelkezésre álló havi frekvenciájú adatok megerősítik, hogy a trendinfláció a 3-5 százalékos sávon belül alakul. A májusi adat beérkezése után egyértelműen azonosítani tudtuk az inflációs folyamat fordulópontját is; ekkor rajzolódott ki határozottan, hogy az infláció márciusban 9 százalékon tetőzött.

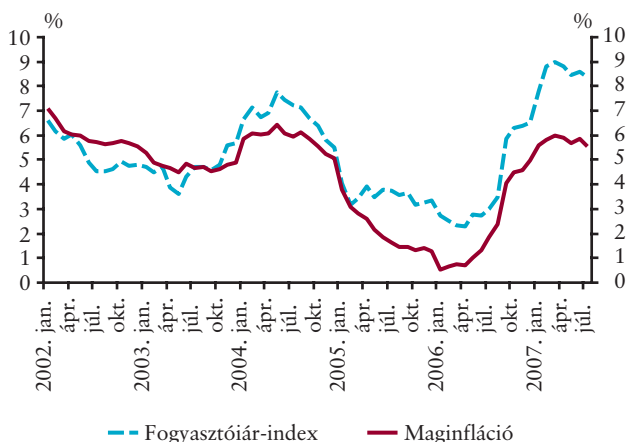
A fogyasztói árak éves indexében megfigyelt mérséklődés az elmúlt hónapok kedvező maginflációs tendenciáihoz köthető, amelyek háttérben fontos tényező volt a feldolgozott élelmiszerek – igen magas szintről – megindult deflációja.

Ezzel szemben az iparcikkek, azon belül is a nem tartós kategória inflációja várakozásainknál magasabb volt az elmúlt hónapokban. Elképzelhető, hogy a folyamat egy hazánkból kiin-

2-13. ábra

A fogyasztóiár-index és a maginfláció

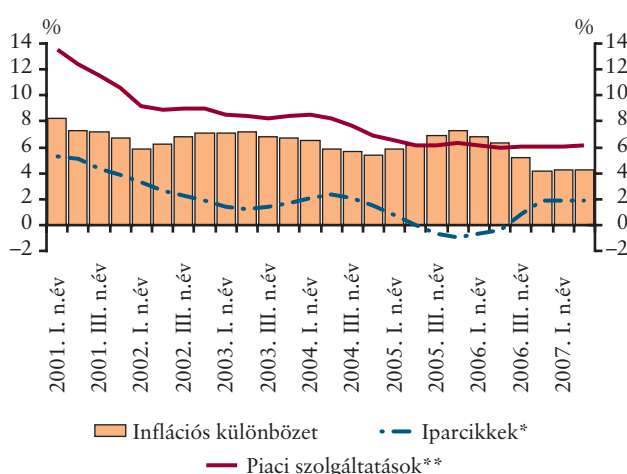
(éves változás)



2-15. ábra

A piaci szolgáltatások és az iparcikkek inflációja

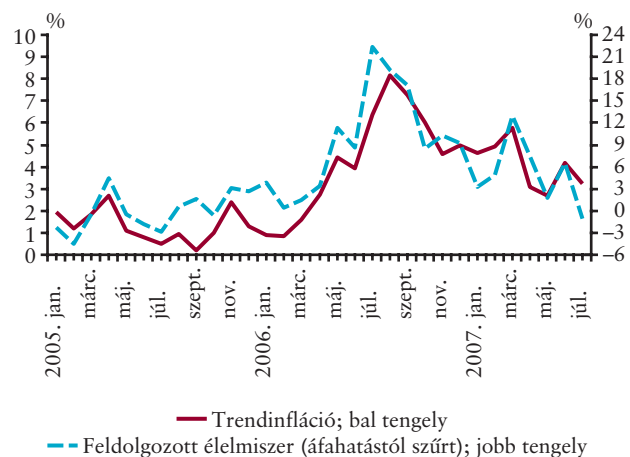
(éves változás)



2-14. ábra

A trendinfláció* és a feldolgozott élelmiszerek áralakulása**

(szezonálisan igazított, évesített egyhavi változás)



* Áfaváltozásoktól szűrt idősor.

** Áfa- és jövedékiadó-változásoktól és a vizitdíj hatásaitól szűrt idősor.

A piaci szolgáltatások esetében ugyan az éves indexet torzítják egyszeri tételek (például a tavalyi áfaemelés és a vizitdíj), a szolgáltatások trendinflációja továbbra is stabilan az elmúlt két évre jellemző 6 százalékos szint körül alakult. Ez arra utal, hogy a fajlagos bércöltségek szolgáltatók szektorban tapasztalt erős dinamikája – egyelőre – nem gyűrűzik át a szektor áraiba.

