



# **Jelentés**

## **az infláció alakulásáról**

**- időközi felülvizsgálat -**

**2007.**  
**február**

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank  
Felelős kiadó: Missura Gábor  
1850 Budapest, Szabadság tér 8-9.  
[www.mnb.hu](http://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 teljes körűen 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 igazgató-helyettes és Kovács Mihály András tanácsadó általános felügyelete alatt. A jelentés elkészítését Kiss Gergely közgazdász irányította. A publikációt Hamecz István igazgató hagyta jóvá.

A jelentést készítették: Antal Judit, Gál Péter, Gyenes Zoltán, Hornok Cecília, Horváth Hedvig, Jakab M. Zoltán, Kaponya Éva, Lőrincz Szabolcs, Orbán Gábor, Palotai Dániel, Párkányi Balázs, 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 2007. február 12-i és február 26-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

## Tartalomjegyzék

|                                                                                    |           |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>Összefoglaló</b>                                                                | <b>4</b>  |
| <b>1. Legfrissebb makrogazdasági fejlemények</b>                                   | <b>7</b>  |
| 1. 1. <i>A GDP-növekedés enyhén lassult</i>                                        | 7         |
| 1. 2. <i>A vártnál élénkebb külső konjunktúra</i>                                  | 8         |
| 1. 3. <i>Visszaesés a beruházási aktivitásban</i>                                  | 9         |
| 1. 4. <i>Lassuló fogyasztási kereslet</i>                                          | 10        |
| 1. 5. <i>Lazuló munkaerőpiac mellett tartósan magas bérdinamika</i>                | 10        |
| 1. 6. <i>Várakozásokkal összhangban emelkedő infláció</i>                          | 11        |
| <b>2. Reálgazdasági és inflációs kilátások</b>                                     | <b>14</b> |
| 2. 1. <i>Továbbra is határozott lassulást várunk a GDP-növekedésben</i>            | 14        |
| 2. 2. <i>Külső egyensúlyi prognózisunk kismértékben javult</i>                     | 15        |
| 2. 3. <i>Infláció: ellentétes hatások 2007-ben és 2008-ban</i>                     | 15        |
| 2. 4. <i>Enyhén fölfelé mutató inflációs és szimmetrikus növekedési kockázatok</i> | 17        |
| <b>3. A 2006-ra vonatkozó inflációs előrejelzéseink értékelése</b>                 | <b>19</b> |

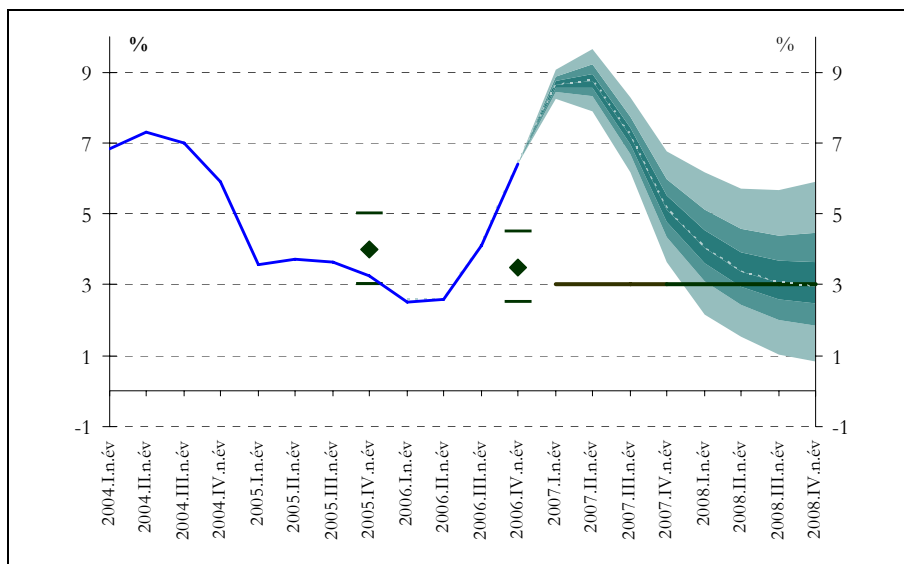
## Összefoglaló

|                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Meredekobb<br/>infláció-<br/>csökkenés<br/>2008-ban</i>                         | Előrejelzésünk legfontosabb üzenete, hogy a monetáris politika számára releváns időtávon – alapfeltevéseink teljesülése esetén – az infláció a korábban vártnál alacsonyabb lehet. A következő hónapokban a novemberben jelzettnél magasabb – 9 százalék körüli – infláció várható, majd az év végétől a korábbi előrejelzésünknel is gyorsabb inflációcsökkenést várunk, így a 2008-as éves átlagos infláció a középtávú cél közelébe kerülhet.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <i>Főbb<br/>makrogazdasági<br/>összefüggések<br/>nem változtak</i>                 | <p>A <i>Jelentés</i> időközi felülvizsgálat, a novemberi teljeskörű előrejelzés alappályájára épül. A változások szabályalapú alapfeltevéseink és az elmúlt hónapokban beérkezett friss adatok, információk hatásait tükrözik. A számszerűen jelentős mértékben változott inflációs pálya ellenére a középtávú makrogazdasági folyamatokról alkotott képünk a főbb irányokat, közgazdasági összefüggéseket illetően nem módosult.</p> <p>A fiskális intézkedések elsődleges árszintnövelő hatásának kifutását követően a belföldi kereslet csökkenése és a laza munkapiac az infláció csökkenésének irányába fog hatni. Alappályánkban novemberhez hasonlóan azzal számolunk, hogy a várakozások középtávon jól horgonyozottak, az ár- és bérkoordinációs mechanizmussal kapcsolatos bizonytalanság az alappálya körüli kockázateloszlásban jelenik meg.</p> |
| <i>Rövidtávon a<br/>reguláltár-<br/>emelések a<br/>meghatározóak</i>               | Az inflációs kilátások tekintetében rövidtávon meghatározó a szabályozott árak alakulása. 2007 első félévére a korábbiaknál magasabb inflációt prognosztizálunk, a szabályozott árak emeléséről és a támogatási rendszerek átalakításáról meghozott kormányzati, önkormányzati döntések miatt.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| <i>Az év második<br/>felétől erőteljes<br/>infláció-<br/>csökkenés<br/>várható</i> | 2007 végétől korábbi előrejelzésünknel meredekebb inflációcsökkenés indulhat meg, jelentős részben az alapfeltevéseink kedvező elmozdulásának – az erősebb euro-forint árfolyamnak, illetve a világpiaci olajárak szignifikáns csökkenésének – köszönhetően. A távolabbi horizonton e kedvező hatást kiegészíti a 2008-ra feltételezett alacsonyabb szabályozottár-emelkedés. Számításaink szerint a nyári hónapoktól 2008 végéig az infláció negyedévről negyedévre csökkenhet, és ezzel párhuzamosan fokozatosan bezárul a maginfláció és a teljes fogyasztóiár-index között hosszabb ideig meglévő jelentős rés. Így összességében mind a maginfláció, mind a teljes fogyasztóiár-index a középtávú inflációs célnak megfelelő szintre csökkenhet 2008 második félévében.                                                                                 |
| <i>Potenciálislól<br/>elmaradó<br/>növekedés</i>                                   | Összességében nem változott a képünk abban a tekintetben, hogy a belföldi kereslet visszaesése miatt 2007-2008-ban a potenciális kibocsátás szintjétől fokozatosan elmaradó GDP-pálya várható Magyarországon. A töretlenül kedvező külső konjunktúra és az optimistábbá váló európai prognózisok a hazai exportdinamikát is tovább erősítik. A hosszú távú kilátások megítélésekor azonban figyelembe kell venni, hogy a feldolgozóipar beruházásai az elmúlt negyedévekben visszaestek, elszakadva az erős beruházásnövekedéssel jellemezhető regionális trendtől. Fontos megjegyezni, hogy a nemzeti számlák számításának módszertani változása, a láncindexálás bevezetése megnehezíti a friss adatok, előrejelzések korábbi GDP-statisztikákkal való összehasonlíthatóságát.                                                                             |

*Jövőre  
aszimmetrikus,  
felfelé mutató  
inflációs  
kockázatok*

Az alappályát övező bizonytalanság forrásai továbbra is fennmaradtak. Az inflációs kilátások esetében a bizonytalansági tényezők közül jelentőségében kiemelkedik az inflációs várakozások és ezek bérmegállapodásra gyakorolt hatása. A következő két évre nézve jelentős felfelé irányuló kockázatot észlelünk ebből a forrásból, amit 2008-ban felerősít az állami bérfelfagyasztási tervek megvalósíthatósági kockázata. A GDP előrejelzés körüli kockázatokat mindkét évben kiegyenlítettnek látjuk.

**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 móduszt) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékot fed le. A 2006 év végi pont, illetve 2007-től a folytonos vízszintes vonal a meghirdetett inflációs célok értékeit mutatják.

## 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)

|                                               | 2005       |             | 2006         |             | 2007        |          | 2008 |          |
|-----------------------------------------------|------------|-------------|--------------|-------------|-------------|----------|------|----------|
|                                               | Tény       |             | Tény/Becslés |             | Előrejelzés |          |      |          |
|                                               | Nov.       | Aktuális    | Nov.         | Aktuális    | Nov.        | Aktuális | Nov. | Aktuális |
| Infláció (éves átlag)                         |            |             |              |             |             |          |      |          |
| Maginfláció <sup>1</sup>                      | 2,1        |             | 2,3          |             | 6,1         | 5,6      | 4,0  | 3,3      |
| Fogyasztóiár-index                            | 3,6        |             | 3,9          |             | 6,9         | 7,4      | 4,1  | 3,4      |
| Gazdasági növekedés*                          |            |             |              |             |             |          |      |          |
| Külső kereslet (GDP alapon)                   | 2,0        |             | 2,9          | 3,6         | 2,2         | 2,5      | 2,3  | 2,2      |
| Lakossági fogyasztás*                         | 2,1        | 3,8         | 2,4          | 1,5         | -0,9        | -0,9     | 0,0  | 0,5      |
| Állóeszköz-felhalmozás*                       | 6,7        | 5,6         | 4,2          | 1,1         | 2,1         | 2,3      | 4,3  | 4,3      |
| Belföldi felhasználás*                        | 0,8        | 1,4         | 0,9***       | 1,7***      | 0,0***      | 0,5***   | 1,4  | 1,6      |
| Export*                                       | 10,7       | 11,6        | 15,7         | 15,9        | 9,8         | 12,1     | 9,1  | 10,2     |
| Import*                                       | 6,5        | 6,8         | 12,1***      | 12,3***     | 7,4***      | 9,4***   | 8,4  | 9,0      |
| GDP*                                          | 4,1(4,3)** | 4,2 (4,4)** | 3,9          | 3,9 (4,0)** | 2,5         | 2,5      | 2,4  | 2,6      |
| Folyó fizetési mérleg hiánya <sup>2</sup>     |            |             |              |             |             |          |      |          |
| A GDP százalékában                            | 6,8        | 6,8         | 7,1***       | ↓           | 5,5***      | ↓        | 4,3  | ↓        |
| Milliárd euróban                              | 6,0        |             | 6,2***       | ↓           | 5,2***      | ↓        | 4,3  | ↓        |
| Külső finanszírozási igény <sup>2</sup>       |            |             |              |             |             |          |      |          |
| A GDP százalékában                            | 6,0        | 5,9         | 6,0***       | ↓           | 4,1***      | ↓        | 2,6  | ↓        |
| Munkaerőpiac                                  |            |             |              |             |             |          |      |          |
| Versenyszféra bruttó átlagkereset             | 6,9        |             | 8,3          | ↑           | 7,3         | ↔        | 7,0  | ↔        |
| Versenyszféra foglalkoztatottság <sup>3</sup> | 0,3        |             | 1,6          | ↔           | 0,3         | ↔        | 0,5  | ↔        |
| Lakossági reáljövedelem                       | 3,6****    |             | 2,5          | ↓           | -3,8        | ↓        | 1,7  | ↑        |

