

Hajnal Mihály – Virág Barnabás

A szeptemberi inflációs adatok jegybanki szemszögből

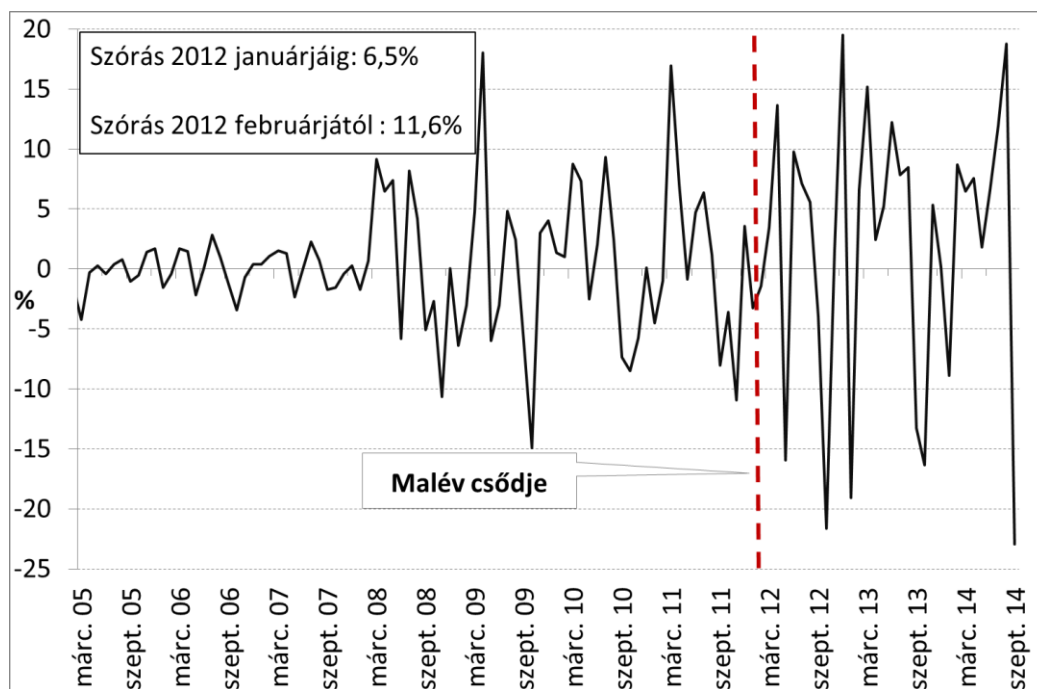
Az elmúlt hónapban számottevően mérséklődött a hazai infláció. A fogyasztói árak 0,5 százalékkal csökkentek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az árindex negatív tartományba süllyedése ugyan nem jelentett meglepetést, annak mértéke azonban már igen. Az éves ráta, mind az elemzői konszenzusnál, mind a jegybanki várakozásnál alacsonyabbnak bizonyult. Alábbi cikkünkben jegybanki szempontból értékeljük, milyen tényezők okozhatták a vártnál alacsonyabb szeptemberi inflációs adatot, valamint az európai adatokat is áttekintve röviden kitérünk ismételt felerősödő deflációs félelmek megalapozatlanságának okaira.

Mi okozta a szeptemberi inflációs meglepetést?

A fogyasztóiár-index újbóli negatív tartományba süllyedése már hónapok óta nagy valószínűséggel prognosztizálható volt. Ennek oka, hogy a pénzügyi tranzakciós illeték és dohányárak kiskereskedelmi árrésének emelése, 2013-ban főként az őszi hónapokban jelent meg az árindexben, ami az idei év, hasonló időszakában kedvező bázishatásokat eredményezett. Emellett változatlanul megállapítható, hogy a magyar gazdaság egy rendkívül támogató költség környezetben működik. A hazai és a globális piacokon egyaránt jelentkező kínálati nyomás mind az élelmiszerek, mind az energiahordozók és egyéb ipari nyersanyagok esetében erős árleszorító hatással bír. Ezt egészítik ki a lakossági szabályozott energia-árak elmúlt évben több lépcsőben végrehajtott jelentős csökkenései, melyek önmagukban 1,2 százalékponttal mérsékeltek az éves árindexet.