A fentiek fényében összességében elmondható, hogy a maginfláció az elmúlt három negyedévben fokozatosan csökkent, ez azonban alapvetően a feldolgozott élelmiszerek dezinflációja miatt.

* Áfa- és jövedékiadó-változásoktól és a vizitdíj hatásaitól szűrt idősor.

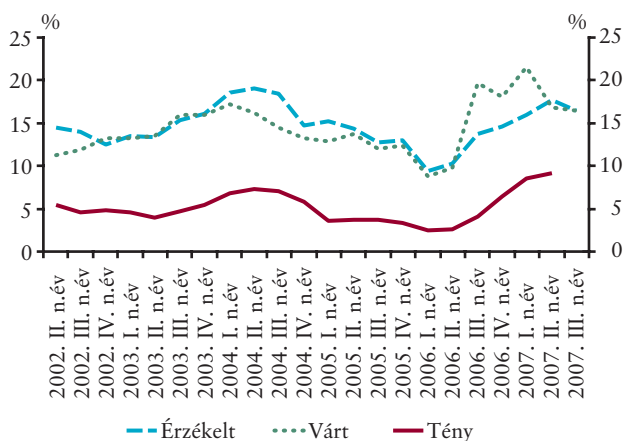
** Áfaváltozásoktól szűrt idősor.

duló hatás eredménye: egy lehetséges interpretáció szerint 2004–2005-ben az európai uniós csatlakozásunkat követően felerősödött piaci verseny erős dezinflációs hatásának korrekcióját látjuk, azaz az iparcikkek egy egyensúlyi árszínhez térnek vissza egy átmenetileg visszafogott árazás után. A nem-tartós iparcikkek inflációjának felerősödése ugyanakkor nemzetközileg is megfigyelhető jelenség, így lehetséges, hogy a hazánkban megfigyelt inflációs többlet nagyrészt importált infláció. Az euroövezet országaiban ezen tételek inflációjának emelkedését utóbb csökkenés követte, ami viszont arra enged következtetni, hogy ez az egyelőre közelebről nem ismert hatás átmeneti volt.

2-16. ábra

A lakosság inflációs várakozásai és inflációs érzékelése

(az elmúlt, illetve a következő 12 hónapra vonatkozóan)



ciójához köthető. A mezőgazdasági termelői árak dinamikus áremelkedése miatt a feldolgozott élelmiszerek körében is ár-emelkedésre számítunk, ami egyben rámutat a mérséklődő maginflációs tendencia törékenységére is.

A legfrissebb kérdőíves felmérések a lakosság inflációs várakozásainak mérséklődését mutatják. A lakosság inflációs várakozásai 2006 folyamán jelentős, az észlelt inflációt meghaladó mértékben emelkedtek. 2007-ben ugyanakkor már

látható a csökkenő tendencia az inflációs várakozásokban: a lakossági várakozások elszakadása az észlelt inflációtól átmenetinek látszik. A szolgáltatások inflációjának stabilitása szintén megerősíti a várakozási problémák súlyosságának fokozatos csökkenéséről alkotott képünket. Mindazonáltal, a dezinfláció szempontjából előretekintve az volna igazán kedvező, ha a várakozások – ahogy az 2003 közepétől 2006 közepéig megfigyelhető volt – az észlelt infláció alá kerülnének.

3. Reálgazdasági és inflációs kilátások

Frissített inflációs előrejelzésünkben a reálgazdasági folyamatok oldaláról a májusi inflációs jelentésben vázolt alappályához képest – főként rövid távon – egy erőteljesebb GDP-lassulást prognosztizálunk, ami erősebb deflációs hatást is von maga után. Alapfeltevéseink közül egyedül az olajár emelkedése okoz jelentősebb eltérést az inflációs kilátásokban, mivel a július hónap átlagán rögzített árfolyam és kamat (lásd a 3-1. táblázatot) nem jelent számottevő eltérést a májusi feltevésektől. A feldolgoztalanélelmiszer-árak meredek emelkedése ugyanakkor jelentősen megváltoztatja az infláció pályáját az elkövetkező három évben.

