



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

Időközi felülvizsgálat

2006. FEBRUÁR

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

2006. február



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: Missura Gábor
1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1419-2926 (nyomtatott)

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 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.

Jelen kiadvány a 2005. novemberi inflációs jelentésünkben szereplő makrogazdasági előrejelzés felülvizsgálata. Ez a felülvizsgálat az első az MNB inflációs előrejelzéseinek megváltozott rendszerében. Az új rendszerben a szokásos februári és augusztusi inflációs jelentések helyét egy rövidebb jelentés váltja fel, melyben mindig a megelőző inflációs jelentés (novemberi illetve májusi) makrogazdasági alappályájához képest bekövetkezett főbb változásokat mutatjuk be. Számszerű előrejelzést a fogyasztóiár-indexre, a GDP-növekedésre és annak felhasználási oldali összetevőire adunk, míg az egyéb fontosabb makrogazdasági változók esetében csak a megelőző inflációs jelentés alappályájához képest vett elmozdulásokat tüntetjük fel. Az inflációs előrejelzés bizonytalanságát továbbra is legyezőábrával jelenítjük meg.

Az elemzés a MNB Közgazdasági és monetáris politikai szakterületen belül készült, Csermely Ágnes igazgatóhelyettes és Kovács Mihály András tanácsadó általános felügyelete alatt. A jelentés elkészítését Jakab M. Zoltán irányította. A publikációt Hamecz István igazgató hagyta jóvá.

A jelentést készítették: Gyenes Zoltán, Hornok Cecília, Jakab M. Zoltán és Virág Barnabás. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Közgazdasági és monetáris politikai szakterület további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk a Monetáris Tanácstól, amely a 2006. január 23-i és február 27-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban a MNB Közgazdasági és monetáris politikai szakterületének véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalom

Az alappálya felülvizsgálatának összefoglaló táblázata	6
Összefoglaló	7
Legutóbbi makrogazdasági fejlemények	8
Inflációs és reálgazdasági kilátások	14
A 2005. évi inflációra adott előrejelzéseink értékelése	17

Az alappálya felülvizsgálatának összefoglaló táblázata

(az előző év azonos időszakához képest, ha másképp nem jelezzük)

	2004	2005		2006		2007	
	Tény/Becslés	Tény/becslés		Előrejelzés			
		Nov.	Aktuális	Nov.	Aktuális	Nov.	Aktuális
Infláció (negyedik negyedév)							
Maginfláció ¹	5,3	1,3	–	1,1	–	3,0	
Fogyasztóiár-index	5,9	3,3	–	1,3	–	2,9	
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ¹	5,9	2,1	0,8	0,9	2,8	2,8	
Fogyasztóiár-index	6,8	3,6	1,1	1,3	2,8	2,8	
Gazdasági növekedés⁶							
Külső kereslet (GDP alapon)	2,4	1,5	1,9	1,9	2,1	2,0	2,0
Fiskális keresleti hatás ²	–0,6	1,0	↔	1,0	↔	(–0,5)–0,0*	↔
Lakossági fogyasztás	3,1	2,8	2,4	3,7	3,8	3,2	3,2
Állóeszköz-felhalmozás	8,4	8,1	9,0	5,4	5,6	2,9	2,9
Belföldi felhasználás	2,8	0,9	1,1	6,1***	5,6***	3,1***	3,6***
Export	16,4	10,3	10,0	9,2	9,9	9,2	9,3
Import	13,2	6,6	6,1	11,1***	10,9***	8,2***	8,5***
GDP	4,6 (4,4)**	4,2 (4,4)**	4,1 (4,3)**	4,5	4,6	4,3	4,3
Folyó fizetési mérleg hiánya³							
A GDP százalékában ⁶	8,8	8,1	↓	9,1***	↓	8,5***	↓
Milliárd euróban	7,1	7,0	↔	8,3***	↔	8,3***	↔
Külső finanszírozási igény³							
A GDP százalékában ⁶	8,5	7,4	↓	8,4***	↓	7,7***	↓
Munkaerőpiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ⁴	7,1	7,9	8,0	6,7	↔	6,1	↔
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	–0,4	0,1	–0,1	0,5	↔	0,7	↔
Lakossági reáljövedelem	6,1****	4,0****	↑	5,0	↔	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 folyó fizetési mérleg-hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet. ⁴ Az állami körben a 2005 januárjára átkerült, eredetileg 2004-es évre vonatkozó 13. havi bérfizetések a 2004-es béremelkedési mutatót lefelé, a 2005-öt felfelé torzítják. ⁵ A KSH munkaerő felmérése szerint. ⁶ A GDP összetevőit, illetve a GDP százalékában kifejezett értékeket novemberben a FISIM-korrektció nélkül, a frissített előrejelzésben a FISIM-korrektcióval számoltuk. Így a GDP-re vonatkozó novemberi és aktuális előrejelzések közvetlenül nem összehasonlíthatók.

* Feltételezés a makrogazdasági pályával implicit módon konzisztens fiskális impulzusra; 2007-re költségvetési törvény hiányában nincs részletes fiskális előrejelzésünk.

** Zárójelben a szökőévhatással korrigált adatok szerepelnek.

*** Előrejelzésünk tartalmazza 2006–2007-re a Gripen-beszerezés folyó fizetési mérleget rontó, illetve közösségi fogyasztást és importot emelő hatását.

**** MNB-becslés.

↑ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2005. novemberi inflációs jelentéshez képest magasabb előrejelzés irányába mutat.

↓ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2005. novemberi inflációs jelentéshez képest alacsonyabb előrejelzés irányába mutat.

↔ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2005. novemberi inflációs jelentésben publikált előrejelzésnek közel megfelelően alakul.

Összefoglaló

A novemberi jelentésben szereplő makrogazdasági helyzetértékelésünket két fő ponton egészítjük ki. Egyrészt, megítélésünk szerint november óta a gazdasági növekedés szempontjából mind a külpiaci, mind a belföldi konjunkturális helyzet némileg kedvezőbbé vált. Másrészt, bár az inflációs folyamatok a tavalyi év végén korábbi előrejelzésünknek megfelelően alakultak, a 2006. januári áremelkedési ütem a vártnál magasabb volt, ami mögött nagy valószínűséggel az év eleji áfacsökkentés várakozásunktól elmaradó árcsökkentő hatása vagy annak késlekedése áll. Ugyanakkor figyelemre érdemes az is, hogy a piaci szolgáltatások hosszú ideje magas inflációja – vélhetően nem csak az áfacsökkentésnek tulajdoníthatóan – januárban a korábbi tendenciákkal ellentétben jelentős mérséklődést mutatott.