Ezen hatásokon kívül néhány tétel esetében azonban meglepő és jelentős mértékű árcsökkenés is jelentkezett. Ebből a legmeghatározóbb a repülőjegy-árak szeptemberi több mint 20 százalékos esése volt. A szolgáltatás árazásával kapcsolatban érdemes kiemelni, hogy a Malév 2012 februárjában bekövetkező csődje óta az egyre népszerűbbé váló diszkont-légitársaságok hónapról-hónapra rendkívül volatilis díjszabását mutatnak (ld 1. ábra). Ezen felül a vezetékes telefon-díjak és a hatósági áras tankönyvek árának jelentős csökkenése is hozzájárult a meglepően alacsonyabb inflációs adathoz. Előbbi esetében főként egy összetétel-hatásról beszélhetünk, mivel a tanulók a korábbiaknál nagyobb hányada jutottak ingyen, vagy támogatott formában a tankönyvekhez. Az említett három, váratlanul nagy árcsökkenés döntően megmagyarázta a legutolsó havi inflációs meglepetést.

1. ábra: A repülőjegy árak havi változása

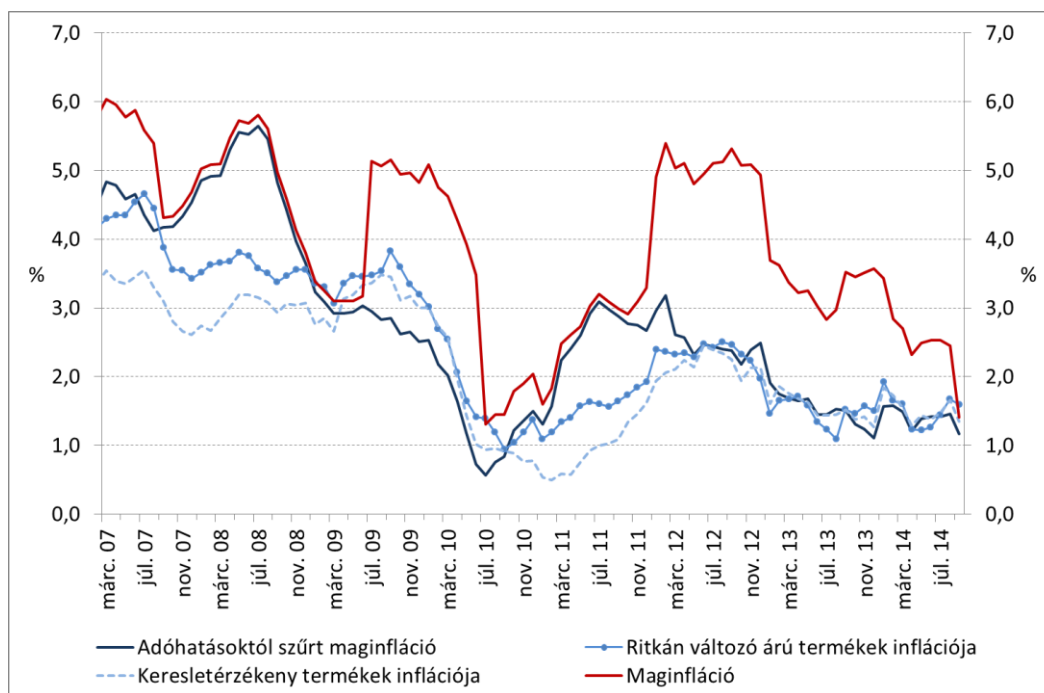


Hogyan értékelhetünk monetáris politikai szempontból?