<sup>1</sup>Az általunk előrejelzett mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azéval. <sup>2</sup>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. <sup>3</sup>A KSH munkaerő-felmérése szerint.

\* A nemzeti számlák számítási módszertanában a tavalyi év végén egyidejűleg végrehajtott módszertani és adatrevíziók következtében a GDP egészére, valamint annak tételeire adott 2006. novemberi, illetve aktuális előrejelzéseink közvetlenül nem összehasonlíthatóak. (Bővebben lásd: A nemzeti számlákban végrehajtott módszertani és adatrevíziók hatásai című keretes írást.)

\*\* Zárójelben a naptári hatással korrigált adatok szerepelnek.

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

\*\*\*\* MNB-becsles.

↑ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2006. novemberi inflációs jelentéshez képest magasabb előrejelzés irányába mutat.

↓ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2006. novemberi inflációs jelentéshez képest alacsonyabb előrejelzés irányába mutat.

↔ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2006. novemberi inflációs jelentésben publikált előrejelzésnek közel megfelelően alakul.

# 1. Legfrissebb makrogazdasági fejlemények<sup>1</sup>

## 1. 1. A GDP-növekedés enyhén lassult

A magyar gazdaságot 2006 közepén stabil, bár az elmúlt két év átlagánál némileg alacsonyabb növekedési ütem jellemezte. A harmadik negyedévben a GDP 3,9 százalékkal nőtt 2005 azonos időszakához képest, ami közel esik a potenciálisnak tekintett bővülési ütemhez. Hosszabb távra visszatekintve a harmadik negyedévi GDP-adat összhangban van a növekedés ütemének fokozatos mérséklődéséről korábban kialakított képünkkel.<sup>2</sup> Az említett időszakban folytatódott az a már korábban is megfigyelt tendencia, hogy a lassulás a növekedési szerkezet átalakulásával jár együtt. A gyakorlatilag stagnáló belföldi felhasználás mellett a növekedés hajtóerejét a nettó export bővülése jelentette. Mindez változásokkal párosult a termelés szerkezetében is: a feldolgozóipar súlya növekedett, míg az építőipar teret veszített.

### 1-1. keretes írás: A nemzeti számlákban végrehajtott módszertani és adatrevíziók hatásai

A KSH a 2006. harmadik negyedévi GDP publikációját megelőzően számos módosítást hajtott végre a nemzeti számlák számításának gyakorlatában, aminek legfőbb célja a magyar statisztikai gyakorlat EU-harmonizációjának megvalósítása, és ezzel az adatok nemzetközi összehasonlíthatóságának elősegítése. A módosítások<sup>3</sup> egy része rutinszerű adatrevízió volt, míg a másik része módszertani változás, mely egyben a növekedés ütemét is jelentősen befolyásolta. Ez utóbbiak közül statisztikai szempontból legfontosabbnak az ún. láncindexálás bevezetése tekinthető, az alábbi elemzésünk ezt mutatja be röviden.

A GDP és tételei volumennövekedésének mérése a korábbi gyakorlat szerint, ún. *báziséri* súlyokkal történt. Ennek lényege, hogy valamely aggregátum (pl. fogyasztás, beruházás, GDP stb.) volumenét, illetve annak növekedési ütemét a részaggregátumokból egy bázisév (az utóbbi évek adatközléseinek alkalmával ez a 2000-es év volt) folyó áron számított súlyrendszerét felhasználva számítható ki. A gazdaság teljesítményének ilyen típusú mérése mindaddig a növekedés torzítatlan mérőszámának tekinthető, amíg sem a gazdaság szerkezete, sem a különböző termékek, illetve szektorok egymáshoz viszonyított relatív árai időben nem mozdulnak el érdemben. Figyelembe véve a technológiák gyors fejlődését, illetve a gazdasági struktúrák megváltozását e feltétel még rövidtávon is egyre kevésbé teljesül. Emiatt időben távolodva a bázisévtől, az aggregálásnál felhasznált súlyrendszer (amit a korábbi módszer szerint jellemzően 5 évente került aktualizálásra) egyre kevésbé jellemzi a gazdaság aktuális szerkezetét, azaz egyre jelentősebb torzítást eredményezhet a növekedési mutatók számításakor.

E probléma hatásait jelentősen csökkenti az ún. *láncindexálás* bevezetése. A módszer lényege, hogy az aggregálást nem a bázisév súlyain, hanem az előző év súlyain végezzük el, így megszűnik a gazdaság szerkezetében bekövetkezett változások miatti torzítás. Hátránya ugyanakkor, hogy az ily módon kapott idősor (előző évi átlagáron számított adatok) időben elveszítik összehasonlíthatóságukat, hiszen az egymást követő évek adatainak változásai a volumenek megváltozása mellett az árhatásokat is tartalmazzák. Amennyiben elemzési célra egy fix áras reál idősort szeretnénk használni, akkor azt egy választott referenciaév adatainak és láncindexált módon számított volumennövekedések szorzataként

<sup>1</sup> Elemzésünk a 2007. február 19-ig beérkezett információk alapján készült.

<sup>2</sup> Ezt megerősíti a legfrissebb előzetes GDP-növekedési adat, amely szerint a negyedik negyedévben tovább lassult a dinamika: a bruttó hazai termék mindössze 3,4 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva.

<sup>3</sup> A módosítások egy része csak a változatlan áras adatokat érintette (láncindexek alkalmazása, kormányzati szektor tevékenységének közvetlen volumenmérése), míg egy nagyobb csoportja pedig mind a folyó áras, mind a változatlan áras adatokat is (FISIM számítás fejlesztése, illegális tevékenységek elszámolása, külkereskedelmi forgalmat érintő módszertani változások, értékcsökkenés elszámolásának módosítása, rutinszerű adatkorrekciók). A változások ez utóbbi csoportjáról részletesebb képet kaphatunk a KSH *Bruttó hazai termék 2005 (előzetes adatok II.)* című kiadványában. A folyóáras adatokat érintő változások hatása a GDP szintjére a 2001-2005 közötti időszakban átlagosan +1,6 százalék volt.

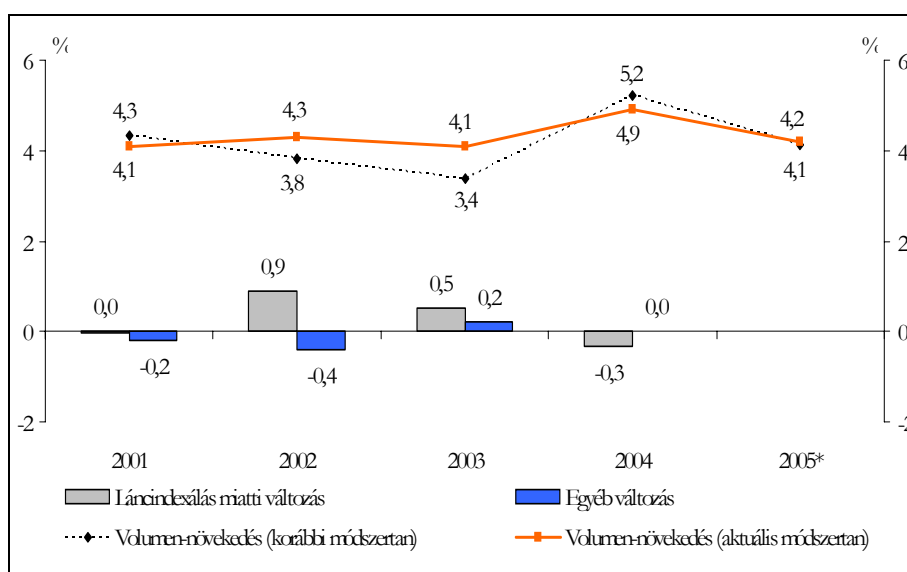


képezhetjük. Ez esetben azonban az így kapott idősor – a referencia, illetve az azt követő évet leszámítva – elveszíti azon tulajdonságát, hogy bármely időszakra a részkomponensek összege pontosan kiadja a vizsgált főkomponenst (jelen esetben a GDP-t). Ennek oka pontosan az, hogy a volumennövekedések számításainál használt súlyrendszer (előző évi árakon számított), illetve a referenciaév súlyai eltérőek.

Összességében megállapíthatjuk, hogy az új módszertan legfőbb előnye, hogy jobban leképezi a gazdaság aktuális szerkezetét, ugyanakkor – főleg elemzési szempontból – hátránya, hogy egyrészt az előző évi átlagáron számított idősorok időben nem összehasonlíthatóak, másrészt a képzett volumen (reál) idősorok elveszítik additivitásukat.

A láncindexálás módszertanának bevezetése – figyelembe véve a magyar gazdaságban az elmúlt években lezajlott gyors szerkezeti változásokat – érdemben növelte a gazdasági növekedést. A bevezetőben említett módszertani változtatások a 2001-2004 közötti időszakban átlagosan 0,15 százalékponttal emelték a gazdaság növekedési ütemét, amely növekedési többletből mintegy 0,3 százalékpontot okozott önmagában a láncindexálásra történő áttérés, amit az egyéb változtatások hatásai csak részben ellensúlyoztak.