A felülvizsgált előrejelzésben a GDP továbbra is stabilan 4 százalék felett nő az elkövetkező két évben. Rövid távon a bővülés prognosztizált üteme a kedvezőbb külső és belső konjunkturális helyzetből adódóan a novemberi prognózishoz képest valamivel élénkebb. 2007 végére továbbra is az árstabilitáshoz közeli inflációt prognosztizálunk: a maginflációra adott előrejelzésünk 2007 végén a novemberi előrejelzéshez hasonlóan 3 százalék közeli. Az idei év végére vonatkozó inflációs prognózist azonban a magasabb világpiaci olajárak és az élénkebb konjunktúra következtében kissé felfelé módosítottuk. Végül fontos megjegyezni, hogy hosszabb távú prognózistunk bizonytalansága növekedett.

Legutóbbi makrogazdasági fejlemények

Továbbra is 4 százalékot meghaladó gazdasági növekedés

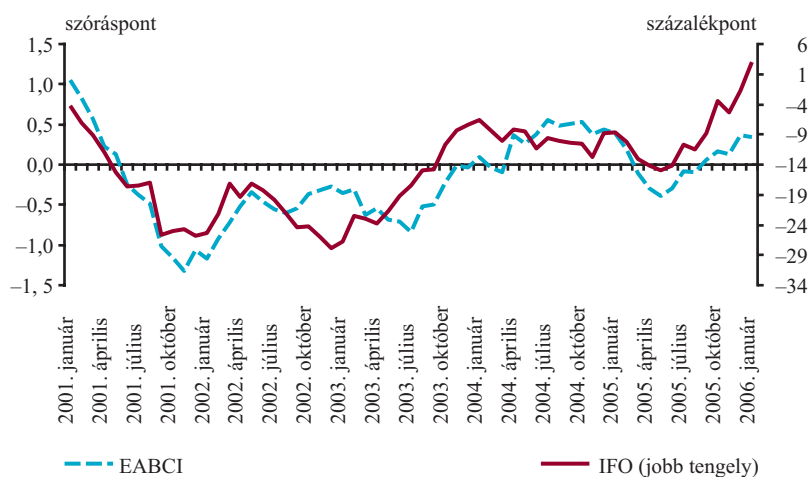
A reálgazdasági konjunktúrát 2005 második felében dinamikus, a potenciális növekedés becsült mértékét meghaladó bővülés jellemezte.¹ A GDP növekedési üteme a harmadik és a negyedik negyedévben is 4 százalékot meghaladó (rendre 4,5 és 4,1 százalék) volt, és a tavalyi éves átlagos GDP-növekedés gyakorlatilag megfelelt a novemberi előrejelzésünknek.² A növekedés fő tényezője az exportértékesítés és az állóeszköz-felhalmozás volt, ahol az utóbbi esetében nagy szerepet játszott az állami autópálya-építések felfutása. Az év vége felé azonban vélhetően egyre nagyobb szerepet kapott a lakossági fogyasztás bővülésének gazdaságot élénkítő hatása is. Így a legfrissebb folyamatok alapján a gazdasági növekedés szempontjából mind a külpiazi, mind a belföldi konjunkturális kilátások kedvezőnek tekinthetők.

Kedvező konjunkturális kilátások az exportpiacainkon

A főbb exportpiacaink (euroövezet és különösen Németország) reálgazdasági konjunktúrája az utóbbi hónapokban kedvezően alakult. Bár a gazdasági növekedés és a külkereskedelmi forgalom alapján is kiugróan jó harmadik negyedév után a negyedik negyedévi növekedésben az előzetes becslések alapján némi mérséklődés következett be, a folyamatok összességében továbbra is élénk konjunktúrát jeleznek. A várható folyamatokat jól tükröző üzleti bizalmi indexek által festett kép igen kedvező: idén januárban az euroövezet bizalmi indexe tartósan átlag feletti szinten állt, a német IFO-index pedig történelmi magasságba emelkedett.

1. ábra

Az euroövezet (EABCI) és Németország (IFO) üzletiklíma-indexe



¹ A potenciális GDP-növekedésre adott becslésünk a GDP-statisztika FISIM-korrektioja miatt a korábbi becslésnél valószínűleg néhány tized százalékponttal magasabb. Az új becslés megfelelő adatsor hiányában egyelőre nem készíthető el.

² A negyedik negyedéves GDP-adat az Ecostat gyorsbecslése, melynek alapján a 2005-ös éves átlagos gazdasági növekedés 4,1 (szökőévhatással korrigálva 4,3) százalék volt. A GDP-adatok jelen elemzésben minden esetben tartalmazzák a FISIM-elszámolással kapcsolatos statisztikai módszertani változás miatti korrekciót is. A korrekcióról bővebben lásd: *Jelentés az infláció alakulásáról*, 2005. november, II-2. keretes írás.

Részben az élénk külpiaci konjunktúra hatásait tükrözi a hazai ipari termelés töretlen dinamikája is. Bár a termeléssel ellentétben az ipari értékesítés és az exportforgalom lendülete 2005 utolsó hónapjában látszólag megtört, azt csupán átmeneti jelenségként értékeljük, és már rövid távon is az élénk külső kereslet exportnövelő hatására számítunk.³

Élénkülő belföldi kereslet

Tavaly év vége felé a gazdasági növekedéshez növekvő mértékben járult hozzá a belföldi kereslet élénkülése. A lakossági fogyasztás bővülése a harmadik negyedévben gyorsulást jelzett, és ez összhangban volt novemberi előrejelzésünkkel is. A negyedik negyedévben a kiskereskedelmi forgalom növekedési üteme tovább élénkült. A kiskereskedelmi forgalom év végi adatai előzetes várakozásunkat is felülmúlták. Ez utóbbi jelenség azonban a lakossági fogyasztásra vonatkozó novemberi előrejelzésünkben az alább kifejtett okból nem indokol lényegi változtatást.⁴