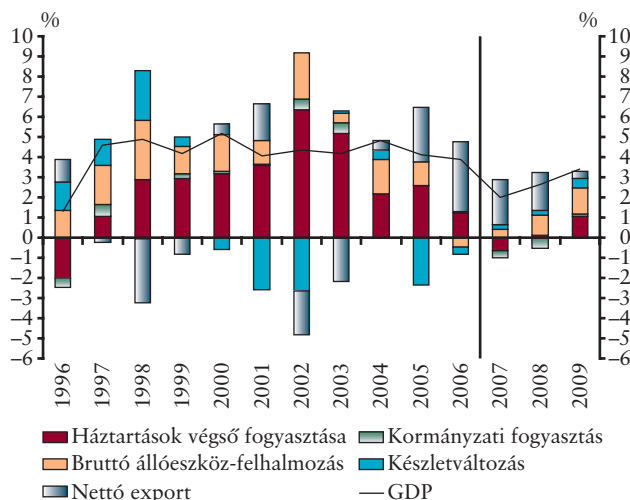
3.1. AZ ERŐSEBB KÜLSŐ KERESLET ELLENÉRE HATÁROZOTT KONJUNKTÚRA-LASSULÁS AZ ELŐREJELZÉSI HORIZONTON

Alappályánkban a májusi jelentéshez képest az idei évben a konjunktúra határozottabb lassulását prognosztizáljuk, és arra számítunk, hogy a hazai bruttó hozzáadott érték a következő évben is enyhén a korábbi előrejelzésünk alatt maradhat annak ellenére, hogy a külső kereslet dinamikájára adott feltevéseink magasabb, mint májusban volt. 2009-re a historikus átlagtól valamelyest elmaradó növekedési ütemet várunk, ami azt is jelenti, hogy az előrejelzési horizonton nem számítunk a negatív kibocsátási rés szűkülésének megindulására. A szerény növekedés részben egyszeri hatások – a gyenge mezőgazdasági termés stb. – eredménye, azonban, mint arra a második negyedévre rendelkezésre álló konjunktúraindikátorok figyelmeztetnek, a tartós folyamatok szerepe is meghatározó jelentőségű lehet.

A májusi jelentéshez hasonlóan – összhangban a főbb nemzetközi előrejelző intézetek prognózisaival – a kedvezőbbé váló

3-1. ábra

Az egyes tényezők hozzájárulása a GDP-növekedéshez (éves változás alapján)



nemzetközi konjunkturakilátások következtében a növekedés hajtóerejének továbbra is a nettó exportot látjuk, bár a növekedéshez kismértékben pozitívan járul hozzá 2008-tól a háztartások, illetve 2009-től a kormányzat fogyasztása is. A növekedés szerkezetében az idei év első negyedévében tapasztalt elmozdulást – a belföldi és a külföldi komponensek dinamikája közötti eltérés szűkülését – nem tekintjük tartós folyamatnak. E jelenség hátterében a vártnál kissé erőteljesebb fogyasztási és importkereslet, illetve várhatóan a második negyedévben az exportdinamika visszaesése áll, e tendenciák azonban a külső kereslet, illetve a fogyasztás havi indikátorai alapján egyértelműen átmenetiek. A külső kereslet rövid távú gyengülése után 2008-ban és 2009-ben a májusi előrejelzésben szereplőnél számottevően erősebb külső keresletre, és ennek megfelelően erőteljesebb exportdinamikára számítunk.

3-1. táblázat

Főbb feltevéseink változása a májusi jelentéshez képest*

	2007. május			Aktuális		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Jegybanki alapkamat (%)**	8,00	8,00	8,00	7,75	7,75	7,75
Forint/euro árfolyam	247,6	246,0	246,0	248,6	246,8	246,8
Dollár/euro árfolyam (cent)	134,0	135,0	135,0	135,0	137,2	137,2
Brent olajár (dollár/hordó)	65,8	70,3	69,6	69,6	75,0	73,8
Brent olajár (forint/hordó)	12 132	12 797	12 685	12,793	13,491	13,285

* Éves átlagok, a 2007. júliusi átlagos árfolyam, illetve határidős olajárpálya alapján.

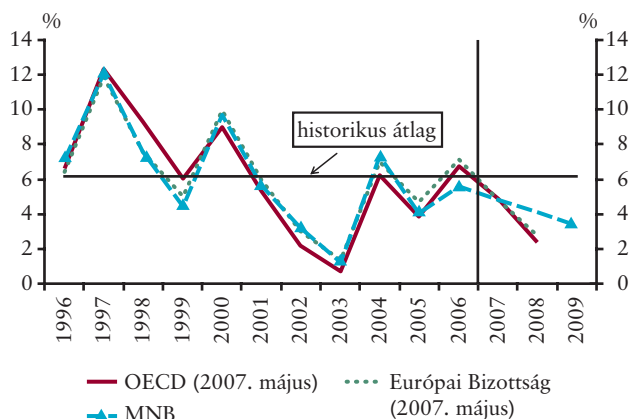
** Év végi értékek.

Annak háttérében, hogy az utóbbi hónapokban a magyar exportszektor rendre a külső kereslet dinamikájától elmaradott teljesítményt mutatott fel, a szokásos magyarázó változókon (külső kereslet, létszám, kapacitáskorlátok és a reálárfolyam felértékelődése) túlmenően egyéb, országspecifikus hatásokat érzékelünk⁷, amelyek feltárása további vizsgálatokat igényel. Megítélésünk szerint az aktuálisan is érzékelhető kapacitásproblémák hazánk piaci részesedésének csak a korábinál lassabb bővülését teszik lehetővé, bár az exportkilátásokat ezzel együtt is optimistán ítéljük meg az Európai Bizottság, illetve az OECD előrejelzéséhez képest.

