



MAGYAR NEMZETI BANK

**JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL**

Időközi felülvizsgálat

2008. FEBRUÁR

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

2008. február



Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: Iglódi-Csató Judit
1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

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 teljesszűrtően 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 frissített kiadvány bemutatja az MNB Közgazdasági elemzések és kutatás területén készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. A Közgazdasági elemzések és kutatás terület előrejelzése feltételes jellegű: változatlan monetáris és fiskális politikát tételez fel; a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében pedig nem szükségszerűen a legvalószínűbb esetet tartalmazza, hanem a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.

Az elemzés az MNB Közgazdasági elemzések és kutatás, valamint a Pénzügyi elemzések területén készült, Csermely Ágnes igazgató általános irányítása alatt. A jelentés elkészítését Kovács Mihály András, a közgazdasági elemzések helyettes vezetője irányította, Gyenes Zoltán, és Virág Barnabás segítségével. A publikációt Karvalits Ferenc alelnök hagyta jóvá.

A jelentés egyes részeit készítették: Bauer Péter, Benk Szilárd, Eppich Győző, Gál Péter, Gyenes Zoltán, Horváth Áron, Kaponya Éva, Komáromi András, Kovács Mihály András, Lovas Zsolt, Munkácsi Zsuzsa, Nobilis Benedek, Pulai György, Szemere Róbert, Várnai Tímea, Virág Barnabás. A jelentésben szereplő elemzések és előrejelzések háttérmunkájában részt vettek a Közgazdasági elemzések és kutatás és a Pénzügyi elemzések és Pénzügyi Stabilitás szakterület további munkatársai is.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól, amely a 2008. február 11-i és február 25-i ülésein tárgyalta az anyagot. A jelentésben található előrejelzések és egyéb megfontolások azonban az MNB Közgazdasági elemzések és kutatás, valamint a Pénzügyi elemzések szakterületének véleményét tükrözik és nem feltétlenül azonosak a Monetáris Tanács vagy az MNB hivatalos álláspontjával.

Tartalom

Összefoglaló	7
1. Legfrissebb makrogazdasági fejlemények	10
1.1. Kérdéses a fordulat a gazdasági növekedésben	10
1.2. Az európai konjunkturális lassulás mértéke bizonytalan	10
1.3. Továbbra is mérséklődnek a nemzetgazdasági beruházások	11
1.4. Visszaeső fogyasztási kereslet	12
1.5. Munkapiac: a béralkalmazkodás mellett a létszám-alkalmazkodás első jelei is mutatkoznak	13
1.6. Lassulás helyett gyorsulás az év végi inflációs adatokban	16
2. Pénzügyi piacok	18
3. Inflációs és reálgazdasági kilátások	22
3.1. Kedvezőtlenebb reálgazdasági kilátások	22
3.2. Külső egyensúlyi prognózisunk tovább javul	24
3.3. Magasabb inflációs prognózis, főként az energiaárak emelkedése miatt	24
3.4. Inflációs és növekedési kockázatok	25
4. A 2007-re vonatkozó inflációs előrejelzéseink értékelése	28

Összefoglaló

Februári frissítésünk szerint a teljes előrejelzési horizonton cél felett lehet az infláció

Februári prognózisunk szerint, a januári átlagos monetáris kondíciók tartós fennmaradása mellett – 256 forintos euroárfolyam és 7,5%-os alapkamat-szint – 2008-ban 6% körüli, míg 2009-ben némileg 3,5% feletti infláció alakulhat ki. Ezzel egyidejűleg a gazdaság növekedési üteme idén 2% lehet, majd 2009-re fokozatosan 3% köré gyorsul.

Az előrejelzés alappályájához képest az infláció esetében közel szimmetrikus, míg a növekedést illetően lefelé mutató kockázatokat érzékelünk. Lefelé mutató inflációs és növekedési kockázatot okoz a globális konjunktúra vártnál esetlegesen erősebb lassulása, mely a nemzetközi nyersanyagárakat és a hazai szabályozott energiaárakat is érdemben mérsékelheti. Emellett az alappályánál kisebb inflációt okozhat a gazdaság lassulásának vártnál nagyobb deflációs hatása. Felfelé mutató inflációs kockázatot jelent ugyanakkor, ha az inflációs várakozások az inflációs cél felett rögzülnek.