A kiskereskedelmi forgalom várakozásunkat is meghaladó bővülésének a lakossági fogyasztásra, és ezen keresztül a GDP-növekedésre tett hatását körültekintően kell értékelnünk. Az utóbbi időben ugyanis fokozatos szétnyílás figyelhető meg a kiskereskedelmi értékesítések volumennövekedése és a lakossági fogyasztás növekedési üteme között, az előbbi javára. Mivel a kiskereskedelmi értékesítések döntően az iparcikkek és élelmiszerek fogyasztását mutatják, míg a lakossági fogyasztás tartalmazza a szolgáltatások vásárlását is, a két növekedési ütem szétnyílása eltolódást jelezhet a fogyasztás összetételében. Ezen eltolódást a szolgáltatásoktól az iparcikkek felé az indokolhatja, hogy tavaly az iparcikk jellegű termékek esetében jelentős árcsökkenés következett be, miközben a szolgáltatásinfláció magas maradt.⁵

Visszafogott foglalkoztatás mellett mérséklődő bérinfláció

A versenyszféra bérinflációja a tavalyi év során az alacsony inflációs környezethez alkalmazkodva folyamatosan csökkent, ami megfelelt a novemberi prognózisunknak. A reálmunkaköltségek növekedése így a termelékenység-növekedéssel összhangban alakult, ami a korábbi éveknél jóval kiegyensúlyozottabb munkapiaci folyamatokra utal. Az élénk konjunktúra ellenére látszólag továbbra sem nő a versenyszféra aggregált munkaerő-kereslete. Ezzel szemben folytatódott a munkavállalási hajlandóság (aktivitás) intenzív növekedése, ami a novemberi előrejelzésünknek megfelelő munkanélküliségi rátát eredményezett. A növekvő munkakínálat és a visszafogott munkakereslet csökkenő bérinfláció felé mutató hatását ugyanakkor tompítja az egyes szektorokban továbbra is érzékelhető strukturális munkaerőhiány, illetve a 2006 eleji minimálbér-emelés bérinflációt növelő hatása.

³ Az ipari exportértékesítésben és a külkereskedelmi adatok szerinti áruexportban látott decemberi lassulást az egyébként élénk külpiaci konjunktúra mellett más okunk is van átmenetinek tekinteni. Megfigyelésünk szerint ugyanis a külkereskedelmi és az ipari exportértékesítés-adatokra is jellemző, hogy a (szezonálisan igazított) idősorokban jelentkező zaj december hónapban, az ünnepek körüli szabadságolások változó időzítése miatt a szokásosnál nagyobb mértékű lehet.

⁴ Lakossági fogyasztás előrejelzésének összehasonlítása a novemberivel a módszertani (FISIM-korrekción) és statisztikai revíziók számottevő hatása miatt nem egyértelmű. A negyedéves növekedési ütemek előrejelzése a novemberihez képest enyhén felfelé mozdult, de az említett revíziók miatt ez az éves indexekben nem látszik.

⁵ Ezt a hipotézis erősíti, hogy – a változatlan áras adatokkal ellentétben – a kiskereskedelmi forgalom és a lakossági fogyasztások növekedési ütemei között *folyó áron* alig volt eltérés.

2. ábra

A bérinfláció alakulása a versenyszektorban

(szezonálisan igazított évesített negyedév/előző negyedév index)



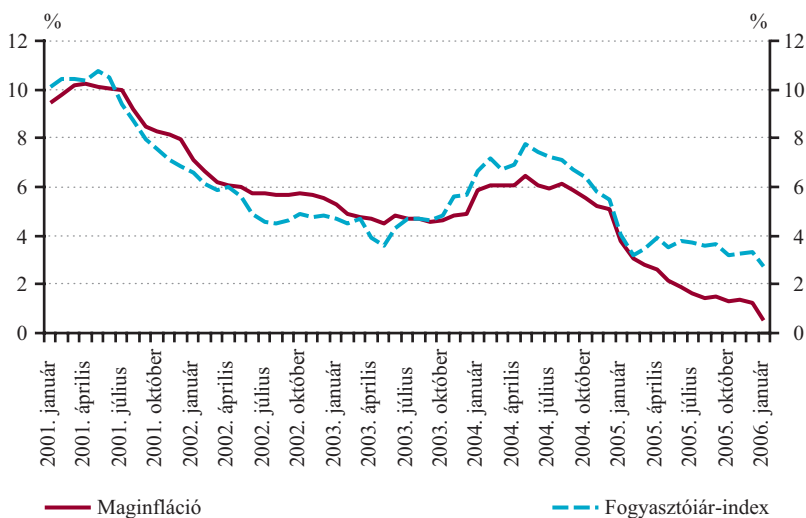
A „trend” inflációs folyamat értelmezése bizonytalan...

Az inflációs folyamatok a tavalyi év végén a novemberi előrejelzésünknek megfelelően alakultak, és 2005 egészében a fogyasztóiár-index a vártak megfelelően 3,6 százalékos volt. Az iparcikkek deflációja folytatódott, miközben a piaci szolgáltatások áremelkedési üteme viszonylag magasban, 7 százalékos szinten maradt. Januárban tovább csökkent a fogyasztói infláció: a fogyasztóiár-index 2,7 százalékos, a maginfláció 0,5 százalékos volt. Az infláció év eleji mérséklődése egyértelműen az általános forgalmi adó 25 százalékos kulcsának 20 százalékosra való mérséklésével hozható kapcsolatba, mely a fogyasztói kosár széles körét érintette.⁶ Ugyanakkor a januári fogyasztóiár-index és a maginfláció is magasabb volt a novemberi előrejelzésünkénél. Ezenfelül az inflációs folyamat összetétele sem a vártak megfelelően alakult: az iparcikkek árai kevésbé csökkentek, miközben a szolgáltatásoknál erős defláció következett be. Hangsúlyozni kell ugyanakkor, hogy önmagában egy hónap inflációs adatának megítélésében nagyfokú bizonytalanság lehet.

⁶ Az áfacsökkentés az iparcikkek közel teljes körét és a piaci szolgáltatások 44 százalékát érintette. A többi termékcsoport érintettsége csak mérsékelte. Az áfacsökkentés várt makrogazdasági hatásairól bővebben lásd: *Jelentés az infláció alakulásáról*, 2005. augusztus, IV.4. aktuális kérdés.

3. ábra

A fogyasztóiár-index és a maginfláció
(előző év azonos időszakához képest)



...a változatlan adótartamú index azt felülbecsli

A „trend” inflációs folyamatokat rendkívül nehéz megítélni indirektadó-változások idején. Az egyik lehetőséget a változatlan adótartamú index (VAI) figyelembevétele kínálja, amely szerint a „trend” infláció 2006 januárjában 4 százalékra emelkedett a decemberi 3,4 százalékról. Fontos hangsúlyozni azonban, hogy a „trend” inflációs folyamatokat ez a mutató felülbecsli, hiszen számításakor azzal a feltevéssel élünk, hogy az indirektadó-változás azonnal és teljes mértékben megjelenik az árakban.⁷ Valószínű tehát, hogy a „trend” infláció a VAI-nál kisebb. Az éves index emelkedését emellett a 2005 elején megfigyelt alacsony maginflációs folyamatok bázishatása is befolyásolta.

