

## Balatoni András – Kuti Zsolt

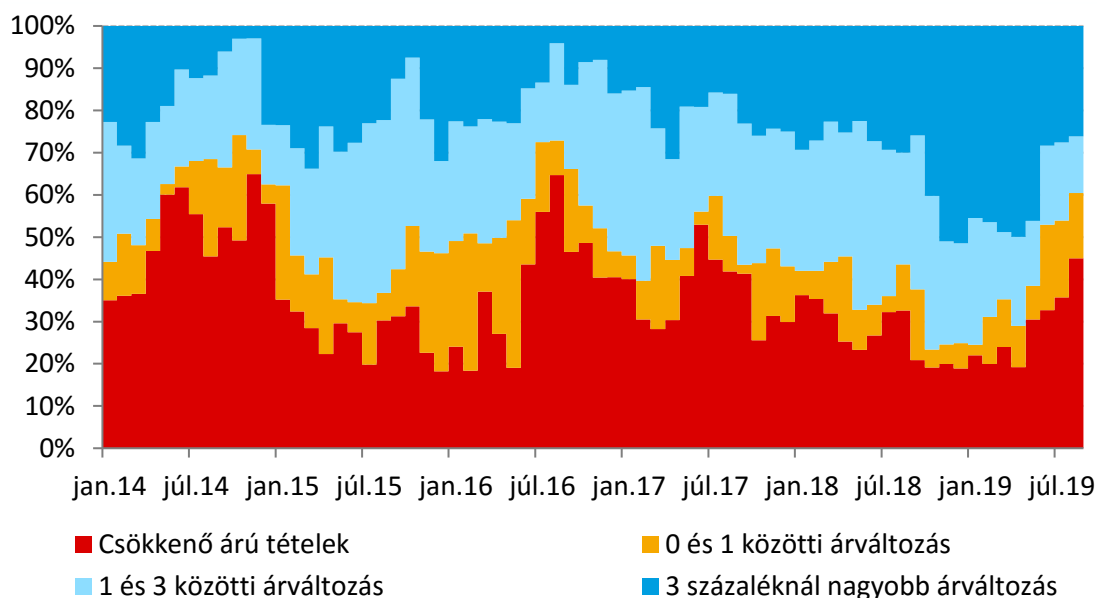
### Változóban az inflációs kilátások

2019. szeptemberében a Monetáris Tanács a monetáris kondíciók óvatos finomhangolásáról döntött: kamatkondíciói változatlanul tartása mellett 100 milliárd forinttal emelte meg a következő negyedévre megcélzott kiszorított likviditás mennyiségét. Emellett a Tanács jelezte, hogy monetáris politikáját a jövőben is óvatos és adatvezérelt megközelítés jellemzi. Cikkünkben a döntés háttérében meghúzódó inflációs folyamatokat és a lépés indoklását mutatjuk be.

A Magyar Nemzeti Bank egyetlen horgonya az infláció. A nyári hónapokban az MNB várakozásainak megfelelően az infláció mérséklődött, amit – a világpiaci olajárakkal összhangban – elsősorban az üzemanyagárak csökkenése okozott. Szerkezetében azonban **kettősség volt megfigyelhető, a tartós inflációs folyamatokat megragadó – az elmúlt negyedévekben a Monetáris Tanács figyelmének középpontjába kerülő – adószűrt maginfláció alacsonyabban, míg a maginfláción kívüli termékek inflációja magasabban alakult korábbi várakozásunkhoz képest.**

A szeptemberben beérkező, változatlan adótartalmú augusztusi maginfláció már 0,6 százalékponttal alacsonyabb volt, mint a júniusi prognózisban. Ebben nagy szerepet játszott az **iparcikkek éves inflációjának csökkenése**, ami a tartós és a nem tartós iparcikkek esetében egyaránt jellemző volt. Az iparcikkek esetében egyre több terméket jellemez mérsékeltebb árváltozás a megelőző időszakhoz képest (1. ábra).