3-2. ábra

Az exportpiaci részesedés volumennövekedésére adott előrejelzések*

(százalékos növekedés az előző évhez képest)



*Exportpiaci részesedés: áruk és szolgáltatások exportvolumenének a külső kereslettel (exportpartnereink importvolumenének súlyozott átlaga) vett hányadosa.

A GDP belföldi összetevőire adott előrejelzésünkben nem történt lényeges elmozdulás májushoz képest. A beruházásokban – azon belül is elsősorban a feldolgozóiparban – az idei évre várjuk a trendfordulót, aminek első jeleit már a 2007 első negyedéves adatközlésben láthattuk is. 2008–2009-ben a külső kereslet erőteljesebbé válása a májusban előrejelzett pályánál valamelyest dinamikusabb vállalati beruházást von maga után, ugyanakkor a beérkezett tényadatok alapján a kormányzat beruházásának hangsúlyosabb visszaesését várjuk, mint májusban, így a teljes beruházási volumenre adott előrejelzésünket érdemben nem módosítottuk.

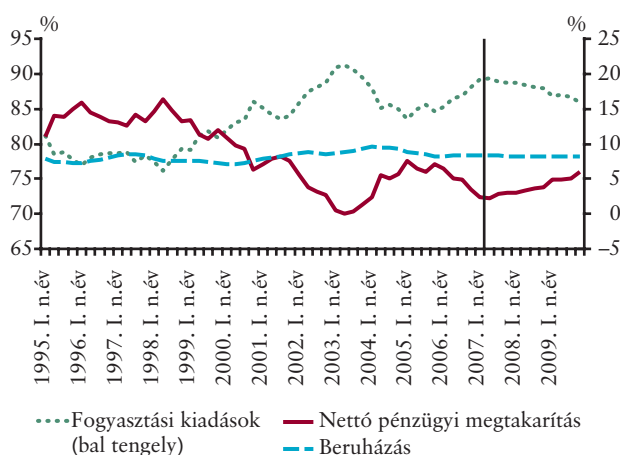
A fogyasztás tekintetében a mélypontot 2007 második negyedévére várjuk, innen várakozásaink szerint az infláció őszi csökkenése mozdíthatja ki a fogyasztást a reáljövedelmek emelkedése révén. A következő két évre azonban a májusihoz képest alacsonyabb reáljövedelem-pályát vetítünk előre, ennek alapján szerényebb mértékű fogyasztásbővülésre is számí-

tunk. Az alacsonyabb reáljövedelmek abból fakadnak, hogy a 2008-ban megugró élelmiszerárak következtében a korábban vártnál nagyobb mértékben emelkedik az infláció, azonban ezt feltevésünk szerint a nominális bérek növekedése nem követi teljes mértékben a bérek múltban megfigyelt nagyobb tehetetlensége és a gyenge konjunkturális helyzet miatt. 2009-ben a lakossági reáljövedelmek a megelőző két év átlagánál magasabb növekedéssel jellemzett pályára állhatnak, amit várhatóan a fogyasztási kereslet nem fog lekövetni hasonló mértékű dinamikaváltással. Ennek megfelelően előrejelzési horizontunk végén a fogyasztási hányad csökkenésére számítunk, ami várhatóan a szektor nettó pénzügyi pozíciójának javulásával párosul. A háztartások beruházási aktivitása 2008-ban és főleg 2009-ben kissé emelkedhet, de historikus összehasonlításban mindvégig visszafogott marad.

3-3. ábra

A lakossági jövedelmek felhasználása*

(rendelkezésre álló jövedelem százalékában)



* A rendelkezésre álló jövedelem MNB-becslés.

3.2. A KÜLSŐ EGYENSÚLY SZÁMOTTEVŐ JAVULÁSÁRA SZÁMÍTUNK

2007 első félévében a külső egyensúly alakulása szempontjából releváns mutatók a külső finanszírozási igény csökkenésének megtorpanását jelzik. A vártnál gyengébb nettó exportteljesítmény elsősorban a vállalati szektor finanszírozási igényének emelkedését valószínűsíti. 2007 egészét nézve a konszolidált államháztartás finanszírozási igénye – elsősorban a kedvezően alakuló járulékbévételeknek köszönhetően – a korábbi várakozásunknál is nagyobb mértékben csökkenhet. Ezt a hatást azonban ellensúlyozhatja, hogy az intenzív hitelfelvétel és a mérséklődő pénzügyi megtakarítások következtében a háztartások finanszírozási képességének csökkenése szintén meghaladhatja a májusban prognosztizált értéket. A 2007 első felében