Az áfacsökkentés a várakozásainknál kevésbé látszik az iparcikkárakban

A januári infláció és korábbi előrejelzésünk eltérésének elsődleges forrása az, hogy az iparcikkéknél az árak mérséklődése jóval kisebb volt, mint amit a novemberi előrejelzésünk és azon belül az áfacsökkentés hatására adott korábbi becslésünk feltételezett. Mivel jelenleg nem határozható meg, hogy a fenti meglepetés forrása a tényleges inflációs folyamatokban (pl. a korábbi termékpiacon verseny élénkülésének mérséklődésében) keresendő, vagy abban, hogy az áfacsökkentés várt teljes hatása inkább csak a későbbi hónapokban fog megjelenni, ezért azt sem tudhatjuk, hogy a jelenség mennyiben jelenthet hosszabb távon pozitív inflációs kockázatot.⁸

A szolgáltatások esetében viszont megindult a defláció

Az előbbivel ellentétben, azaz lefelé mutató inflációs kockázatot hordozhat ugyanakkor az a tény, hogy a piaci szolgáltatások inflációja januárban igen jelentősen mérséklődött. A piaci szolgáltatások áremelkedési üteme a tavalyi év során – az általában alacsony inflációs környezet ellenére – stabilan 6–7 százalékos szinten ingadozott, és az év végén is inkább gyorsulást mutatott. Bár a novemberi jelentésben már rövid távon is a termékkör fokoza-

⁷ Amennyiben a piaci szereplők az árazás során azonnal és teljes mértékben érvényesítenék az indirekt adók változását (áfa, regisztrációs és jövedéki adó), januárban a fogyasztóiár-indexre tett hatás (ún. technikai hatás) az MNB számításai szerint –1,5 százalék körül lenne. A KSH becslése ettől az értéktől elmarad, az eltérés oka egyelőre nem tisztázott.

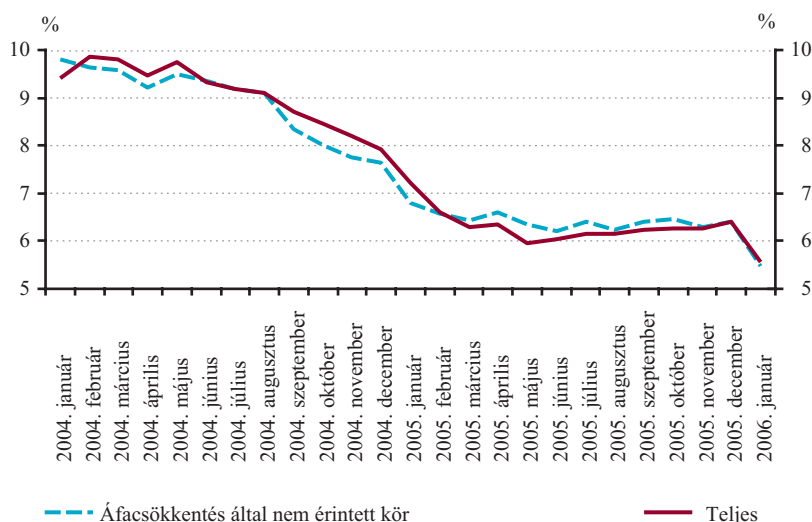
⁸ A tény, hogy a hasonló piaci környezettel szembesülő és az áfacsökkentés által csak kissé érintett feldolgozott élelmiszerek esetében továbbra is az árak vártak megfelelő mérséklődését tapasztaltuk, azt a hipotézist erősíti, hogy az iparcikkárak vártnál kisebb csökkenésének oka nem az alapvető inflációs folyamatban keresendő. Továbbá kis részben magyarázhatja a mérsékeltebb januári árcsökkenést az is, hogy egyes kiskereskedők a forgalmazott iparcikkek áraiban valószínűleg már a múlt év végén érvényesítették az áfacsökkentést.

tos dezinflációját valószínűsítettük, a januári inflációcsökkenés jelentősen meghaladta várakozásunkat. Mivel az infláció mérséklődése az áfacsökkenés által közvetlenül nem érintett piaci szolgáltatások esetében legalább olyan mértékű volt, mint a teljes termékkörben, elképzelhető, hogy a meglepetés-dezinfláció az alapvető inflációs folyamat megváltozását tükrözi. Bár egyhavi adatból általában csak igen korlátozottan lehet hosszabb távra vonatkozó következtetéseket levonni, a piaci szolgáltatások speciális esetében – az átárazások jelentős részének januárra való összpontosulása miatt – a januári adat az egész éves folyamatok szempontjából indikatív lehet. Mindemellett a fogyasztás szerkezetének a szolgáltatásoktól a külkereskedelmi forgalomba kerülő termékek irányába történő vélhető eltolódása is arra utalhat, hogy a keresleti inflációs nyomás a szolgáltatások körében a korábbiaknál visszafogottabb lehetett.

4. ábra

A piaci szolgáltatások inflációja – a teljes és az áfacsökkenés által nem érintett kör

(előző év azonos időszakához képest)

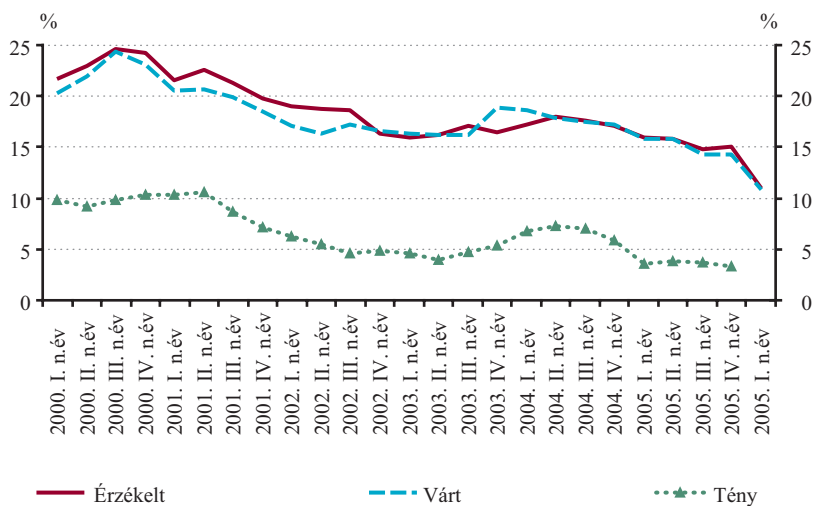


Estek a januári lakossági inflációs várakozások

A januári lakossági felmérés alapján a lakosság által érzékelt infláció és az inflációs várakozások eddig nem látott mértékben csökkentek. Úgy gondoljuk, hogy míg a jelenség minden bizonnyal nagyban az év eleji áfacsökkenés valós és a lakosság által vélt hatásainak következménye, részben az utóbbi évek dezinflációs folyamatának növekvő hitelességét is tükrözi. A felmérés számszerű eredményeinek értékelésénél ugyanakkor óvatosságra int, hogy a lakosság által érzékelt és várt infláció is jóval magasabb a tényleges inflációs adatnál.