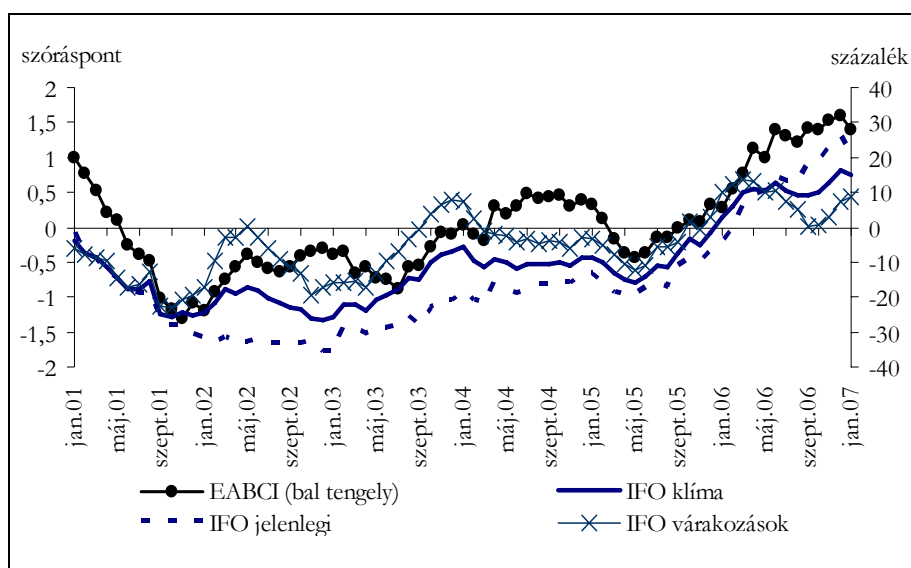
**1-1. ábra: Gazdasági növekedés Magyarországon (2001-2005)**



## 1. 2. A vátrnál élénkebb külső konjunktúra

A külső konjunktúrakilátások novemberi jelentésünk óta számottevően javultak. A korábbinál pozitívabb megítélésről tanúskodik, hogy több német gazdaságkutató, illetve az Európai Bizottság is jelentősen fölfelé revideálta a német gazdasági növekedésre adott előrejelzését. A külföldi konjunktúraindikátorok alakulása szintén azt erősíti meg, hogy a külső konjunktúra lendülete a korábbinál tartósabb lehet. Ez az erős külső kereslet tükröződik az ipari termelés volumenének november-decemberi növekedésében is, és a korábban várt lassulás helyett továbbra is igen kedvező nemzetközi konjunktúrakilátások arra utalnak, hogy az ipari termelés dinamikája erőteljesebb lehet, mint azt korábban feltételeztük. Ezzel együtt az ipari termelési, exportrendelési adatok azt sejtetik, hogy a külső konjunktúra a múltban megfigyeltnél mérsékeltebb hatást gyakorol a magyar feldolgozóiparra.

1-2. ábra: Az euroövezet (EABCI) és Németország (IFO) üzletiklíma-indexe



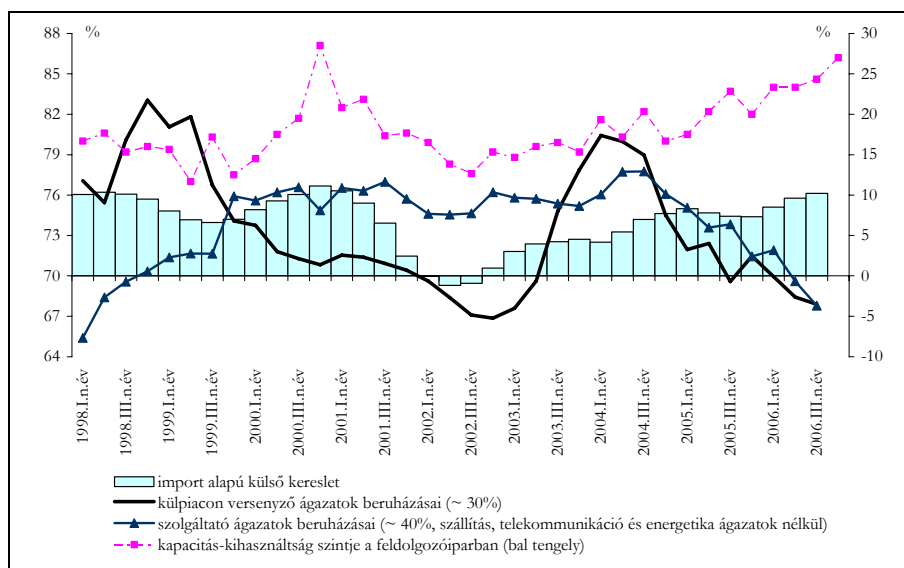
A meglepően tartósan bizonyuló nemzetközi konjunktúra tovább erősítette az export lendületét a harmadik negyedévben, az import alacsonyabb növekedése ugyanakkor a tavalyi év egészéhez hasonlóan a belföldi felhasználás általánosabb visszaesésével függött össze. Az export és az import dinamikája közötti szétválás az export és az import szintjét jelentősen közelítette egymáshoz, így az áruk és szolgáltatások egyenlege 2006-ban közel semlegessé vált. A negyedik negyedéves külkereskedelmi termékforgalmi adatok alapján megállapítható, hogy az áruexport lendülete a 2006-os év folyamán mindvégig töretlen volt, és dinamikája meghaladta az importét.

### 1. 3. Visszaesés a beruházási aktivitásban

Az éves beruházási indexek immár két negyedéve visszaesést jeleznek, amire az elmúlt tíz évben nem volt példa. Míg a belső kereslet által meghatározott szektorok beruházásai nagyjából megfeleltek a várakozásainknak, az exportra termelő vállalatok esetében meglepetést okozott, hogy az erős külső kereslet és a magas kapacitáskihasználtság ellenére a második negyedévben visszaeső beruházási aktivitást nem követte korrekció a harmadik negyedévben sem. A csökkenő beruházások okait egyelőre bizonytalanság övezi – mind a külső konjunktúra tartósságával kapcsolatos esetleges aggodalom, mind a hazai makrogazdasági, szabályozási és adózási környezet kedvezőtlen irányú változása, a gyakori változtatásokból fakadó bizalmatlanság szerepet játszhatnak a beruházási kedv visszafogásában.<sup>4</sup> A hazai tényezők relevanciáját alátámasztja az is, hogy a közép-kelet-európai régió többi országában nem tapasztaltak hasonló visszaesést a beruházásokban. Mindez az ipari exportrendelésekkel együtt megerősíti azt a képünket, hogy a kedvező nemzetközi konjunktúra a korábbiaknál csak kisebb hatást gyakorol a magyar gazdaságra.

<sup>4</sup> Felmerül, hogy a hazánkba beáramló külföldi működőtőke beruházások 2006-os dinamikus növekedése cáfolhatja az országspecifikus tényezők jelenlétére vonatkozó hipotézist. Figyelembe kell azonban venni, hogy a vállalati beruházásoknak csak egyik lehetséges forrása a külföldi működőtőke, és e két tényező közötti kapcsolat az elmúlt években igen laza volt.

**1-3. ábra: Beruházás, külső kereslet és kapacitáskihasználtság**  
(éves átlagos volumenindexek)



#### 1. 4. Lassuló fogyasztási kereslet

A közelmúltban beérkezett információk alátámasztják a külső és a hazai kereslet dinamikájának szétnyílásáról alkotott képünket. 2006 harmadik negyedévében folytatódott a lakossági fogyasztás igen mérsékelt növekedése a 2004-2005-ös évek erős dinamikájához viszonyítva. Miközben az év közepétől az erősen romló lakossági várakozások fékezik a fogyasztási keresletet, a harmadik negyedévben ezt részben ellensúlyozhatta a megújuló hitelfelvételi kedv és az erőteljes bérkiáramlás is, bár ez utóbbi a jelek szerint részben átmeneti tényezőkhöz, például a munkát terhelő adók növekedése miatt előrehozott kifizetésekhez köthető.

A kiskereskedelmi forgalom október-november havi alakulása már határozottan megerősíti azt az előzetes várakozásunkat, hogy a negyedik negyedévben a kiskereskedelmi értékesítések bővülése érdemben lassult 2006 első félévéhez képest. A termékek széles körében megfigyelhető kiskereskedelmi forgalom-mérséklődés mögött már vélhetőleg a végrehajtott egyensúlyjavító intézkedések vásárlóerőre gyakorolt negatív hatása állhat. Részben ellensúlyozhatja a kormányzati intézkedések fogyasztásra gyakorolt negatív hatását a döntően a jelzálogalapú devizahitelek iránti élénk kereslet, amely a fogyasztás kisimítására való törekvést tükrözheti.

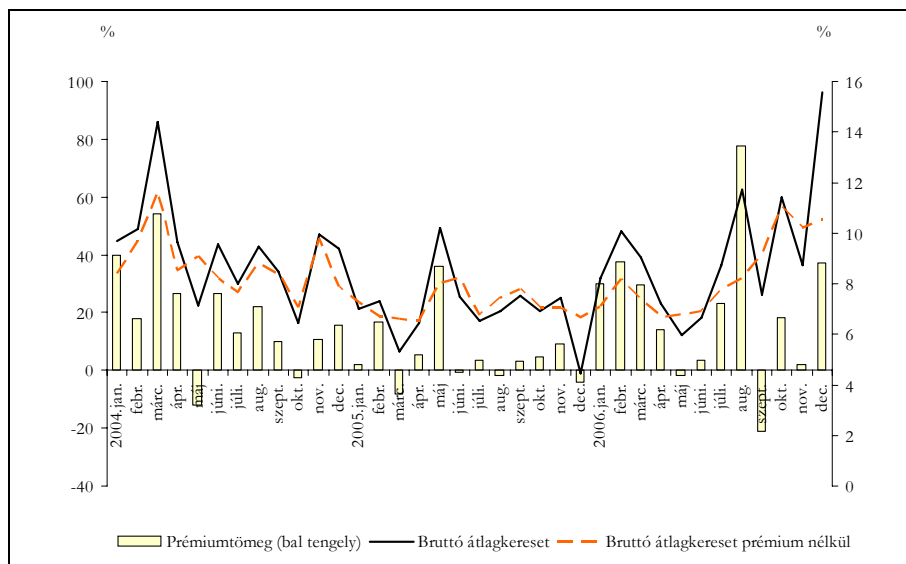
#### 1. 5. Lazuló munkaerőpiac mellett tartósan magas bérdinamika

2006 novemberében a bruttó átlagkeresetek 8,6 százalékkal emelkedtek az egy évvel korábbi szinthez képest a versenyszférában. A beérkező adatok a novemberi jelentésben előrejelzetnek nagyjából megfelelően alakultak, vagyis a bérdinamika továbbra is erősnek mondható. A továbbiakban azonban a bérnyomás tekintetében nem várunk komolyabb erősödést, de jelentősebb visszaesést sem. A február elején megkötött OÉT megállapodás (versenyszféra bruttó béremelésére a munkaadók és szakszervezetek által elfogadott 5,5-8 százalékos sáv) is összhangban lehet prognózisunkkal, amennyiben a sáv alsó széléhez lesz közel. Figyelembe véve azonban, hogy az elmúlt években a tényleges béremelkedés mértéke rendre meghaladta az OÉT ajánlást a béralakulás felfelé irányuló kockázatot jelent előrejelzésünkben.