Monetáris politikai szempontból az új adatnak leginkább az infláció tartósabb tendenciájára gyakorolt hatását érdemes vizsgálni. Ezen folyamatok minél pontosabb megragadására fejlesztette ki az MNB saját inflációs alapmutatóit, melyek kiszűrik a nagy volatilitású és a kormányzati intézkedések által közvetlenül meghatározott tételeket. Valamennyi mutató az elmúlt időszakban stabilan 1,5 százalékos közelében, enyhén az alatt alakult. Ez egyrészt megerősíti, hogy hazánkat jelenleg valóban mérsékelt inflációs környezet jellemzi, másrészt azt is mutatja, hogy a negatív fogyasztóiár-indexet főként a volatilisabb, illetve a hatóságilag meghatározott ármozgások okozzák, miközben a tartósabb tendenciák alacsonyan, de stabilan pozitív tartományban alakulnak.

Érdemes külön kiemelni az elemzők által leggyakrabban figyelt inflációs alapmutatót, a maginfláció alakulását. A jegybanki elemzések a korábbi negyedekben többször is felhívták a figyelmet, hogy a dohánypiac átalakítása és a pénzügyi tranzakciók illetve a változásai miatt a KSH által publikált maginflációs mutató – aminek mind a dohánytermékek, mind a pénzügyi szolgáltatások részét képezik – átmenetileg torzított képet festhet az inflációs alapfolyamatokról. A szeptemberi adatközléssel azonban ezen torzító hatások fokozatosan kiesnek a mutatóból – a maginfláció e hónapban 1,0 százalékponttal csökkent – és így a jegybanki alapmutatókhoz hasonlóan ez az indikátor is egyre pontosabb képet nyújthat majd a tartósabb inflációs tendenciákról (ld. 2. ábra).

2. ábra: Inflációs alapmutatók



Vannak-e deflációs kockázatok?

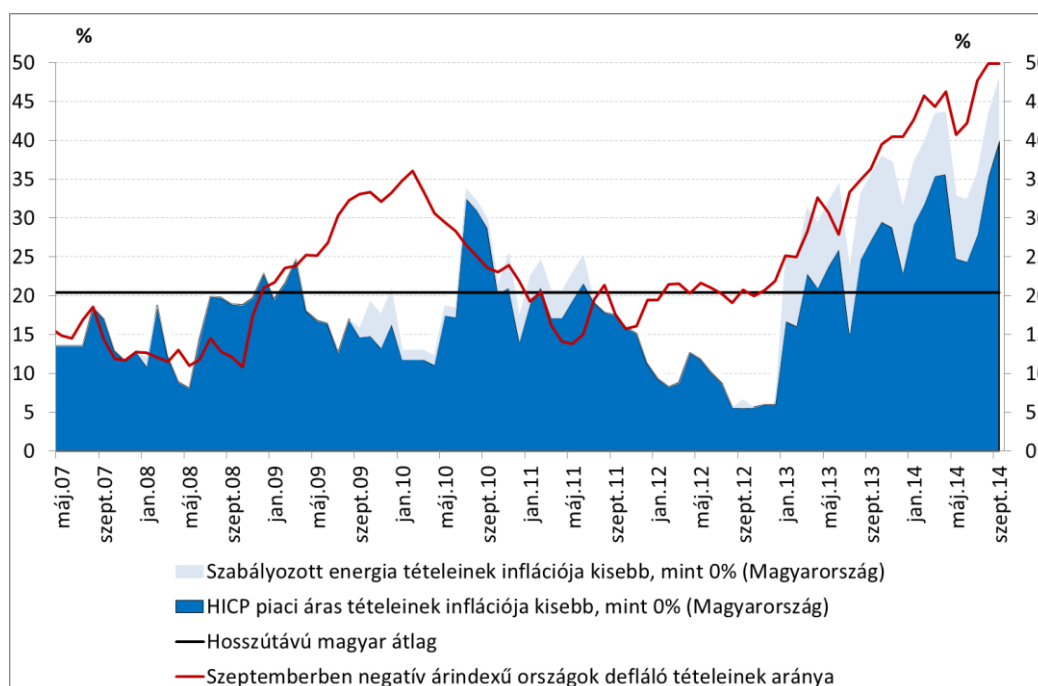
Az elmúlt években a hazai és európai negatív inflációs rátákat látva gyakran felmerülő kérdés, hogy vajon tartanunk kell-e a súlyos reálgazdasági kockázatokat is hordozó defláció kialakulásától. A kérdés megválaszolását érdemes egy definícióval kezdeni. Defláció alatt a fogyasztói árak hosszabb időhorizonton keresztül megfigyelhető, általános (a fogyasztói kosár széles körében jelentkező) csökkenését értjük. A jelenség jellemzően recessziós gazdasági helyzetben jelentkezik, amikor a kereslet csökkenése a várakozások mérséklődésén keresztül önbeteljesítővé teheti a fogyasztói árak tartósabb mérséklődését.