⁷ Erről a kérdésről bővebben írtunk a 2007. májusi inflációs jelentés 2-1. keretes írásában. A versenyképességi rangsorokban elfoglalt helyezéseinkről a legfrissebb áttekintés Gál Péter *Kedvezőtlen beruházások – növekedési kockázatok?* c. munkájában található (MNB-szemle, 2007. június).

tapasztalt folyamatokat és az államháztartás pozíciójában az év második felére várt javulást figyelembe véve 2007-ben a külső finanszírozási igény csökkenése elmaradhat a májusban prognosztizálttól. 2008–2009-et tekintve a külső egyensúlyi pozícióra adott előrejelzésünket szimmetrikus kockázatok mellett továbbra is fenntartjuk, azaz a fiskális kiigazítás hatására a következő két és fél évben a nemzetgazdaság külső finanszírozási igényének számottevő mérséklődésre számíthatunk.

3.3. INFLÁCIÓ: A JELENTŐS ÉLELMISZERDRÁGULÁS FELÜLRÍJA A MÁJUSI ALAPPÁLYÁNKAT

Az új reálgazdasági pálya, a beérkező munkapiaci és árinformációk, illetve kis részben alapfeltevéseink változása következtében a 2007-es és különösen a 2008-as évre számottevően fölfelé, 2009-re azonban lefelé módosítottuk inflációs előrejelzésünket. Általában elmondható, hogy a májusi alappályához képest a leglényegesebb elmozdulást a nyersélelmiszerárak nagy részben átmenetinek tekintett megugrása és ennek tovagyűrűző hatásai okozzák.

Az infláció jövőbeli pályáját meghatározó főbb tényezők közül a konjunkturális helyzetről azt gondoljuk, hogy az előrejelzési horizonton a korábbiaknál is határozottabb mértékben támogatja a deflációt, mivel a májusi alappályánknál számottevően lassabb növekedési pályát prognosztizálunk. A GDP lassulásából adódó kibocsátási rés legerőteljesebben 2008 végén és 2009-ben fejti ki hatását. Emellett a beérkező munkapiaci információk megerősítették a béralkalmazkodást középpontba állító májusi bér- és létszám-előrejelzésünket.⁸

Az egyes maginflációs tételek közül a szolgáltatásinfláció a várakozásainknak megfelelően alakult, így arra számíthatunk, hogy továbbra is az elmúlt időszakban megfigyelt sávban marad.

Az iparcikkek körében az elmúlt hónapokban megfigyelt többletinfláció kereskedelmi partnereinknél már lecsengett, így alappályánkban ennek a tényezőnek nem tulajdonítottunk érdemi hatást az előrejelzési horizonton.

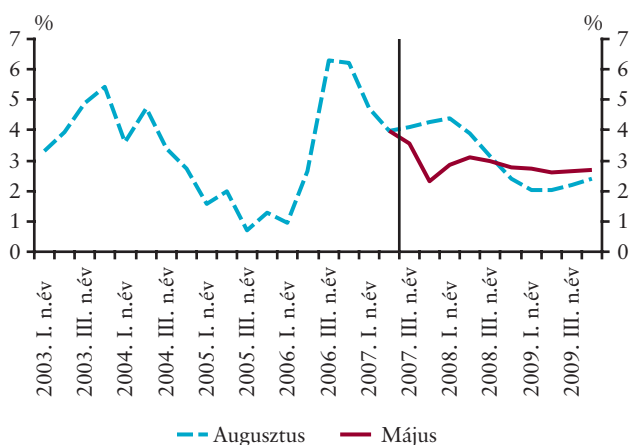
Az elkövetkező időszakban a maginflációs körön kívülről várunk olyan hatásokat, amelyek lényegesen módosítják az inflációs képünket a májusi előrejelzéshez képest. Az első ilyen hatás az energiaárak évi 6-7 százalékos emelkedése a teljes előrejelzési horizonton, amit részben ellensúlyoz a dollár euróval szembeni mintegy 1,5 százalékos leértékelődése. E tényező közvetlen és közvetett hatásai döntően 2008-ban érvényesülnek, mintegy 0,3 százalékponttal emelve a teljes fogyasztóiár-indexre adott előrejelzésünket.