Az augusztus-szeptemberi adatok alapján úgy tűnt, hogy a nyár folyamán felerősödő bérkiáramlás nem az általános bérnyomás jele, hanem a szabályozási változásokból adódó előrehozott prémiumkifizetésekkel függ össze, és a munkajövedelmet terhelő adók januári további emelése

miatt nem zárható ki, hogy az év végén hasonló folyamatoknak leszünk tanúi.<sup>5</sup> A rendszeres kifizetések stabilan erős növekedése ugyanakkor már a várakozások megemelkedéséről tanúskodhat, bár ebben szerepet játszhat a színlelt szerződések növekvő arányú megszüntetésének („kifehéredés”) mérést torzító hatása is.

**1-4. ábra: A versenyszféra bérinflációja**  
(éves növekedési indexek)



A korábbi évek tapasztalatai szerint a szektorális bérdinamika igen nagy volatilitást mutat, ezért értékelésüknél nagyfokú óvatosságra van szükség. Megállapítható ugyanakkor, az utóbbi hónapokban a versenyszféra két ágazatcsoportja viszonylag élesebben vált el egymástól a bérdinamika tekintetében. Míg a feldolgozóiparban (a gépipar kivételével) általában csökkent a bérek növekedési üteme, a szolgáltató ágazatok esetében – a pénzügyi szolgáltatások kivételével – magas vagy fokozódó kereseti dinamikát láthatunk.<sup>6</sup> A jelenség különösen figyelemreméltó, tekintettel arra, hogy a szolgáltatások számára kedvezőtlen keresleti feltételeket teremt a belföldi felhasználás növekedésének lassulása, míg a feldolgozóipar továbbra is erős (külső) kereslettel szembesül, és gyors termelékenységnövekedés jellemzi.

Ami a versenyszféra létszámalakulását illeti, az aggregált aktivitás előrejelzésünknek megfelelő ütemben nőtt 2006 negyedik negyedévében, azonban ez a foglalkoztatottság bővülése mellett a munkanélküliek számának emelkedésével párosult. Az, hogy a magas bérdinamika egy fokozatosan lazuló munkapiaci környezetben bontakozik ki, utalhat arra is, hogy az egyensúlyjavító intézkedések inflációgerjesztő hatása részben az inflációs várakozásokat is emelte.

## 1. 6. Várakozásokkal összhangban emelkedő infláció

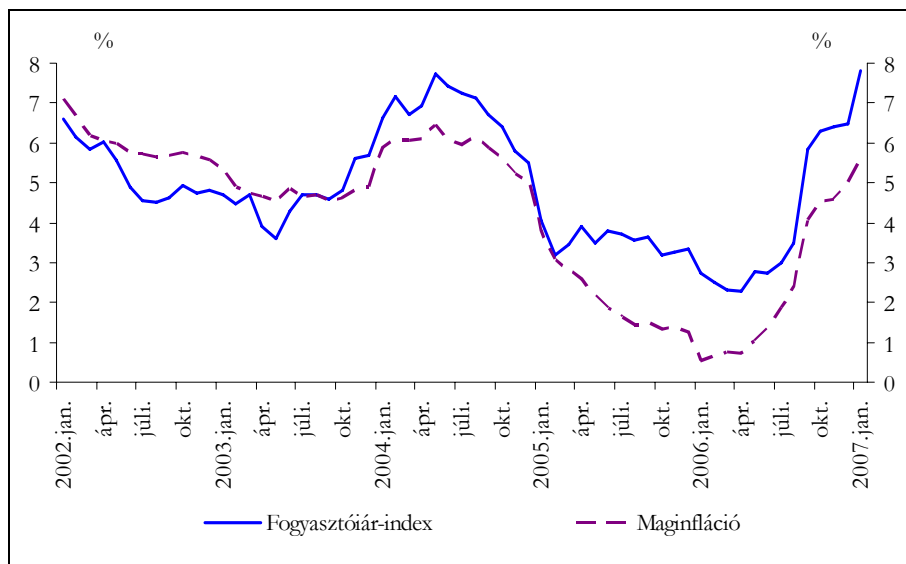
A negyedik negyedévben novemberi előrejelzésünknek megfelelően gyorsult a fogyasztói árak növekedési üteme: az egy évre visszatekintő fogyasztóiár-index 6,5, a maginfláció 5 százalékot tett

<sup>5</sup> Az előrejelzési információs halmazunk lezárása (2007. február 19.) után beérkezett versenyszférabeli bér adatok, illetve a kormány és a közszolgálati szakszervezetek közötti megállapodásról érkezett hírek egyaránt az előrejelzési alappályánál magasabb bérdinamika-kockázat irányába mutatnak.

<sup>6</sup> A regisztrált bérek gyorsuló növekedése a nem pénzügyi szolgáltató szektorban összefügghet a színlelt szerződések „kifehéritésével” is, amik éppen ezekben az ágazatokban lehetettek különösen elterjedtek. Bár valószínűsíthető, hogy a kifehéredés során mind a munkáltató költsége nő, mind a munkavállaló rendelkezésre álló jövedelme csökken, annyi állítható, hogy a kifehéredés valós mértékétől függően a bér adatok valamelyest eltúlozzák a bérekből fakadó tényleges keresleti és költségnyomást.

ki. Az indirektadó-emeléstől megtisztított, szezonálisan igazított rövidbázisú maginflációs mutató – amely jól megragadja a trendinflációs folyamatokat –, az utolsó negyedévben már nem gyorsult tovább, ami szintén összhangban volt várakozásainkkal.

**1-5. ábra: A fogyasztóiár-index és a maginfláció**  
(előző év azonos időszakához képest)

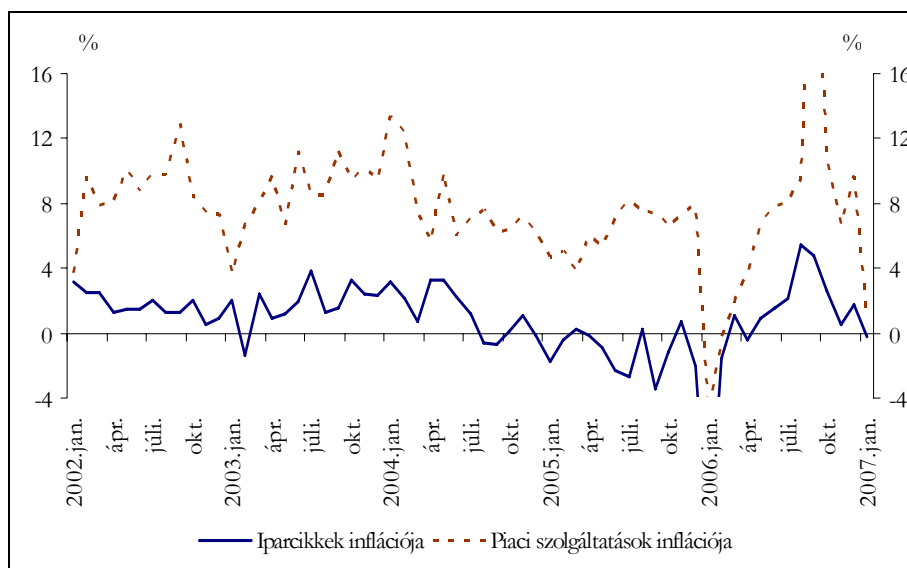


Az infláció emelkedése 2006 utolsó negyedévében széles körben megfigyelhető volt. Ami a maginfláció egyes tételeit illeti, az iparcikkek árszintje a korábbi csökkenés után a tavalyi év második felében emelkedést mutatott. Az árfolyamnak az iparcikk-inflációra gyakorolt késleltetett hatásából következően az augusztus óta megfigyelt felértékelődés csak az utolsó hónapokban tükröződött az iparcikk-infláció mérséklődésében. A piaci szolgáltatások körében az indirektadó-változtatások okozta kilengések után az infláció a negyedik negyedévben a korábbi évekre jellemzőnél magasabb, 8 százalékhoz közeli szinten állt. A feldolgozott élelmiszerek esetében kiugróan magas árnövekedést a fentiekén kívül magyarázhatja a feldolgozatlan élelmiszerek felől érkező költségnyomás, és az EU-csatlakozás és a globális tényezők árleszorító hatásának kifutása is.