1. ábra: Az iparcikkeken belüli tételek árváltozás szerinti megoszlása



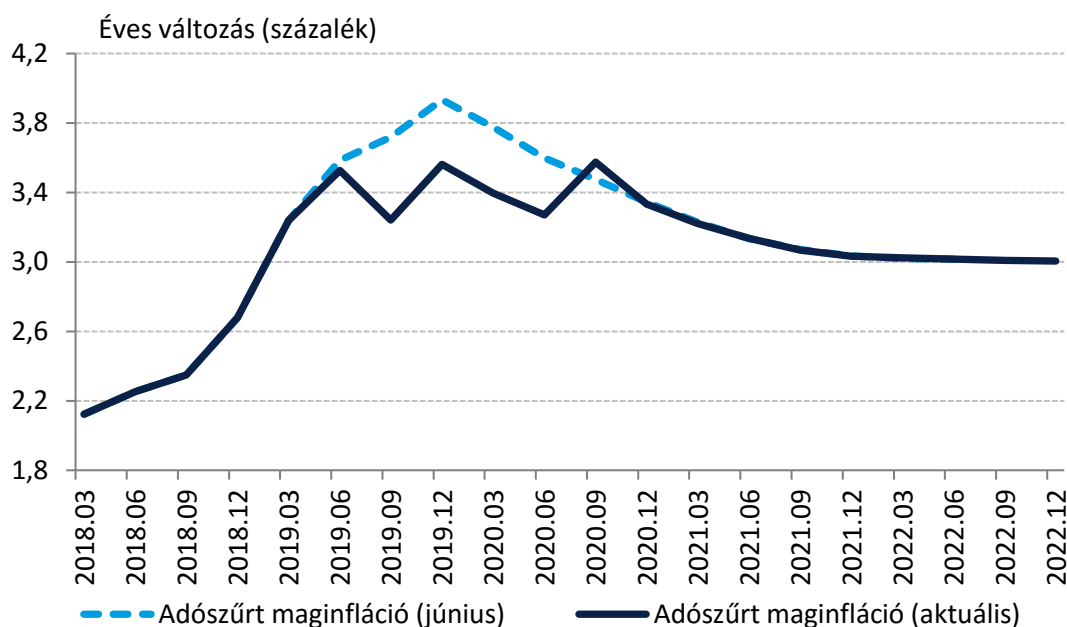
Forrás: MNB

Az iparcikkek mérséklődő inflációja arra utal, hogy a **külső – főként az eurozóna gazdasági lassulásából fakadó – dezinflációs hatások megjelentek a hazai fogyasztói árakban.** Az elmúlt időszakban egyre több adat a globális növekedési kilátások romlását jelzi. A világkereskedelem

növekedése érdemben lassult, ami az eurozónán keresztül hazánkra is jelentős hatást gyakorolhat. Az áru- és pénzügyi piacok elmúlt időszakos fejleményei is a recessziós félelmek erősödésére utalnak. A kedvezőtlen növekedési adatokkal összhangban az eurozóna inflációja változatlanul mérsékelt, ami a hazai árindexre is mérséklő hatással bír. A visszafogott külső inflációs környezet előretételeként is várhatóan fennmarad, ezt igazolja az is, hogy az Európai Központi Bank (EKB) legfrissebb előrejelzésében lefelé módosította a valutaövezetre vonatkozó inflációs prognózist, amely szerint még az előrejelzési horizont végére sem éri el a 2 százalékos inflációs célját az EKB.

Ezen folyamatok az MNB előrejelzésére is hatással voltak: a következő negyedévekben az indirekt adóktól szűrt maginfláció a júniusi Inflációs jelentés prognózisánál alacsonyabban alakul. Ezt az magyarázza, hogy **az eurozóna gazdasági lassulásából fakadó deflációs hatások fékezik az adószűrt maginfláció növekedését**. A vártól számottevően elmaradó inflációs alapfolyamatok és a külső konjunktúra folytatódó romlása a hosszabb távú inflációs kilátások esetében a **lefelé mutató kockázatok egy részének megvalósulását, illetve erősödését** jelzik.