A másik fontos tényező a nyersélelmiszer-árak alakulása, ami két problémakörre bontható. Egyrészt látható egy igen jelen-

3-4. ábra

Az indirektadó-változásoktól szűrt MNB-maginfláció előrejelzési horizontunkon

(évesített negyedéves változás)



3-2. táblázat

Az inflációs előrejelzés alappályája

	2007. I. n.év	2007. II. n.év	2007. III. n.év	2007. IV. n.év	2008. I. n.év	2008. II. n.év	2008. III. n.év	2008. IV. n.év	2009. I. n.év	2009. II. n.év	2009. III. n.év	2009. IV. n.év
Feldolgozatlan élelmiszer	16,1	9,3	8,0	7,5	7,8	5,3	1,0	-1,4	-2,2	-0,8	1,8	3,1
Járműüzemanyag és piaci energia	2,3	0,6	-2,5	3,4	5,9	0,9	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,5	-0,5
Szabályozott árak	15,3	17,6	15,6	9,7	6,8	6,6	6,0	6,1	3,6	2,6	2,7	2,9
Maginfláció*	6,4	6,7	5,6	4,8	4,8	4,6	4,3	3,8	3,2	2,7	2,5	2,5
Fogyasztóiár-index	8,5	8,6	7,3	5,9	5,5	4,8	4,2	3,7	2,7	2,3	2,3	2,4
Maginfláció*, éves átlag	5,9				4,3				2,7			
Fogyasztóiár-index, éves átlag	7,6				4,5				2,4			

* MNB-maginfláció.

⁸ Ezzel együtt fel kell hívni arra a figyelmet, hogy a 2007-es bérdinamikára adott előrejelzésünket fölfelé revideáltuk egy technikai hatás miatt. Míg a májusi inflációs jelentésben azt feltételeztük, hogy az idei évben nem jelentkezik már további felfelé forduló hatás a bérindexben, a beérkezett adatpontok azt mutatják, hogy az idei évben, kisebb mértékben ugyan, de továbbra is érvényesült ez a bérstatisztikát fölfelé torzító tényező. A valós, a költségeket, illetve a rendelkezésre álló jövedelmet érintő bérnövekedésről alkotott képünk nem változott érdemben május óta.

tós árnövekedés a nyersélelmiszerek piacán, ami az idei gyenge termésátlagokhoz köthető, és ennél fogva az árszint emelkedését részben átmeneti jelenségként kezeljük. Másrészt egyre több jel mutat abba az irányba, hogy ezen említett hatástól függetlenül is fölfelé tolódott a feldolgozatlan élelmiszerek inflációjának középtávú globális trendje (lásd 3-1. keretes írásunkat). A nyersélelmiszerek árainak megugrása a feldolgozott élelmiszerek, illetve szolgáltatások inflációjának emelésén keresztül a maginflációba is beépül. Mindezek az éves infláció lefutásának sajátos dinamikáját eredményezik: az élelmiszerek árak emelkedése számottevő növekedést okoz a 2008-as indexben, majd mivel 2009-ben az előző év emelkedése után az árak várakozásaink szerint korábbi szintjük közelébe mérsülnek, negatív éves indexek jelentkeznek a feldolgozatlan

élelmiszerek körében, ami korábbi inflációs jelentésünkhöz képest lefelé módosítja előrejelzésünket. Mivel a feldolgozatlan élelmiszerek áralakulása a feldolgozott élelmiszerek áraiba is begyűrűzik, ami a maginfláción belül egy igen jelentős termékkör, így közel hasonló folyamatok érvényesülnek a maginflációban is.

Ha előrejelzésünket a Reuters-felmérésben szereplő árfolyam- és kamatfeltevések alapján – 2008 végére⁹ kb. 1,5 százalékkal gyengébb árfolyam és körülbelül 150 bázisponttal alacsonyabb kamatszint mellett – készítenénk el, akkor a 2008-as év átlagára 0,2 százalékponttal magasabb maginflációt és 0,1 százalékponttal magasabb gazdasági növekedést kapnánk eredményül.

3-1. keretes írás: A mezőgazdasági termelők árakra vonatkozó feltevésünk változásának hatása előrejelzésünkre

Az élelmiszerek árakra vonatkozó előrejelzésünket az előrejelzési horizont egészén megemeltük. Ezt részben az indokolja, hogy a szakértői előrejelzések szerint a mezőgazdasági termékek globális kínálatának növekedése hosszabb távon is elmarad a kereslet bővülésétől. Ebben szerepet játszik a mezőgazdasági termékek növekvő energetikai célú hasznosítása, az ázsiai fogyasztási kereslet dinamikus növekedése és az egyre gyakoribbá váló szélsőséges időjárási helyzetek. A fentiek a korábban általunk feltételezettnél nagyobb meredekségű hosszú távú ár-emelkedési trendet indokolnak.