## 1-2. keretes írás: A januári inflációs adat értékelése

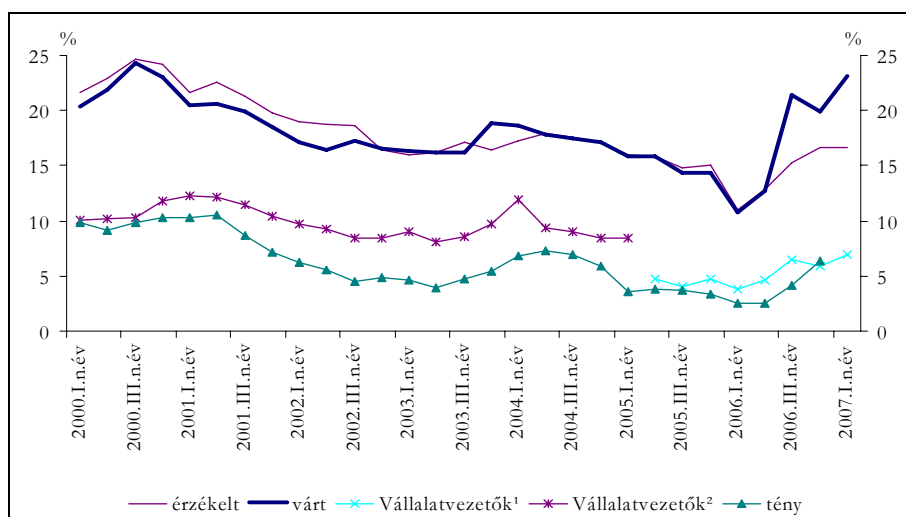
A 2006 második felében megugró inflációval kapcsolatos egyik legfontosabb kérdés annak eldöntése volt, hogy az emelkedő infláció mennyiben tekinthető tartósnak, illetve átmenetinek. Miközben egyhavi adatból csak korlátozott következtetéseket lehet levonni, a januári fogyasztói árindex, különösen a maginfláció alakulása inkább azt a forgatókönyvet valószínűsíti, amely szerint a 2006 közepén felerősödő inflációs nyomás nagyobb részt átmeneti jellegű volt. A januári adatok szerint egyrészt a külkereskedelmi forgalomba kerülő javak – iparcikkek és feldolgozott élelmiszerek – inflációja mutatott érdemi lassulást, ami arra utalhat, hogy az euro-forint árfolyam gyengülésén túli egyéb tényezők is csak átmenetileg emelték az inflációt. Másrészt a piaci szolgáltatásoknál is deflációt figyelhattunk meg, különösen a trendfolyamatokat jobban megragadó rövidbázisú indexek esetében. Ezt az adatot azonban annak fényében célszerű értékelni, hogy a piaci szolgáltatások inflációjának időszora meglehetősen zajos, így a szezonális igazítás is további bizonytalanság forrása.

**1-6. ábra: Az iparcikkek és a szolgáltatások inflációja**  
(szezonalisan igazított évesített egyhavi növekedés)



A lakossági inflációs várakozások a 2006 közepén megfigyelt jelentős emelkedés után tartósan magas, 6 éve nem látott szinten állnak. Ebben feltehetően szerepe lehet a jelenlegi magas inflációs rátáknak, ugyanis a lakossági inflációs várakozások feltűnően erős statisztikai kapcsolatot mutatnak az aktuális inflációval, ami a visszatekintő várakozások meghatározó súlyára enged következtetni. Ugyanakkor az is megfigyelhető, hogy az érzékelt és a várt infláció 2006 közepe óta jelentősen szétért, és a két idősor közötti rés az idei év elején is fennmaradt, ami a várakozások tényleges megemelkedésére utalhat. A vállalati felmérés a várakozásoknak egy jóval alacsonyabb szinten mozgó, de szintén emelkedő tendenciáját rajzolja ki.

**1-7. ábra: Inflációs várakozások<sup>7</sup>**



Forrás: Tárki, <sup>1</sup>Medián, <sup>2</sup>Tárki

<sup>7</sup> A felmérés során a következő kérdésekre kell válaszolni: Ön szerint hány százalékkal nőttek/csökkentek az árak az elmúlt 12 hónapban, illetve százalékkal nőnek/csökkennek majd az árak a következő 12 hónapban?

## 2. Reálgazdasági és inflációs kilátások

### 2. 1. Továbbra is határozott lassulást várunk a GDP-növekedésben

Alappályánkban, ami a január hónap átlagán rögzített árfolyammal és kamattal, illetve a novemberben előrevetített fiskális pálya alapján készült (lásd az 2-1. táblázat), a novemberi jelentéshez hasonlóan a konjunktúra határozott lassulását prognosztizáljuk, és arra számítunk, hogy a hazai bruttó hozzáadott-érték a következő két év folyamán a potenciális szint alá kerül.

2-1. táblázat: Főbb feltevéseink változása a novemberi jelentéshez képest\*

|                             | 2006. november |       | Aktuális |       | Változás |        |
|-----------------------------|----------------|-------|----------|-------|----------|--------|
|                             | 2007           | 2008  | 2007     | 2008  | 2007     | 2008   |
| Jegybanki alapkamat (%)**   | 8.00           | 8.00  | 8.00     | 8.00  | 0,0***   | 0,0*** |
| Forint/euro árfolyam        | 267,3          | 267,3 | 253,8    | 253,8 | -5.0     | -5.0   |
| Dollár/euro árfolyam (cent) | 126,2          | 126,2 | 130.0    | 130.0 | 3.0      | 3.0    |
| Brent olajár (dollár/hordó) | 64,8           | 67,2  | 57,2     | 60,7  | -11.8    | -9.7   |
| Brent olajár (forint/hordó) | 13722          | 14228 | 11157    | 11845 | -18.7    | -16.7  |

\* Éves átlagok, a 2007. januári átlagos árfolyamok, illetve határidős olajárpálya alapján.

\*\* Év végi értékek.

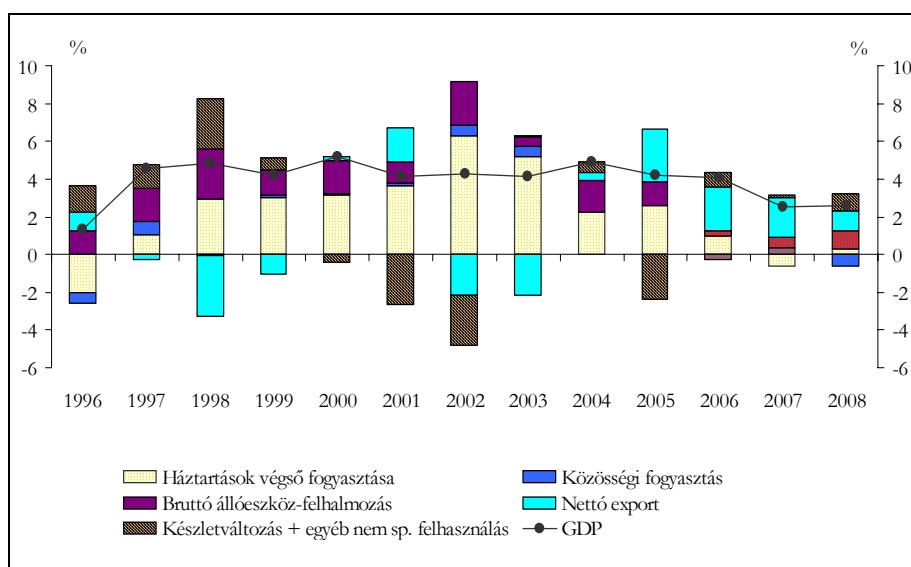
\*\*\* Százalékpontos eltérés.

A GDP egyes tételeit tekintve novemberi pályánkhoz képest, a korábbinál tartósabbnak mutakozó exportpiaci konjunktúra hatására megemeltük a nettó exportra adott előrejelzésünket, bár a kedvezőbb külső kereslet hatását némileg ellensúlyozza az erősebb reálárfolyam. A fogyasztás-előrejelzésünket 2008-ra a mérséklődő infláció reáljövedelmekre gyakorolt hatásának köszönhetően némileg megemeltük. Végül, megítélésünk szerint a jelenlegi helyzetben a beruházások alakulása a GDP-beli súlyánál is nagyobb befolyást gyakorolhat a kilátásokra. Miközben a belföldi felhasználás lassulásával összhangban az elsődlegesen belföldre termelő szektorok beruházási aktivitásának stagnálására számítunk, a külföldre termelő ágazatok esetében a beruházás visszafogott mértékű emelkedését várjuk. A szerényebb beruházási aktivitás feltehetően azt is eredményezi, hogy az erős külpiazi konjunktúra csak korlátozottabb mértékben fejtheti ki hatását a magyar gazdaság növekedésére.

E tényezők eredményeként novemberhez képest a frissítés elmozdulást jelent egy némileg gyorsabb növekedési pálya irányába, mindazonáltal 2008 végéig nem várható érdemi élénkülés, az éves növekedési index a jövő év végén sem haladja meg a 3 százalékot. A reálgazdasági pálya változásainak számszerűsítését lehetetlenné teszi a KSH módszertani revíziója, melynek következtében a korábbi növekedési ütemek nem vethetők közvetlenül össze az új módszertan szerint készült előrejelzésekkel (a GDP-módszertan változásának részleteit lásd az 1-1. keretes írásban).

A következő két évben a növekedés szerkezetének további átrendeződését várjuk. Míg 2007-ben a nettó export hozzájárulásával szemben áll a gyenge beruházási aktivitás, valamint a csökkenő lakossági és közösségi fogyasztás, 2008-ra már kiegyenlítettebb növekedési szerkezetet prognosztizálunk. Bár a költségvetés részéről továbbra is negatív keresleti hatással számolunk, a kissé emelkedő fogyasztás és – az EU-alapokból származó források igénybevételeivel – a beruházások élénkülése megemeli a belföldi felhasználás hozzájárulását a 2008-as GDP-növekedéshez.

**2-1. ábra: Az egyes tényezők hozzájárulása a GDP-növekedéshez**  
(éves változás alapján)



## 2. 2. Külső egyensúlyi prognózisunk kismértékben javult

Korábbi várakozásunkkal ellentétben 2006-ban a külső egyensúlyhiány becslésünk szerint enyhén mérséklődött. A külső finanszírozási igény csökkenése elsősorban a konszolidált államháztartás vártnál alacsonyabb finanszírozási igényéhez, valamint a külső konjunktúra kedvező alakulásához köthető. Ennek ellenére a folyó fizetésimérleg-hiány jövőbeli alakulásával kapcsolatban kialakított képünk csak kismértékben változik. Az államháztartás 2006-os finanszírozási igényének alacsonyabb mértéke – mely nagyrészt egyszeri tételekhez köthető – nem befolyásolja a 2007-2008-as hiánypályára vonatkozó prognózisunkat. Korábbi előrejelzésünkkel összhangban arra számítunk, hogy 2007-2008-ban a költségvetési kiigazítás keresletszűkítő hatásának közel kétharmada a külső finanszírozási igény mérséklődésében fog lecsapódni. A vállalati beruházások 2006-ban tapasztalt visszaesése azonban azt valószínűsíti, hogy a magánszektor finanszírozási képessége a korábban vártnál magasabb lehet, így az előrejelzési horizonton enyhe, az alacsonyabb külső finanszírozási igény irányába mutató kockázatot érzékelünk. Hosszabb távra előretekintve azonban kedvezőtlen, ha a külső egyensúly javulásához az alacsonyabb beruházások is hozzájárulnak.