5. ábra

A lakosság által érzékelt és várt infláció alakulása*
(az elmúlt, valamint a következő 12 hónapra)



*Az MNB által megrendelt és a Medián által készített lakossági felmérés alapján.

Inflációs és reálgazdasági kilátások

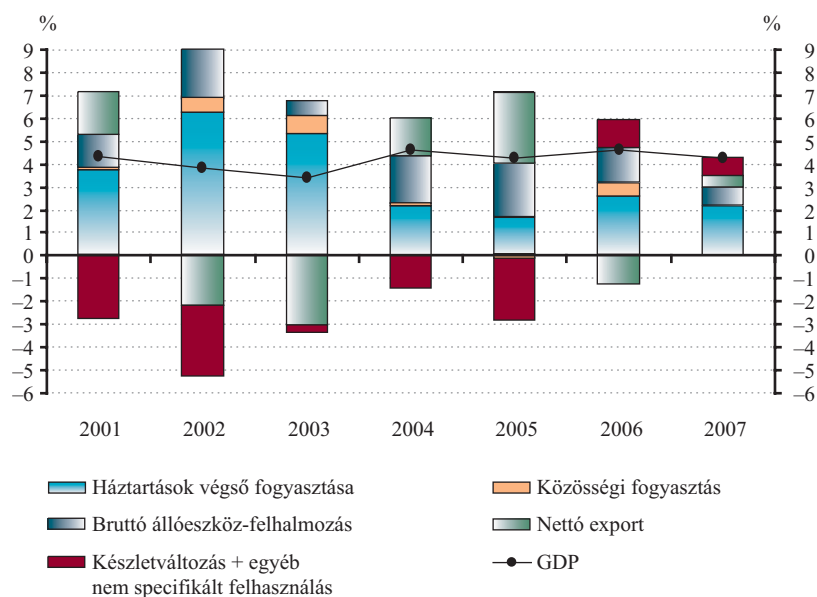
A novemberi prognózisnál kissé magasabb gazdasági növekedés

Alappályánkban – január hónap átlagán rögzített árfolyam és kamat, valamint a novemberi jelentésben vázolt fiskális pályánk mentén – a GDP növekedését 2006 átlagában 4,6 százalékra, 2007-ben 4,3 százalékra prognosztizáljuk. A novemberi növekedési pályát marginálisan felfelé módosítottuk, ami elsősorban annak a következménye, hogy az exportpiacainkról érkező kedvező konjunkturális hírek miatt a nettó exportra adott előrejelzésünket kissé megemeltük. Ugyanakkor a prognosztizált GDP-növekedés összetételében lényegében megfelel a novemberi képünknek.

Az elkövetkező két évben a belső kereslet a bővülés fő összetevője marad, míg a külső kereslet gazdasági növekedéshez való hozzájárulása a korábbi évek folyamataival szemben mérséklődik. A belső keresleten belül meghatározó lesz a lakossági reáljövedelmek növekedése miatti lakossági fogyasztásbővülés, illetve az állami infrastrukturális beruházások folytatódása következtében élénk beruházási tevékenység.

6. ábra

Egyes tényezők hozzájárulása a GDP-növekedéshez*
(éves változás alapján)



* FISIM-korrekciót tartalmazó adatok.

Külső egyensúlyi prognózisunk lényegében változatlan

A külső egyensúly várható alakulásáról kialakított novemberi képünkben nem történt lényeges változás. Becslésünk szerint 2005-ben a külső finanszírozási igény az egy évvel korábbi állapothoz képest számottevő mértékben csökkent. Ehhez képest – a novemberi prognózishoz hasonlóan – 2006-ra vonatkozóan a GDP-arányos külső finanszírozási igény növekedésére számítunk. Prognózisunk szerint a lakosság 2005-ben mintegy másfél százalékponttal, a GDP 4 százalékára emelkedett nettó megtakarítói pozíciója 2006-ban enyhén tovább növekedhet. Ez azonban továbbra sem képes ellensúlyozni a

konszolidált államháztartás⁹ SNA-szemléletű finanszírozási igényének várhatóan jelentős, a GDP 10 százaléka fölé történő emelkedését.

1. táblázat

Főbb feltevéseink változása a novemberi jelentéshez képest*

	2005. november		Aktuális		Változás	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Jegybanki alapkamat (%)**	6,00	6,00	6,00	6,00	0,0***	0,0***
Forint/euró árfolyam	251,7	251,7	250,9	250,9	- 0,4	-0,4
Dollár/euró árfolyam (cent)	120,2	120,2	121,1	121,1	0,7	0,7
Brent olajár (dollár/hordó)	61,0	60,0	65,1	66,1	6,6	10,2
<i>Brent olajár (forint/hordó)</i>	<i>12 782</i>	<i>12 572</i>	<i>13 483</i>	<i>13 699</i>	<i>5,5</i>	<i>9,0</i>

* Éves átlagok, a 2006. januári átlagos árfolyamok, illetve határidős olajárpálya alapján.

** Év végi értékek.

*** Eltérés százalékpontban.

Hosszabb távú inflációs képünk változatlan, növekvő bizonytalanság mellett...

Inflációs előrejelzésünk a novemberi előrejelzéshez képest a monetáris politika számára releváns horizonton gyakorlatilag nem változott. Mind a maginfláció, mind a fogyasztóiár-index előrejelzése 2007 végén 2,8 százalék, azaz árstabilitás közeli maradt.¹⁰ Ezzel szemben a 2006-ra vonatkozó előrejelzésünket enyhén felfelé módosítottuk. A fogyasztóiár-index várható értékét így év végére 1,3 százalékosra becsüljük.