Az egyedi termékek és szolgáltatások szintjén a fogyasztói árak csökkenése nem olyan ritka jelenség, mint ahogy az az aggregált mutatóban megjelenik. Még magasabb átlagos inflációs szint esetében is a hazai fogyasztói kosár kb. 15-20 százaléka esetében az árak csökkenését figyelhetjük meg. Az elmúlt években, a süllyedő inflációs rátával összhangban ez az arány emelkedett: szeptemberben a fogyasztói kosár több mint 45 százalékát kitevő áru és szolgáltatás csoport esetében mérséklődtek a fogyasztói árak. Ennek közel egy harmadát (13,6 százalék) azonban a hatósági áras szolgáltatások teszik ki, miközben a piaci árazású termékkörben jellemzően a nem tartós iparcikkek, az élelmiszerek és a jármű-üzemanyagok esetében figyelhető meg árcsökkenés.

A szeptemberi adatok szerint az EU 28 tagországa közül (Magyarországon kívül) 7-ben mérhetünk negatív árindexet, így a hazai adatokat érdemes lehet összehasonlítani ezen országok tapasztalataival is. A magyar arány bár historikusan magasnak tekinthető, de egyelőre elmarad –

különösen, ha csak a piaci árazású tételekre fókuszálunk – az EU negatív árindexszel érintett országainak átlagától.

3. ábra: A csökkenő fogyasztói árú tételek aránya Magyarországon és az Európai Unióban*