## 2. 3. Infláció: ellentétes hatások 2007-ben és 2008-ban

Inflációs előrejelzésünket a reálgazdasági pálya, a beérkező információk, illetve alapfeltevéseink változása következtében a 2007-es évre fölfelé, 2008-ra azonban jelentősen lefelé módosítottuk, így 2008-ra az inflációs cél közelébe került az előrejelzés. Az inflációs pályára a legnagyobb mértékben a novemberi előrejelzésben használthoz képest lényegesen erősebb árfolyamfeltevés, valamint a szabályozott árak emelésének időzítéséről és mértékéről szóló új információk hatottak. A reálgazdasági kilátások és a nominális folyamatok alapján a novemberben vázolt pályán van a gazdaság: az elmúlt hónapokban nem érkezett be olyan új információ, amely az inflációs jelentéshez képest – az alapfeltevések hatásán túl – érdemben befolyásolná az infláció jövőbeli alakulásáról alkotott képünket.



Számításaink szerint a novemberi jelentés óta felértékelődött euro-forint árfolyam 2008-ban érezteti majd leginkább hatását<sup>8</sup>. A fogyasztói árindex szintjén 2007-ben az 5 százalékkal erősebb árfolyamból, valamint az euróban kifejezve 10-15 százalékkal alacsonyabb olajár-feltevésünkből fakadó deflációs hatást több mint ellensúlyozza a regulált árak novemberi jelentésünkhöz képest nagyobb mértékű emelése, így a 2007-re adott inflációs előrejelzésünket megemeltük. A szabályozott árak emelkedése 1 százalékponttal magasabb inflációt okoz az idei évben, mint azt novemberben vártunk, és ez a tavasz folyamán több hónapig 9 százalék körül tetőző fogyasztói árindexet valószínűsít.<sup>9</sup> (A szabályozott árakra adott előrejelzésünk részleteit 2-1 keretes írás tartalmazza.) Ezt követően várható enyhe mérséklődés, majd ősztől indulhat meg erőteljes inflációs csökkenés, ami 2008 második felére a középtávú inflációs cél közelébe mérsékelheti a fogyasztói inflációt. Fontos megjegyezni, hogy 2008-ban már kifut a szabályozott árak emelésének inflációs hatása, így fokozatosan zárul a teljes árindex és a maginfláció közötti különbség.

**2-2. 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 |
|--------------------|-------------|--------------|---------------|--------------|-------------|--------------|---------------|--------------|
| Maginfláció        | 6,3         | 6,6          | 5,6           | 4,1          | 4,0         | 3,5          | 3,1           | 2,7          |
| Fogyasztói árindex | 8,6         | 8,8          | 7,2           | 5,1          | 4,0         | 3,4          | 3,0           | 3,0          |
| <b>Éves átlag</b>  |             |              |               |              |             |              |               |              |
| Maginfláció        | 5,6         |              |               |              | 3,3         |              |               |              |
| Fogyasztói árindex | 7,4         |              |               |              | 3,4         |              |               |              |

Előrejelzésünkben nem okozna érdemi változást, ha szabályalapú alapfeltevéseink helyett a januári Reuters felmérés árfolyam- és kamatvárakozásaival készítenénk el az inflációs előrejelzést. A piaci elemzők által idén év végére várt 256 Ft/€ árfolyam alapján inflációs előrejelzésünk kevesebb mint 0,1 százalékponttal lenne magasabb, a 2008-ra várt árfolyamerősödés alapján pedig alapelőrejelzésünknel marginálisan alacsonyabb infláció adódna.

**2-1. keretes írás: A szabályozott árak várt alakulása**

Az aktuális előrejelzésben a szabályozott árú termékek inflációját 2007-re 4,9 százalékkal magasabbra, 2008-ra pedig 1,9 százalékkal alacsonyabbra várjuk, mint a novemberi jelentésben. Ennek a fogyasztóiár-indexre vett hatása rendre 1,0, illetve -0,4 százalék. Ezen felül 2007-ben számolunk a vizitdíj bevezetésének fogyasztóiár-index növelő hatásával is, aminek mértékét 0,2 százalékra tesszük.<sup>10</sup>

A szabályozott árú termékek 2007-es inflációjára vonatkozó előrejelzés emelkedése mögött elsősorban a gyógyszerek, a tömegközlekedés és a távhő árának korábban feltételezettnél magasabb emelkedése áll.

A gyógyszerek közül elsősorban a támogatott gyógyszerek esetében számolunk jelentős áremelkedéssel. Számításaink szerint a támogatási kulcsok csökkenése a támogatott gyógyszerek térítési árát január közepétől több, mint 30 százalékkal emelhetné meg, azaz a teljes gyógyszerkörben mintegy 20 százalékos lehetett az áremelkedés.

<sup>8</sup> Az árfolyamerősödés és az olajárcsökkenés esetében a jelenlegihez hasonló mértékű elmozdulás következett be a 2006. novemberi és augusztusi előrejelzéseink között is. Fontos eltérés azonban a két helyzet között, hogy novemberben a kedvezőtlenebb munkapiaci folyamatok jelentős mértékben ellensúlyozták a deflációs hatásokat; ezzel szemben jelenleg nem változtattunk érdemben a munkapiaci folyamatokról korábban kialakított képünkön.

<sup>9</sup> Ezen túl számolunk a vizitdíjjal is, ami viszont módszertani okból a maginflációban jelenik meg.

<sup>10</sup> A vizitdíj elszámolását továbbra is bizonytalanság övezi. A lehetséges módszertani változatok 0,2-0,6 százalék közötti fogyasztóiár-index hatást eredményeznek. Aktuális előrejelzésünkben az általunk legmegalapozottabbnak vélt módszertan eredményével kalkuláltunk, ami egyébként a lehetséges változatok közül a legalacsonyabb fogyasztóiár-index hatást eredményezi. Ez egyben – mivel nem ismerjük, hogy a KSH végül mely módszertant választja – magasabb fogyasztóiár-index értékek kialakulásának kockázatát hordozza.

A tömegközlekedés esetében egyrészt számolunk a már részben megvalósult helyi tömegközlekedési áremelésekkel, másrészt a két ütemben (február és május) emelkedő távolsági közlekedési tarifákkal. Emellett figyelembe vettük, hogy májustól változik az utazási kedvezmények rendszere is.

Korábban a szabályozott árak körében a legnagyobb bizonytalanságot a gázár alakulásában láttuk. A gázár-kompenzációs rendszer részleteinek megismerése után fenntartjuk a 2007-re vonatkozó 23 százalékos áremelkedés feltételezését.

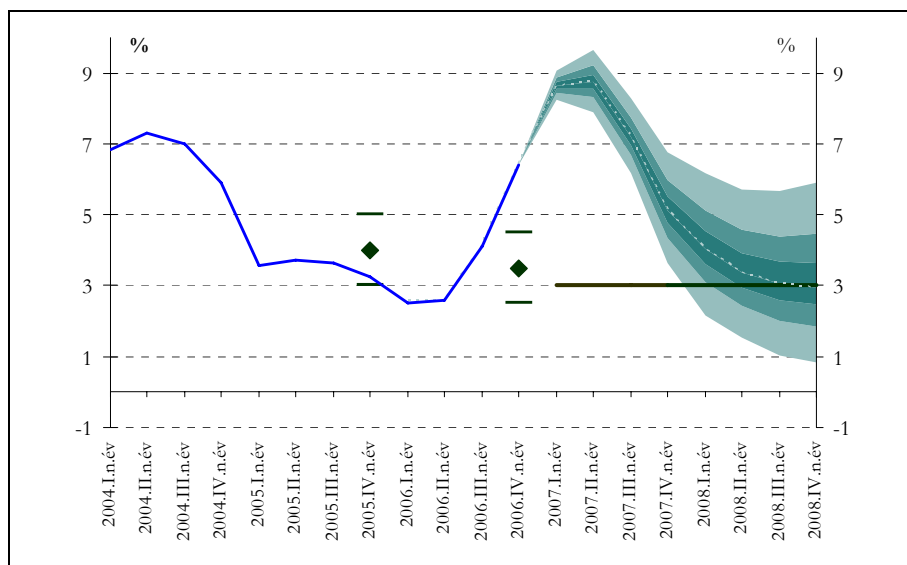
Ugyanakkor 2008-ra az aktuális előrejelzésben kisebb gázáremeléssel számolunk, mint novemberben, ami egyben a legfontosabb eleme a 2008-as szabályozott árváltozásokra vonatkozó feltevésünk csökkenésének. Mivel korábban nem ismertük a tervezett kompenzációs rendszer részleteit (pl. a támogatás elszámolásának módját), azzal számoltunk, hogy minden fogyasztónak az importárat kell megfizetnie, ami 2008 elejétől újabb 23 százalékos emelést indokolt volna. A kialakult támogatási rendszer ismeretében 2008-ra vonatkozóan jelenleg mintegy 10 százalékos áremelkedéssel számolunk.

## **2. 4. Enyhén fölfelé mutató inflációs és szimmetrikus növekedési kockázatok**

Hat olyan főbb kockázati tényezőt azonosítottunk, amelyek megvalósulása az alapelőrejelzéshez képest eltérő kimenetekhez vezethet. A novemberi jelentésben említett öt kockázati tényező, így az inflációs várakozások, a fogyasztássimítás mértéke, az aggregált kereslet dezinflációs hatása, a bejelentett kormányzati intézkedések tényleges megvalósulása, ezen belül a 2008-as közsférában tervezett bérfagyasztás és gázáremelés mértéke körüli bizonytalanság továbbra is fennmaradt, sőt kiegészült a vártnál tartósabbnak mutatózó külső konjunktúra körüli kérdőjelekkel.

Mint novemberben is, az inflációs kilátások esetében a bizonytalansági tényezők közül jelentőségében kiemelkedik az inflációs várakozások és ezek bérmegállapodásra gyakorolt hatása. A következő két évre nézve jelentős fölfelé irányuló kockázatot észlelünk ebből a forrásból, amit 2008-ban felerősít az állami bérfagyasztási tervek megvalósíthatósági kockázata. Az utóbbi kockázat erősödésének jele, hogy a költségvetési szervek az idei évben a saját forrásból származó bevételeiket is fölhasználhatják a bérek kifizetésekor. Ami a lefelé irányuló kockázatokat illeti, 2008-ban nagyobb valószínűséget tulajdonítunk annak, hogy az alapelőrejelzéshez képest inkább kisebb, mint nagyobb gázáremelés valósul meg, ami az alacsonyabb infláció irányába mutat. Mivel az elmúlt évtizedben nem került sor olyan nagymértékű visszaesésre a belső keresletben, mint azt az alappályában vázoltuk, jelentős bizonytalansági tényezőnek tekintjük a fogyasztás simításának mértékét, illetve az aggregált kereslet lassulásának dezinflációs hatását. Jelenleg nincs olyan információnk, amely alapján ezek a kockázatok az alappályához képest határozottan egyirányba mutatnának.