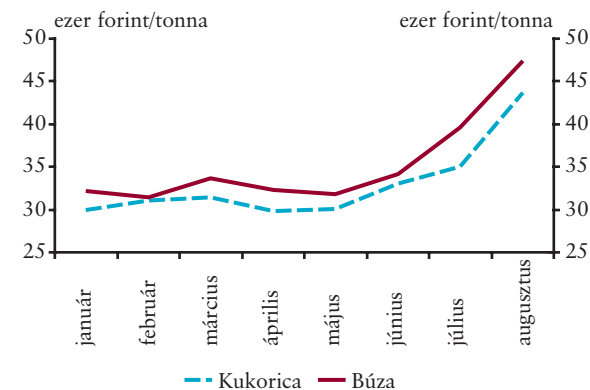
Ezenfelül számos termék esetében az idei magyarországi/európai/globalis kínálat különösen alacsonynak ígérkezik. Mindez azt jelenti, hogy a mezőgazdasági termelők árak esetében a rövid távú előrejelzésünket a hosszú távú előrejelzésünknél is jobban emeltük, ami egyben azt eredményezi, hogy a jövő év második felében átmenetileg az árak csökkenését várjuk.¹⁰

A fent leírtakat számos adat megerősíti. Egyrészt a mezőgazdasági termelők árak – kiváltképp a gabonaárak – június óta jelentősen emelked-

3-5. ábra

Egyes gabonafélék termelők ára 2007-ben*

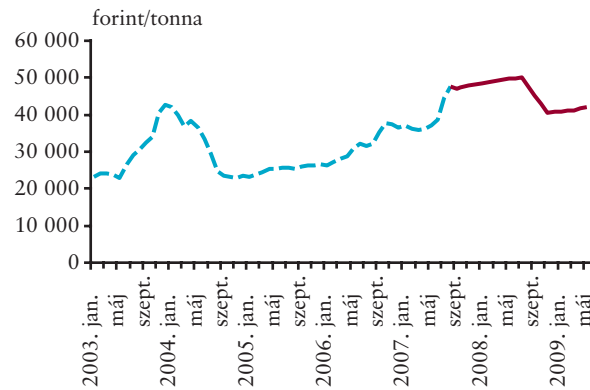
(áfa- és szállítási költség nélkül)



* Forrás: AKII.

3-6. ábra

A chicagói tőzsde azonnali és határidős búzaárfolyama*



* Forrás: Thomson Datastream.

⁹ A 2009-es évre nem rendelkezünk elemzői várakozásokkal.

¹⁰ A fent leírtak a mezőgazdasági termelők árak egészére értendők, az egyes termékek esetében vegyes a kép. Az idei első fél évhez képest jövő év közepéig a legnagyobb áremelkedést a gabonatermékek, a tej-, illetve a hústermékek körében feltételezünk.

nek. A tőzsdei adatok szerint az áremelkedés számos meghatározó termék esetében 2008 közepéig tovább folytatódhat és csökkenésre csak 2008 második felétől van kilátás. Ezzel együtt a 2009-es árszint még mindig jóval magasabb lehet, mint az a 2007 közepét megelőző időszakban jellemző volt.

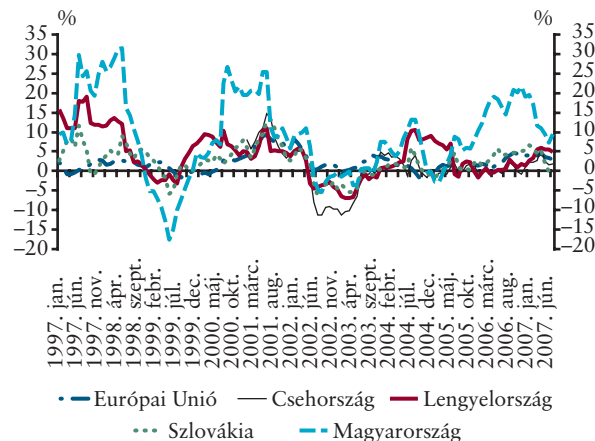
Előrejelzésünk magában foglalja, hogy a mezőgazdasági termelők árak változása némi késlettel megjelenik a feldolgozatlan, illetve a feldolgozott élelmiszerek árában is, sőt begyűrűződik az egyéb termékek és szolgáltatások árába is.

Érdemes megjegyezni, hogy a tapasztalatok szerint a magyar élelmiszerárak a sokkorra jóval nagyobb kilengésekkel reagálnak, mint az jellemző az Európai Unió tagállamaiban, vagy akár a környező országokban.