Rövidebb távon több tényező is némileg egy magasabb infláció megvalósulását indokolja. Egyrészt, november óta jelentős emelkedés történt a világgiaici olajárakban, és az előrejelzésnél használt olajárpályánk a horizont végére 10 százalékkal megemelkedett.¹¹ Másrészt, valamelyest magasabb inflációt indokol az élénkebb konjunktúra-előrejelzésünk. Végül, pont-előrejelzésünkben nem érvényesítettük, de rövid távon felfelé mutató bizonytalanságot jelent az, hogy januárban a vártnál magasabb volt a fogyasztói infláció.

Hosszabb távon a bizonytalanság mindkét irányban emelkedett. Egyrészt, egyelőre nem eldönthető, hogy az iparcikkek januári vártnál kisebb árcsökkenése az inflációs trend megfordulásával vagy csak az áfacskökkentés hatásának késlekedésével függ össze, ami összességében felfelé mutató bizonytalanság forrása lehet. Másrészt viszont januárban a szolgáltatásárak inflációja (áfa-hatás nélküli körben is) és az inflációs várakozások érdemileg csökkentek, ami a tartósan alacsony inflációs környezetre vonatkozó várakozásainkat erősítheti. Összességében, a fentiek a hosszabb távú inflációs folyamatok tekintetében a novemberi prognózisunk változatlansága mellett szólnak.

⁹ A konszolidált államháztartás az állami költségvetésen kívül tartalmazza az önkormányzatokat, az ÁPV Rt.-t, a kvázifiskális feladatokat ellátó intézményeket (MÁV, BKV), az MNB-t és az állam által kezdeményezett és irányított, ugyanakkor formálisan ún. PPP-konstrukcióban végrehajtott beruházásokat végző intézményeket.

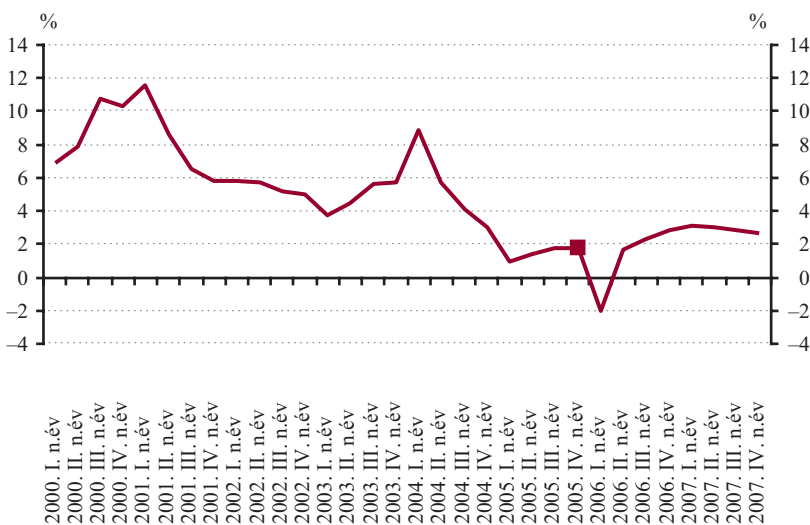
¹⁰ Az infláció 3 százalék közelébe történő gyorsulása – ahogy azt a novemberi jelentésben kifejtettük – alapvetően a várhatóan emelkedő importált inflációval és a termékpiacon verseny dezinflációs hatásának mérséklődésével indokolható.

¹¹ A világgiaici olajárakon kívül az előrejelzésünk technikai alapfeltevéseiben a novemberi jelentés alapfeltevéseihez képest nem történt jelentős elmozdulás. Hasonlóan, a szabályozott árakra vonatkozó előrejelzésünk november óta lényegében nem változott.

7. ábra

A maginfláció előrejelzése

(évesített negyedévelőző negyedév index)



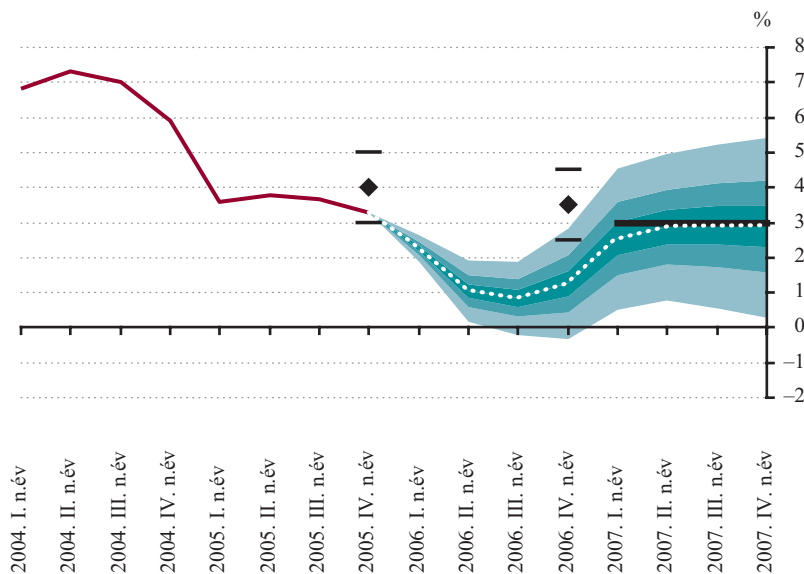
...a kockázatok azonban kiegyensúlyozottak

Az inflációs előrejelzés bizonytalansági eloszlása az inflációs cél körül – a novemberi helyzethez hasonlóan – szimmetrikusnak tekinthető. Az előbb említett bizonytalansági tényezőkön túl, megítélésünk szerint a felfelé irányuló kockázatok közül legfontosabb tényezőnek számít a szabályozott árak prognosztizálnál esetlegesen erőteljesebb emelése. Az alacsony infláció irányába mutató kockázat legfőbb forrása pedig a globális dezinflációs folyamat és az importverseny vártnál erősebb árleszorító hatása lehet.

8. ábra

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája*

(előző év azonos időszakához képest)



* A legyezőábra a felülvizsgált alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90 százalékos valószínűséget fed le. A szaggatott fehér vonallal ábrázolt fogyasztóár-index alap-előrejelzést (mint móduszt) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékot fed le. Az év végi pontok, illetve 2007-től a folytonos vízszintes vonal a meghirdetett inflációs célok értékeit mutatják.

