

Palotai Dániel- Pellényi Gábor- Váradi Balázs:

A májusi infláció összhangban van az újraindított kamatcsökkentési ciklussal

A májusi inflációs adat ismét a pozitív tartományba került, így egyértelműen megcáfolta az elmúlt időszakban már a defláció kialakulásának esélyét is latolgató vélekedéseket. Az adat ugyanakkor magasabb volt az előzetes várakozásoknál, az MNB márciusi előrejelzéséhez képest pedig elsősorban az üzemanyagárak rövidtávú alakulása jelentett eltérést. Ezzel együtt a középtávú inflációs kilátásokat nem változtatta meg sem a legutóbbi inflációs adat, sem az utóbbi hónapokban megjelent egyéb makrogazdasági indikátorok. Ezért a májusi inflációs adat nem indokolja a márciusban újraindított kamatcsökkentési ciklus újraértékelését.

Idén májusban nyolc hónap után ismét pozitív tartományba került a hazai infláció, a fogyasztói árak 0,5 százalékkal emelkedtek 2014 májusához képest.

Az enyhe áremelkedés örömteli, hiszen egyértelműen megcáfolta az elmúlt negyedévekben alkalmanként már a defláció kialakulásának esélyét is latolgató vélekedéseket. Másrésztől azonban a májusi adat meghaladta az előzetes elemzői várakozásokat, és magasabb volt az MNB márciusi Inflációs jelentésében bemutatott rövidtávú előrejelzésnél is. Elemzésünk alapján arra a következtetésre jutunk, hogy a friss inflációs adat nem állítja új helyzet elé a hazai monetáris politikát.

A Magyar Nemzeti Bank a rugalmas inflációs célkövetés rendszerét alkalmazza.

E keretben a jegybanki alapkamat alakulását elsősorban az befolyásolja, hogy a 6-8 negyedév múlva várható infláció mennyire tér el a jegybank inflációs céljától. Ezért egy-egy inflációs adat megjelenésekor tehát *nem* az a fő kérdés, hogy az *aktuális* infláció mennyire tér el a jegybank céljától. Sokkal fontosabb, hogy az aktuális adatok mit üzennek a hosszabb távú inflációs trendekről, mennyiben írják át a 6-8 negyedév múlva várható inflációs pályát. Ez egy kis nyitott gazdaságban alapvetően négy tényezőtől függ: hogyan alakulnak a külső, ún. importált inflációs hatások; miként alakulnak a belső keresleti feltételek; milyen béroldali hatások jelentkeznek a munkapiacian; és végül milyen pályán mozognak a gazdasági szereplők inflációs várakozásai.

A vártnál magasabb inflációs adat elsősorban az olajárak alakulásához köthető, ami azonban a hosszabb távú kilátásokat nem befolyásolja.

A márciusi Inflációs jelentés óta beérkezett inflációs adatok elsősorban azért haladták meg az MNB és a piaci elemzők előrejelzéseit, mert az elmúlt negyedévekben heves mozgásokat mutató világpiaci olajár az év eleji alacsony szintről valamivel gyorsabban korrigált, mint ami a határidős jegyzések alapján várható volt. A márciusi prognózis 60 dollár körüli olajárát valószínűsített a tavaszi hónapokban, ám a Brent kőolaj ára május nagy részében már 65 dollár közelében alakult. Ugyanakkor a határidős jegyzések alapján a 2016 végére - 2017 elejére várható olajár nem változott jelentős mértékben, így az üzemanyagok áralakulása csak rövidtávon módosíthatja az infláció pályáját, a hosszabb távú kilátásokat nem befolyásolja.

Az infláció középtávú alakulását jobban jelző alapmutatók (köztük a maginfláció) az elmúlt hónapokban az MNB várakozásaival összhangban alakultak.

Emellett az inflációs környezet alakulása szempontjából kiemelten figyelt makrogazdasági folyamatok is megerősítették a jegybank márciusi előrejelzésének fő üzeneteit:

- Fő külkereskedelmi partnerünk, az eurozóna elhúzódó kilábalása miatt az importált inflációs nyomás tartósan mérsékelt maradhat. Az Európai Központi Bank napokban megjelent előrejelzése szerint az eurozóna inflációja csak 2017 végére érheti el az EKB céljának tekinthető 2 százalékos alatti, de ahhoz közeli értéket.
- Az első negyedévi adatok alapján folytatódott a lakossági fogyasztás fokozatos bővülése, ami az infláció fokozatos emelkedését vetíti előre. Ugyanakkor a fogyasztás szintje még jelenleg is mintegy 9 százalékkal elmarad a válság előtti értékétől. A kibocsátás a következő két évben az erősödő gazdasági aktivitás mellett

fokozatosan megközelítheti a potenciális szintjét, ami keresleti oldali inflációs hatásokat nem, csak a hazai reálgazdasági környezet dezinflációs hatásának gyengülését okozhatja.

- A bérezés változatlanul visszafogottan alakult az első negyedévben. A versenyszférában a bruttó átlagkereset 3,5 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, miközben az egy ledolgozott munkaóra alatt előállított hozzáadott érték 2 százalékkal növekedett. A fajlagos munkaerő-költség tehát mindössze 1,5 százalékkal nőtt, így a csökkenő munkanélküliség a bérezésen keresztül csak mérsékelten emelheti az inflációt.
- Végül a lakossági inflációs várakozások az elmúlt időszakban historikus mélypontra süllyedtek, majd 1-3 százalék között stabilizálódtak. Az inflációs várakozások horgonyozottsága elősegíti, hogy az árazás és a bérezés középtávon is az inflációs céllal összhangban alakuljon.

Mindezen folyamatok változatlanul arra utalnak, hogy a hazai infláció a következő negyedévekben mérsékelt maradhat, és csak fokozatosan emelkedhet a 3 százalékos inflációs cél közelébe.

Mivel az inflációs folyamatokat a monetáris politika számára releváns horizonton meghatározó tényezők tekintetében nem történt érdemi változás, az alapfolyamatok pedig a márciusi Inflációs jelentés alappályával összhangban alakultak, így a májusi inflációs adat nem indokolja a márciusban újraindított kamatcsökkentési ciklus átértékelését.

A monetáris kondíciók lazítása és a márciusban megkezdett kamatcsökkentési ciklus tehát összhangban van a jegybank 3 százalékos inflációs céljának elérésével.

Amint azt a Monetáris Tanács a májusi kamatdöntés közleményében jelezte, a „jegybanki előrejelzések feltételeinek teljesülése mellett [...] az inflációs kilátások és a reálgazdaság ciklikus pozíciója az irányadó ráta csökkentése és a tartósan laza monetáris kondíciók irányába mutat. Az óvatos kamatcsökkentés mindaddig folytatódhat, amíg az a középtávú inflációs cél elérését támogatja.”

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. június 10-én.”