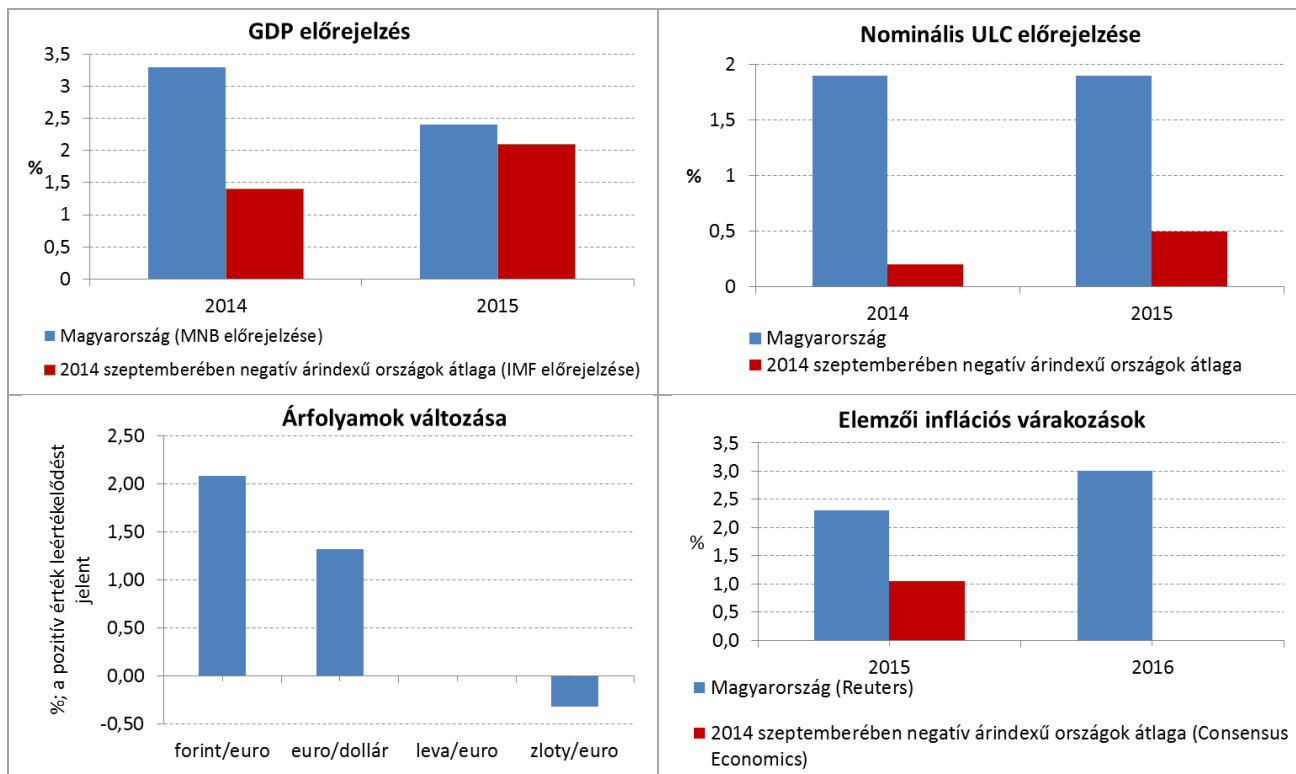


* Megjegyzés: A szeptemberi HICP adatok alapján előállítva, MNB számítások alapján.

Természetesen önmagában az a tény, hogy jelenleg esetünkben alacsonyabb az árscökkenést mutató tételek aránya, még nem jelent feltétlenül biztosítékot a jövőbeli deflációs kockázatokkal szemben. Ezért a termékszintű árváltozások mellett érdemes az árazási magatartást leginkább befolyásoló általános makrogazdasági feltételeket is megvizsgálni. A monetáris politika időhorizontján (4-8 negyedév) az árak alakulását döntően a kereslet, a termelési költségek, illetve az inflációs várakozások változásai határozzák meg.

A növekedési kilátásokat illetően Magyarország az idei és jövő évben is kedvezőbb kilátásokkal rendelkezik, mint a referenciának választott országok csoportja. Ráadásul az elmúlt évekkkel szemben a növekedés szerkezete egyre kiegyensúlyozottabbá válhat, így az árazási lehetőségek szempontjából legfontosabb belső kereslet élénkülése is folytatódik. A feszesebbé váló munkapiacra a fajlagos munkaköltségek növekedése szintén az infláció lassú emelkedése irányába hat, miközben a forint/euro árfolyam elmúlt félévben megfigyelt fokozatos gyengülése tompíthatja a külső környezetből származó erős deflációs hatásokat. A hosszabb távú inflációs várakozások hazánk esetében a jegybanki cél közelében alakulnak, így egy önbeteljesítő ár-várakozás spirál kialakulása nem valószínű.

4. ábra: Magyarország és a szeptemberben negatív árindexű európai országok legfontosabb makrogazdasági változóinak összehasonlítása



Megjegyzés: Nominális ULC az Európai Bizottság előrejelzése alapján; Árfolyamváltozások: (2014 2. és 3. negyedév átlaga)/(2013 4. negyedév és 2014 1. negyedév átlaga); 2016-ra nem áll rendelkezésre Consensus Economics adat

Összességében megállapíthatjuk, hogy a vártnál alacsonyabb szeptemberi inflációs adatot döntően egyedi, átmeneti hatású tényezők okozták, miközben a tartósabb inflációs trendek megítélését a beérkezett adat nem módosította. A magyar gazdaságot változatlanul alacsony inflációs környezet jellemzi, azonban a deflációs kockázatok igen mérsékeltek. A hatósági energiaár-csökkentések bázishatásainak kifutásával az év végére a fogyasztóiár-index várhatóan ismét pozitív tartományba kerül, miközben a lakossági fogyasztás élénkülésével és a kibocsátási rés záródásával párhuzamosan pedig a jövő évben fokozatosan emelkedhet, a monetáris politika időhorizontján (4-8 negyedév) megközelítve a 3 százalékot.

Szerkesztett formában a cikk 2014. október 18-án megjelent a Portfolio.hu oldalon.