A 2005. évi inflációra adott előrejelzéseink értékelése

A korábbi évek gyakorlatának megfelelően ezúttal is elvégeztük az elmúlt évi inflációra adott előrejelzéseink értékelését¹². Előrejelzési tevékenységünket ez alkalommal is két dimenzió mentén igyekszünk bemutatni: egyrészt dekomponáljuk, hogy a különböző makrogazdasági tényezők milyen arányban járulhattak hozzá előrejelzéseinknek a tényektől való eltéréseihez (abszolút elemzés¹³), másrészt megvizsgáljuk, hogyan teljesítettek a jegybank előrejelzései a Reuters által megkérdezett elemzők prognózisaihoz képest (relatív elemzés).

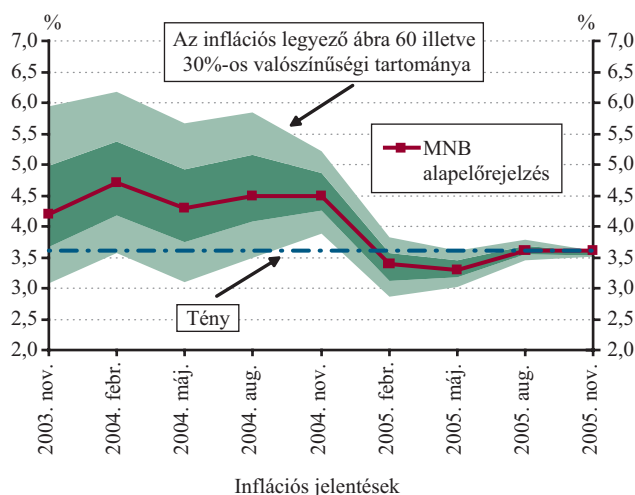
A jegybanki és a piaci elemzések összehasonlíthatóságát megnehezíti, hogy míg a piaci elemzők előrejelzései ún. feltétel nélküli előrejelzések, addig az MNB feltételes előrejelzéseket készít. Ezen feltételek közül az egyik legfontosabb, és piaci elemzők által használttól vélhetően leginkább eltérő feltevés az árfolyam alakulására alkalmazott feltevés. Amennyiben az MNB prognózisait a piaci elemzők által várt árfolyampályával készítettük volna el, az érdeemben nem változtat következtetéseinken.

Áttekintve a 2005. évi inflációra adott előrejelzéseket, összességében megállapíthatjuk, hogy a tavalyi évben megvalósult markáns defláció a teljes elemzői kört meglepetésként érte, így éven túl senki sem – beleértve a jegybank elemzőit is – látta előre az infláció megvalósult jelentős csökkenését. Ugyanakkor éven belül a MNB elsőként azonosította a kialakult alacsony inflációs környezetet, így a jegybank éven belüli előrejelzései a piaci átlagnál érdemben pontosabbnak bizonyultak. Az általános negatív inflációs meglepetést jellemzően előre nem kalkulálható hatású, részben globális, részben csak Magyarországra jellemző országspecifikus inflációs folyamatok együttes hatásaként értékelhetjük.

A MNB a 2005. évi inflációra 2003 novembere óta publikál előrejelzéseket.¹⁴ Az éven túli jegybanki prognózisok 0,7–1,1 százalékponttal becsülték felül az elmúlt évben ténylegesen bekövetkezett átlagos áremelkedés mértékét. Ugyanakkor éven belül – felismerve az új, alacsony inflációs környezetnek megfelelő árazási folyamatokat – az MNB gyakorlatilag a megvalósult alacsonyabb áremelkedési ütemet prognosztizálta.

9. ábra

A 2005-ös átlagos inflációra adott jegybanki előrejelzések



Az MNB által készített előrejelzésekkel kapcsolatban ki kell emelnünk, hogy azok 2004 első felében a jelenlegitől igen eltérő nominális pályán alapultak. A 2004 eleji indirektadó-emelést követően – illetve néhány termékkörben már az adóemelést megelőző félévben – az inflációs dinamika számottevően megugrott, a bérdinamika 10 százalékos körüli szinten látszott stabilizálódni, miközben a nominális árfolyam a jelenleginél jóval gyengébb szinten állt. Mindezen folyamatok alapján jelentős kockázata volt annak, hogy az indirektadó-emelés következtében a defláció megtorpan.

Az EU-csatlakozás és a megváltozó munkapiaci alkalmazkodás deflációs pályára állította a magyar gazdaságot

A makrogazdasági folyamatokról 2004 második felében beérkezett tényadatok azonban nem támasztották alá az ez irányú várakozásokat, így az alkalmazkodási pálya, illetve a várható új inflációs környezet jegybanki megítélése 2004 végén csak kismértékben, majd 2005 elején jelentősen módosult. Ezt több tényező is együttesen eredményezhette: egyrészt a monetáris politika az árfolyam stabil

¹² Korábbi elemzéseink megtalálhatóak a 2004. februári inflációs jelentés V.1. fejezetében, illetve a 2005. februári inflációs jelentés IV.4. fejezetében.

¹³ A dekomponálás során a jegybanki előrejelzésekben „adottságként” kezelt változóknak (pl. árfolyam, világpiaci kőolajárak, fiskális politika) a feltevésektől eltérő realizálódásai miatti technikai jellegű hibákat igyekszünk megkülönböztetni azon hibarésztől, amely a makrogazdasági folyamatok nem megfelelő megértéséből, illetve a korábban érvényes makrogazdasági összefüggések átalakulásából adódhatnak.

¹⁴ Mivel az MNB 2005. augusztustól csak az éves átlagos inflációra publikálja prognózisait, a korábbi évek elemzéseitől eltérően az ideitől kezdve előrejelzéseinket ezen mutató segítségével értékeljük. Ugyanakkor megjegyezzük, hogy a decemberi indexet értékelve is hasonló következtetésekre juthatunk volna.

szinten tartásával és a magas reálkamatokkal sikeresen stabilizálta az inflációs várakozásokat. Ugyanakkor az ex ante vártnál jóval alacsonyabb infláció kialakulását két, előre nehezen kalkulálható tényező is segítette.

Egyrészt, nem számítottunk arra, hogy az élénkülő konjunktúra gyakorlatilag stagnáló munkakereslettel találkozik majd, s így a munkakereslet oldaláról a bérekre elenyésző nyomás nehezedik aggregált szinten, valamint nem számíthattunk a munkapiac kínálati oldalának dinamikus bővülésével sem, ami korlátozta a bérinflációs nyomást. Ezen tényezők együttesen 2004–2005 folyamán fokozatos bérinfláció-csökkenéshez és dinamikus termelékenységnövekedéshez vezettek, aminek következtében a vállalati szektor fajlagos bérköltségének növekedése egy alacsonyabb szintre lassult.