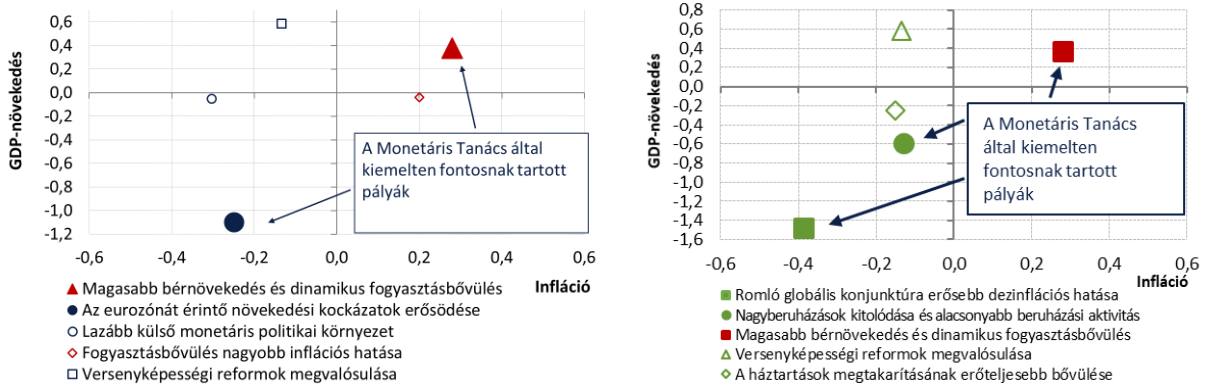
2. ábra: Az adószűrt maginflációra vonatkozó előrejelzésünk változása



Forrás: MNB

Jól mutatja ezt a Monetáris Tanács által kiemelt kockázati forgatókönyvek térképe is. Míg egy negyedévvél korábban még az inflációt egy lefelé és egy felfelé irányuló kockázat övezte, addig a friss Inflációs jelentésben már két lefelé irányuló kockázatot (alacsonyabb beruházási aktivitás, illetve a romló globális külső konjunktúra felől érkező erősebb deflációs hatások), és csak egy felfelé mutató kockázatot azonosított a Monetáris Tanács. Ennek megfelelően a **korábban még szimmetrikus kockázatok aszimmetrikussá váltak, vagyis többségbe kerültek a lefelé mutató kockázatok, mind a GDP növekedést, mind pedig az inflációt tekintve**.

3. ábra A Monetáris Tanács kockázati térképének változása 2019. júniusáról (bal oldal) szeptemberére (jobb oldal)



*Megjegyzés: A kockázati térkép azt mutatja meg, hogy az alternatív fogatókönyvek inflációs és növekedési pályája a monetáris politikai horizont egészében átlagosan mennyiben különbözik az alappályától.*

A Monetáris Tanács **márciusban** jelezte, hogy elérte az inflációs célját, és az árstabilitás fenntartása érdekében az egynapos **betéti kamat 10 bázispontos emelése** és a megcélzott átlagos **kiszorítandó likviditás nagyságának mérséklése** mellett döntött. **Júniusban** az inflációs alappálya kismértékű emelkedése miatt a Tanács a monetáris kondíciók **finomhangolását** hajtotta végre, **100 milliárd forinttal csökkentve** a megcélzott kiszorított likviditás mennyiségét.

**Szeptemberre** ugyanakkor a korábban még szimmetrikus **inflációs kockázatok** az elmúlt negyedévben **aszimmetrikussá váltak és felerősödtek a lefelé mutató inflációs kockázatok**. Emellett az MNB **külső monetáris politikai környezete is lazábbá** vált azzal, hogy a globálisan két leginkább meghatározó jegybank, az EKB és a Fed egyaránt lazított monetáris kondíciót. Mindezek a tényezők az MNB Monetáris Tanácsát **óvatos finomhangolásra** készítették: miközben a Tanács a **kamatkondíciókat változatlanul** tartotta, addig a **negyedik negyedévre megcélzott átlagos kiszorítandó likviditás nagyságát 100 milliárd forinttal legalább 300-500 milliárd forintra emelte**. Ezzel a lépéssel a Monetáris Tanács lényegében ellentételezte júniusi óvatos lépését.

Emellett a Monetáris Tanács azt is jelezte, hogy a jelenlegi **bizonytalan környezetben** monetáris politikáját továbbra is **óvatos megközelítés** jellemzi majd, ahol a **bejövő adatok inflációs kilátásokra gyakorolt hatását értékelve, egyedi döntések keretében** alakítja negyedévről negyedévre monetáris kondícióit.

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2019. szeptember 28-án.”*