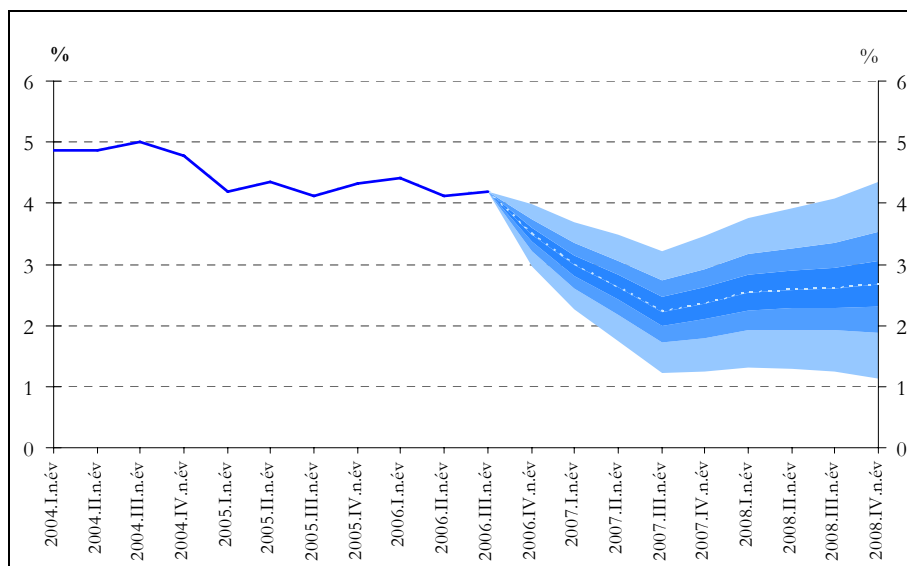
2-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája\*



\* 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 móduzt) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékot fed le. A 2006. év végi pont, illetve 2007-től a folytonos vízszintes vonal a meghirdetett inflációs célok értékeit mutatják.

A GDP előrejelzés körüli kockázatokat mindkét évben szimmetrikusnak látjuk. 2007-ben lefelé mutató kockázatot jelent, ha a háztartások nem lesznek képesek fogyasztásukat az alappályánkban foglalt mértékben simítani, ezt azonban ellentételezheti az alappályánál kitartóbb kedvező külföldi konjunktúra és egy, a bejelentettnél magasabb kormányzati bérkiáramlás. 2008-ban a külső kereslet már nem jelent addicionális felfelé irányuló kockázatot, de a másik két hatás így is megközelítőleg kioltja egymást.

2-3. 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 móduzt) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékot fed le.

### 3. A 2006-ra vonatkozó inflációs előrejelzéseink értékelése

Egy adott év lezárásaként hagyományosan megvizsgáljuk, hogy az arra az évre adott előrejelzéseink hogyan teljesültek, mennyire voltak pontosak. Az ilyen jellegű elemzésnek az a célja, hogy tanuljunk az elkövetett hibákból, jobban megértsük a gazdasági folyamatokat és ezáltal javítsunk előrejelzési képességünkön.

A 2006-os inflációra 2004 novembere óta összesen kilenc alkalommal adtunk előrejelzést.<sup>11</sup> A teljes időszakra jellemző volt, hogy számos, elsősorban költségoldali sokk érte a gazdaságot. Az idő előrehaladtával előrejelzéseinket egyre kevésbé a kereslet-kínálati összefüggések, inkább az egyedi sokkok hatásaira vonatkozó becsléseink dominálták. Mindazonáltal az említett időszak három jól elkülöníthető periódusra osztható: az első 2005 közepéig, a második 2006 közepéig tart, míg a harmadik az ezt követő időszakot fedi le.

Az első periódusban az inflációról alkotott képünket két tényező dominálta. Az egyik az éppen magunk mögött hagyott, elsősorban az indirekt adók emelése miatt bekövetkezett áremelkedési hullám, a másik az ezt követő meglepően gyors defláció. Ebben az időszakban hónapról hónapra várakozásunknál kedvezőbb inflációs adatok láttak napvilágot, aminek magyarázataként elsősorban az árupiaci verseny EU-csatlakozást követő erősödését, az importált infláció csökkenését és az inflációs várakozások mérséklődését jelöltük meg. Jelentős bizonytalanságot okozott ugyanakkor, hogy a fenti tényezők mennyiben átmenetiek, azaz milyen időtávon támogatják a deflációt.

2005 közepétől azonban ellentmondásossá váltak a folyamatok. Egyrészt a bejelentett adócsökkentési program rövid és középtávon még alacsonyabb inflációt valószínűsített. Másrészt – bár ezt előrejelzésünk során nem vehettük figyelembe – egyértelmű volt, hogy a tervezett makrogazdasági pálya fenntarthatatlan. Eközben a maginfláción kívüli tételek és az importált termékek áremelkedési üteme növekedésnek indult, ami hosszabb távon, a másodlagos hatásokon keresztül a maginfláció emelkedését vetítette előre.

2006 közepétől az inflációs folyamatokban éles fordulat következett be, ugyanis a kormány olyan stabilizációs program mellett döntött, ami közvetlen módon az infláció meredek emelkedéséhez vezetett. Ezen túlmenően – de részben a kormányzati intézkedések miatt – több, az infláció emelkedését eredményező folyamat bontakozott ki. Egyrészt az indirekt adók emelése későbbre tervezett áremeléseket hozhatott előre, másrészt alkalmat teremtett arra, hogy a közvetlenül nem érintett szektorokban is áremelkedések valósuljanak meg. Ezt támogathatta egyrészt az EU-csatlakozással összefüggésben felerősödő árupiaci verseny intenzív szakaszának kifutása, másrészt az inflációs várakozások emelkedése is. Emellett fokozta a költségoldali nyomást a gyengülő árfolyam és az emelkedő olajárak. A kormányzati intézkedések a munkapiacra is alkalmazkodási folyamatot indítottak el. A nominális bérek emelkedésnek indultak, az azonban még nem eldönthető, hogy ennek adó-optimalizálási oka van, vagy az inflációs várakozások játszanak ebben döntő szerepet. Összességében az év végére az infláció emelkedése általánossá vált.

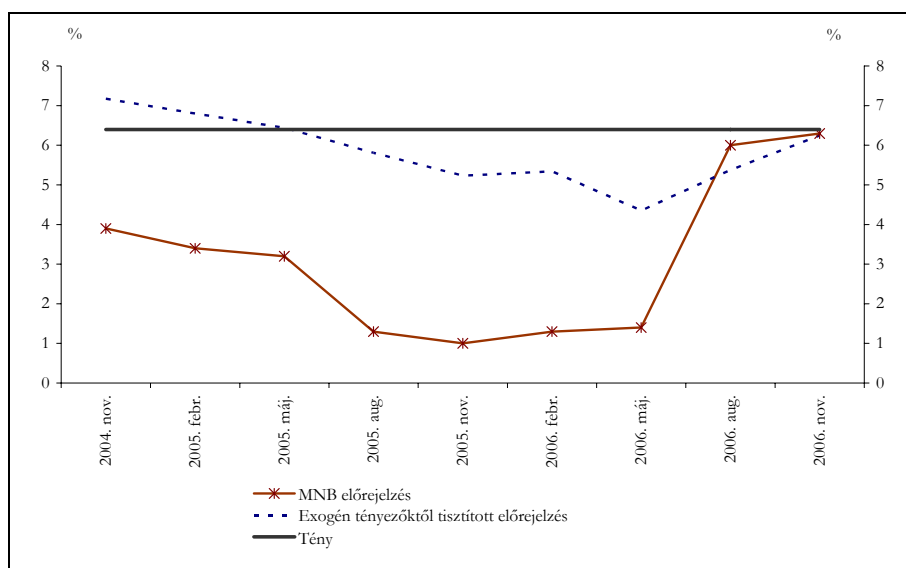
Ahogy a fenti elemzésből is látszik, az elmúlt két és fél évben a gazdaság állapotáról és működéséről alkotott képünk folyamatosan változott, és ez visszaköszön előrejelzéseink elemzésekor is. Az első periódusban az idei év végére vonatkozó előrejelzésünket fokozatosan csökkentettük 4 százalékról 3 százalékra. A második periódusban, 2005 közepétől prognózisunkat jelentősen tovább, 1 és 2 százalék közé mérsékeljük, döntően az áfakulcs csökkentés miatt. Itt

---

<sup>11</sup> Elemzésünk tárgya pontosabban a 2006 IV. negyedévi egy évre visszatekintő infláció. A választást az indokolja, hogy ez a mutató csak a 2006 során bekövetkezett áremeléseket ragadja meg (ellentétben az éves átlagos értékkel), másrészt az erre vonatkozó MNB előrejelzések folyamatosan elérhetőek voltak az egyes inflációs jelentésekben, szemben a decemberi egy évre visszatekintő indexekkel.

külön érdemes hangsúlyozni, hogy előrejelzéseink feltételesek, ami azt is jelenti, hogy előrejelzésünk során csak a megvalósult, illetve bejelentett kormányzati lépéseket vehetjük figyelembe. Ez még akkor is igaz, ha – amint azt 2006 közepéig minden alkalommal jeleztük is – az így felírt makrogazdasági pályát nem tartjuk fenntarthatónak. Végül a harmadik periódusban, a stabilizációs program bejelentése nyomán 2006 közepétől 6 százalékos fölé emeltük előrejelzésünket, amiben meghatározó szerepet az indirektadó-emelés és a szabályozott energiaár-emelések játszanak.