Másrészt, ki kell emelnünk, hogy az MNB által készített inflációs előrejelzések hibáinak túlnyomó része a külkereskedelemben versenyző termékek nem várt dezinflációjából adódott. A Magyarország EU-csatlakozását követően megerősödő importverseny egyrészt közvetlenül az olcsóbb importtermékeken keresztül, másrészt közvetetten annak a versenytársak árazására gyakorolt fegyelmező erején keresztül mérsékelte az árdinamikát, sőt a termékek viszonylag széles körében az árak csökkenését is okozta.¹⁵

Nehezen megragadható, új típusú dezinflációs hatások a korábban az inflációs folyamatokban érvényesülő makrogazdasági kapcsolatokat is bizonytalanabbá tették

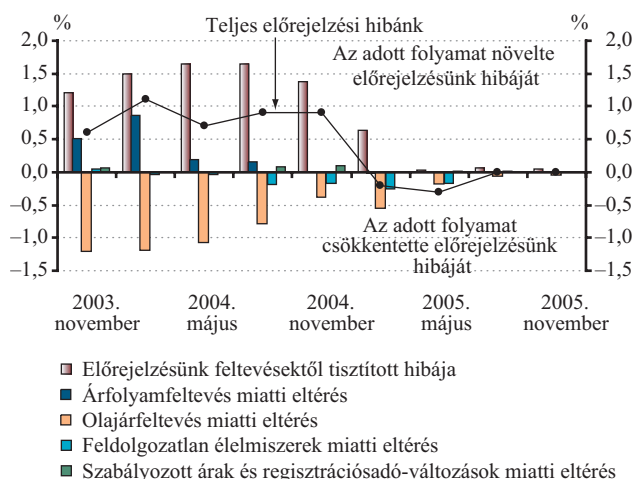
A világpiacon olajárak alakulása gyakorlatilag a teljes elemzési horizonton mérsékelte a MNB publikált előrejelzéseinek hibáját, ugyanakkor a stabil árfolyamnak köszönhetően a 2004-es év közepe óta a technikai árfolyamfeltevések nem gyakoroltak érdemi hatást a jegybanksi prognózisok tényről vett eltéréseire. Mivel az exogén folyamatok (világpiacon olajárak alakulása), illetve az alkalmazott technikai feltevéseink összességében csökkentették az előrejelzési hibát, ezért a várt makrogazdasági folyamatokból levezethető felülbecslés a tényleges hiba mértékét meghaladta.

Mivel a MNB által adott éven belüli előrejelzések gyorsan alkalmazkodtak a megváltozott – a korábban vártnál alacsonyabb – inflációs környezethez, így ezen az időtávon a nem megmagyarázott hibák csak részben, illetve egyáltalán nem befolyásolták a jegybanksi előrejelzéseknek a tényről vett eltéréseit.

Az ún. nem magyarázott hibák, különösen az éven túli előrejelzések esetében, lényegesen meghaladták a korábbi évek hasonló időhorizonton számított hasonló típusú hibáit. A lehetséges okokat jellemzően a már korábban kiemelt, 2004–2005-ös év makrogazdasági változásaiban találhatjuk meg. A nagyobb mértékű, nem magyarázott modellezési hibát részben a gazdaság megváltozott nominális alkalmazkodásának (mérsékelt munkakereslet, növekvő munkakínálat, dinamikus termelékenység), részben pedig a gazdaságot ért exogén – magyarázó változóinkkal egyelőre nem megragadható – sokkok (EU-csatlakozás hatására megnövekvő import és kereskedelmi verseny) inflációt mérséklő hatásainak és az antiinflációs monetáris politika együttesének eredményeként értékeljük.

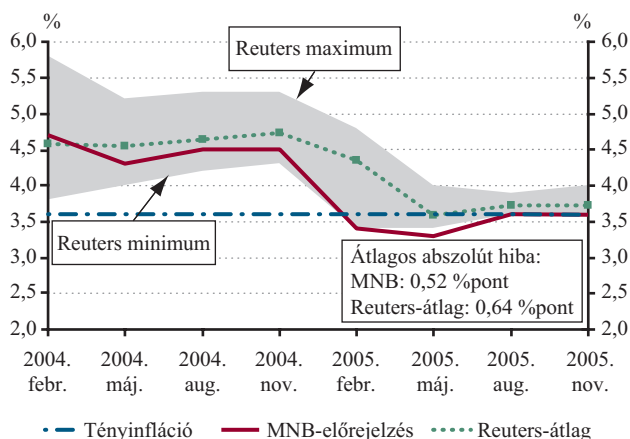
10. ábra

A 2005. évi átlagos inflációra adott előrejelzéseink tényektől való eltéréseinek dekompozíciója
(eltérés = előrejelzés – tény)



11. ábra

Az MNB és a Reuters előrejelzései a 2005. évi inflációra



¹⁵ Hasonló okok a régió más országaiban (pl. Csehország, Lengyelország, Szlovákia) is az infláció vártnál alacsonyabb szintre süllyedését eredményezték.

Az éven túli időhorizonton (2004-ben) készített előrejelzések jellemzően nagyságrendileg 1 százalékponttal voltak magasabbak, mint a ténylegesen bekövetkezett átlagos árnövekedés mértéke. Ugyanakkor lényegi eltérést tapasztalhattunk az inflációs folyamatok piaci és jegybanki megítélése között az elmúlt év elején, amikor a MNB elemzéseiben első alkalommal publikálta, hogy a 2005. évi infláció a korábbi várakozásoknál tartósan alacsonyabb szintre süllyedhet. A későbbi-

ekben beérkező tényadatok ezen jegybanki értékítéletet folyamatosan megerősítették, így módon a 2005. februári jelentésben bemutatott MNB-prognózis az elsők között hívta fel a figyelmet a kialakult alacsony inflációs környezetre. Az MNB előrejelzései a teljes elemzési horizonton az optimistább (alacsonyabb inflációval kalkuláló) előrejelzések közé tartoztak, így a jegybanki prognózisok előrejelzési hibája átlagosan kisebb volt a Reuters piaci konszenzusánál.

Jelentés az infláció alakulásáról
(időközi felülvizsgálat)
2006 február

Nyomda: D-Plus
H-1033 Budapest, Szentendrei út 89-93.