3-7. ábra

A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja

(éves változás)



3-3. táblázat

A mezőgazdasági termékek árára vonatkozó feltevésünk változásának hatása az egyes termék kategóriák éves átlagos árszintjére

(százalék)

	2007	2008	2009
Feldolgozatlan élelmiszer	2,0	6,0	4,0
Feldolgozott élelmiszer	1,0	4,0	3,0
Maginfláció	0,2	0,9	0,6
Fogyasztói árak	0,3	1,0	0,7

3.4. INFLÁCIÓS ÉS NÖVEKEDÉSI KOCKÁZATOK

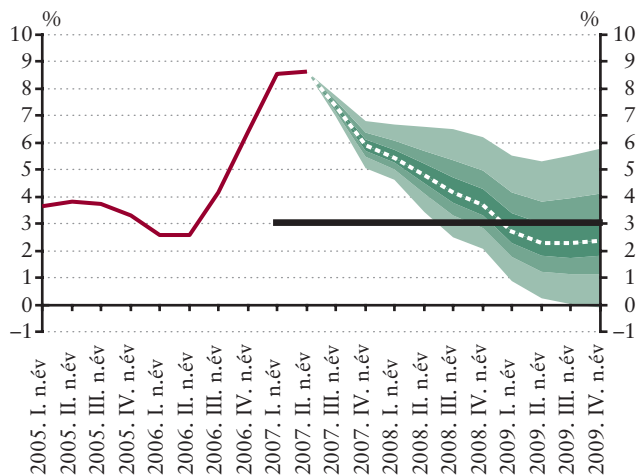
Inflációs előrejelzésünk alappályáját határozott fölfelé irányuló kockázatok mellett tartjuk érvényesnek. 2008-ban a költségoldali inflációs nyomás – így az inflációs várakozások, a mezőgazdasági árak és az olajárak felől érkező hatások – jelentős mértékben a magasabb infláció irányában torzítja a várható kimenetek eloszlását. Ugyanakkor alapvető kérdés, hogy a több éven keresztül a cél fölött ingadozó infláció milyen mértékben gyengíti az inflációs cél várakozásokat horgonyzó erejét. Bár a munkapiac oldaláról a legfrissebb adatok szerint mérséklődött az inflációs várakozások magas szinten rögzülésének kockázata, a magasabb nominális pálya felé mutató kockázatok fel-

erősíti a nyersélelmiszer-árak, illetve kisebb részben az olajárak növekedése miatt megugró árszínvonal esetleges beépülése a hosszabb távú árazási és bérezési döntésekbe.

Számottevő bizonytalanság övezi az inflációra ható keresleti tényezők dinamikáját is. Elsősorban azzal kapcsolatban érzékelhetők kockázatok, hogy a fogyasztás képes lesz-e megfelelő mértékben visszaerősödni a reáljövedelmek konszolidációját követően, illetve precedens hiányában arra is nehéz becsléseket adni, hogy a lassuló konjunktúra hatására kinyíló kibocsátási rés mekkora dezinflációt eredményez majd. 2009-ben ezek a keresleti oldalról érkező hatások valamelyest mérséklék a fölfelé irányuló kockázatokot, de ezzel együtt is felfelé ferde marad az inflációs legyezőábra.

3-8. ábra

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája*

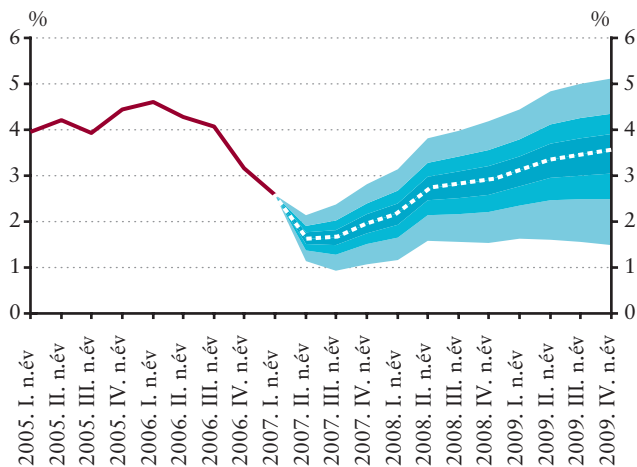


* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90 százalékos valószínűséget fed le. A szaggatott fehér vonallal ábrázolt fogyasztóiár-index alap-előrejelzést (mint módszert) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékot fed le. A 2007-től behúzott folytonos vízszintes vonal a meghirdetett középtávú inflációs célt mutatja.

A gazdasági növekedés esetében a jövő évre hasonló nagyságrendűek a felfelé és a lefelé mutató kockázatok, 2009-re azonban már mérsékelten ferde az eloszlás. Ennek hátterében főként a kínálati tényezők (inflációs várakozások magas szín-

3-9. ábra

A GDP legyezőábrája*



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

ten rögzülése, emelkedő nyersanyagárak) hatása áll, ami az alappályánál lassabb növekedés irányába torzítja a GDP-legyezőábrát.

Jelentés az infláció alakulásáról

(időközi felülvizsgálat)

2007. augusztus

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegy út 19-21.