**3-1. ábra: A 2006 IV. negyedévi inflációra vonatkozó előrejelzés**  
(éves változás)

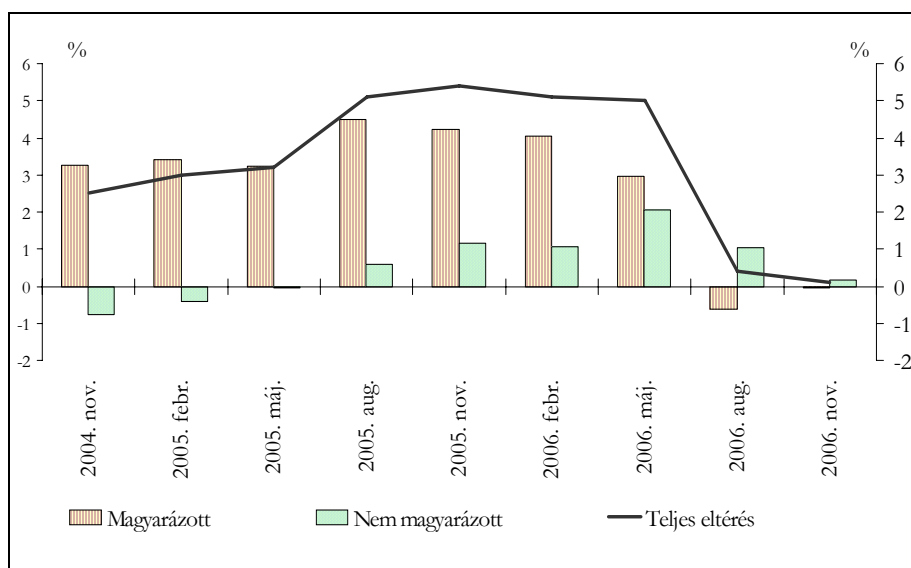


A tényadat (6,4) végül magasabb lett, mint azt bármikor korábban előre jeleztük. Az átlagos eltérés 3,3 százalékpont volt, nagy (2 százalékpontos) szórás mellett.<sup>12</sup> A fenti szám azonban semmit nem mond el előrejelzési modelljeink megbízhatóságáról, mivel előrejelzéseinket rögzített alapfeltevésekkel és az adott pillanatban rendelkezésre álló információk bázisán készítjük el. A tanulságok levonását egy olyan idősor teheti lehetővé, ami azt mutatja meg, hogy milyen előrejelzést adtunk volna, ha előre ismertük volna az előrejelzésünk során külső adottságként kezelt változók később megvalósult pályáját.<sup>13</sup> Az így kapott idősor (azaz az exogén tényezőktől tisztított) és a tényadat eltérése ragadja meg a modellezési hibát. Ennek a modellezési hibának az átlaga 0,5 százalékpont, azaz nagyságrendileg 15 százaléka az eredeti előrejelzés hibájának.

<sup>12</sup> Ez a hiba nagyságrendileg háromszorosa a korábbi években tapasztaltaknak.

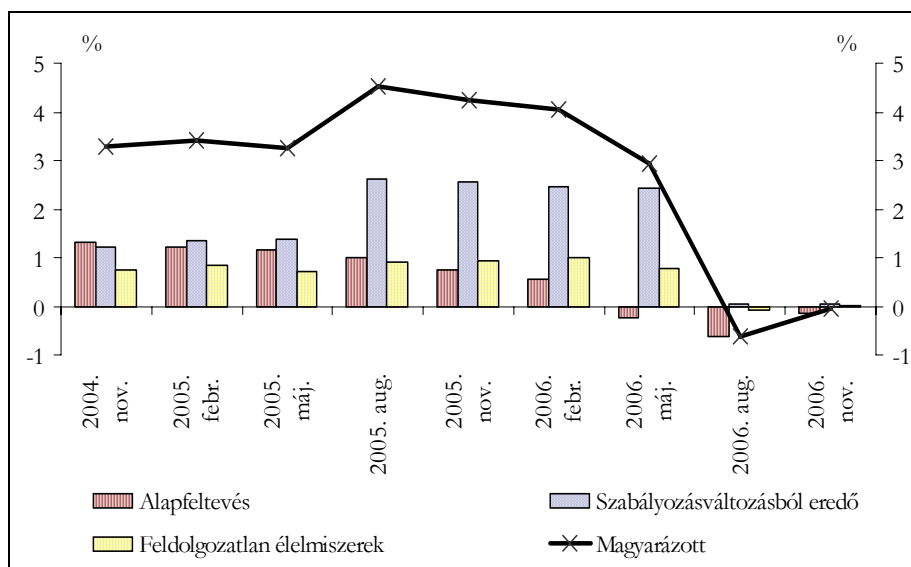
<sup>13</sup> Ily módon a következő változók később ténylegesen megvalósult értékeit töltöttük vissza a modellekbe: forint/euro árfolyam, euro/dollár árfolyam, világpiaci olajár, indirektadó-intézkedések közvetlen hatására vonatkozó korábbi becsléseink, szabályozott-, és feldolgozatlanélelmiszer-árak.

**3-2. ábra: Az előrejelzés és a tényadat eltérése, illetve tényezői**  
(százalékpont)



Az, hogy az exogén tényezők közel 3 százalékos átlagos hibát magyaráznak, arra is rámutat, hogy az elmúlt két évben rendkívül sok és gyakran ellentétes előjelű sokk érte a gazdaságot. Ezek közül a legjelentősebbek a szabályozóváltozásokhoz köthető sokkok, amelyek közül kiemelendők az indirektadó-változások és a szabályozott energiaárak emelése.

**3-3. ábra: Az exogén tényezőkkel magyarázható hibák felbontása**  
(százalékpont)

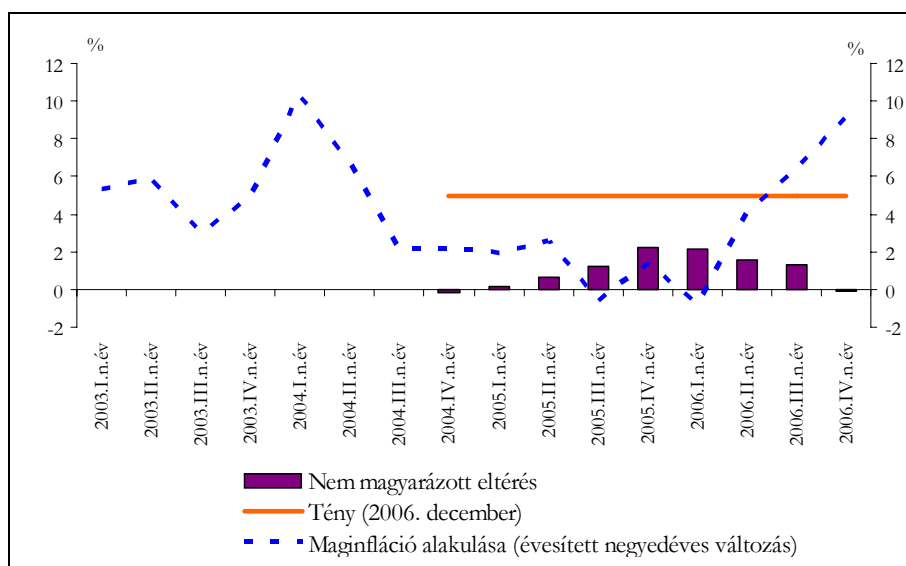


Amiből tanulságot lehet és kell levonni, az az exogén tényezőkkel nem magyarázható hiba. Ez a hiba 2005 közepéig negatív, utána pozitív, azaz modelljeinkkel eleinte felül, majd később alulbecsültük a bekövetkezett inflációt. Véleményünk szerint emögött alapvetően az áll, hogy a költségtényezőkkel viszonylag jól megragadható hosszabb távú inflációs trend körül az elmúlt években bekövetkezett sokkok sorozata nagy ingadozásokat okozott. 2004 közepétől, vélhetően részben az EU-csatlakozás miatt, bizonyos szektorokban az importárak mérséklődtek és felerősödött az árupiaci verseny is, ami vélhetően csökkentette a vállalatok jövedelmezőségét. Már ekkor nyilvánvaló volt, hogy az alacsonyabb importárakhoz való hozzáférés csak átmenetileg csökkenti a fogyasztóiár-indexet. Ezen felül amennyiben a vállalatoknak módjuk lesz helyreállítani

jövedelmezőségüket is, úgy átmenetileg az aktuális költségemelkedésnél nagyobb fogyasztóiár-emeléseket is tapasztalhatunk majd. Mindennek az időbeli lefutása azonban bizonytalan volt. Most úgy tűnik, hogy 2006 második felében a kormányzati stabilizációs csomag felgyorsította a fent leírt folyamatot. Mindezekon felül az is elképzelhető, hogy a fiskális intézkedések másodlagos hatásai – elsősorban a megemelkedett inflációs várakozásokon keresztül – addicionális áremelkedést is indukáltak, de ez egyelőre még nem állítható biztosan.

Az előrejelzési munka során gyakran felmerülő nehézség az is, hogy a korábbi trendektől eltérő folyamatokról érkező új információkat milyen gyorsan érdemes érvényesíteni. Azaz a kulcskérdés, hogy az új információ trendfordulót jelez-e, vagy inkább egyedi, átmeneti hatásokat tükröz. Korábbi gyakorlatunknak megfelelően az elmúlt két évben is az új adatokat csak fokozatosan vettük figyelembe az előrejelzésben. Mivel ezt az eljárást alkalmaztuk a maginfláció rövidbázisú alakulása esetén is, annak két esetben (2004 és 2006 közepén) bekövetkezett törését is csak fokozatosan jelenítettük meg a prognózisban.

**3-4. ábra: A 2006 IV. negyedévi maginflációra vonatkozó előrejelzés és a maginfláció rövidbázisú lefutása**  
(éves változás, ha nincs külön jelölve)



A fenti elemzésen túl érdeklődésre tarthat számot az MNB előrejelzésének a Reuters-felmérés átlagával való összevetése is.<sup>14</sup> Számszerűleg megállapítható, hogy a piaci elemzők, illetve kutatóintézetek előrejelzési hibája összességében 0,6 százalékponttal kisebb volt, mint az MNB-é. Az eltérés okát nem lehet megállapítani, mivel nem tudjuk, hogy az egyes elemzők milyen feltevésekkel és modellekkel kalkulálnak. Az MNB előrejelzése a piaci elemzőké alatt volt az inflációnövelő fiskális stabilizációs program bejelentését megelőző negyedévekben<sup>15</sup>, és e különbség a kormányzati intézkedések meghirdetést követően, 2006 második felében zárult be. Véleményünk szerint azonban lényegi, a monetáris politika vitele szempontjából releváns eltérés a két előrejelzés között nem volt: az első periódusban mindkettő cél közeli, a másodikban jóval cél alatti, míg a harmadikban lényegesen cél feletti előrejelzést mutatott.

<sup>14</sup> Az elemzés során az MNB IV. negyedévre vonatkozó és az elemzők decemberi előrejelzését vetettük össze. Az ebből adódó torzítás vélhetően nem haladja meg a 0,1 százalékpontot.

<sup>15</sup> Valószínű, hogy számos elemző figyelembe vehetett (legalábbis 2005 második felétől) valamiféle fiskális kiigazítást előrejelzése során, ami hozzájárulhatott az elemzők magasabb átlagos inflációs előrejelzéséhez.

**3-5. ábra: Az MNB és a Reuters átlagos inflációs előrejelzése**  
(éves változás)