A munkapiacra egyre határozottabb alkalmazkodás látszik a vállalati profitabilitás helyreállításának érdekében

Korábbi jelentéseinkben a béralkalmazkodás jelentőségét hangsúlyoztuk az inflációs célok teljesülése szempontjából. Az elmúlt időszakban beérkezett munkapiaci adatok szerint a vállalatok egyre határozottabban alkalmazkodtak bér- és létszámdöntéseikben, a korábbi profitromlás megállítása érdekében. A 2008 eleji szakmunkásbér-minimum emelkedésének hatása lassítja a bérinfláció mérséklődését, ugyanakkor az alkalmazkodási kényszerszert erősíti a vártnál kedvezőtlenebb konjunktúrális helyzetet. Így a foglalkoztatottak számának csökkenése ellenére 2008-ban némi reálbér-növekedéssel számolunk.

A növekedési kilátások kedvezőtlenebbé váltak...

Az üzleti szféra és a lakossági várakozások is arra utalnak, hogy egyre lassabb fellendülésre számíthatnak a gazdaság szereplői. Míg az exportszektor kilátásait a fejlett világ növekedési kilátásainak kedvezőtlenebbé válása árnyékolja be, a belföldi konjunktúra javulását az érdemi kiskereskedelmi és beruházási fordulat elmaradása teszi bizonytalanná.

A reálbérek visszafogott növekedése és a foglalkoztatás mérséklődése a lakossági fogyasztás határozott bővülését korlátozza. A kedvezőtlenebb külső és belső konjunktúra és a hitelfelárok emelkedése pedig a beruházási kilátásokat is kedvezőtlenebbé teszi. Emellett az ország felvevőpiacainak novemberben feltételezettnél lassabb bővülése az exportszektor kilátásait is rontja. Összességében tehát úgy számolunk, hogy a gazdasági növekedés igen lassú ütemben élénkülhet.

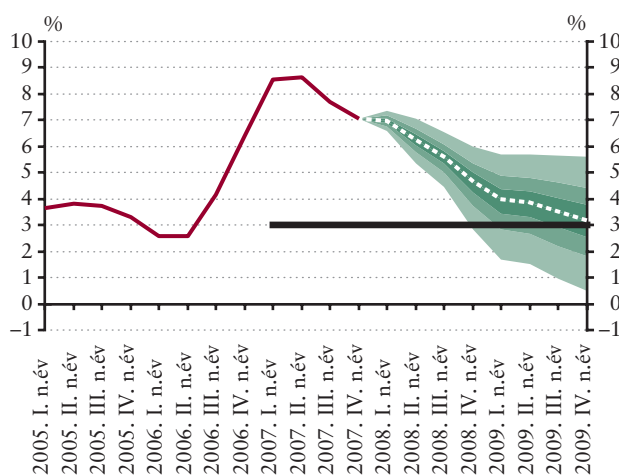
Míg a költségvetési kiigazítás hozzájárult a gazdasági növekedés lassulásához, jelentősen mérsékelte a külső egyensúly hiányát is. Mivel a teljes előrejelzési horizonton a belföldi felhasználás korábbiaknál visszafogottabb bővülésével számolunk, a külső finanszírozási igény alacsonyabb lehet a korábban prognosztizálnál. A hosszú távú fenntarthatóság tekintetében ugyanakkor kockázatot jelent, hogy a külső egyensúly javulása előretételezett is mérsékelt beruházás- és gazdasági növekedés mellett marad fenn.

...ugyanakkor előrejelzési horizontunkon az energiaárak emelkedése a vállalatokat a korábban vártnál nagyobb áremelésre készíti

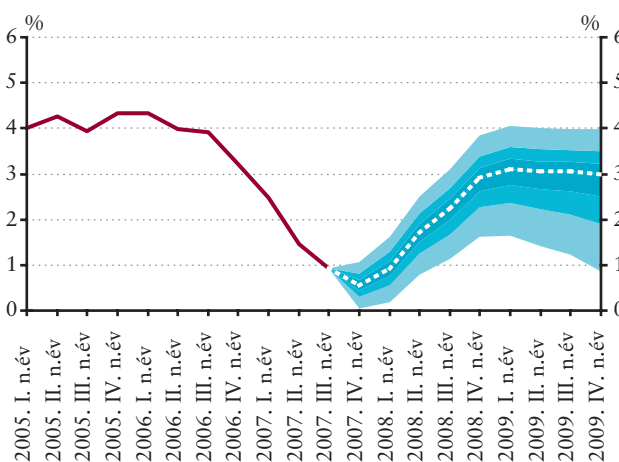
A korábbiaknál lazább munkapiaci helyzet és alacsonyabb aggregált kereslet ellenére az inflációs kilátások is kedvezőtlenebbé váltak novemberhez képest. A 2006 nyara óta megfigyelt folyamatos kedvezőtlen költségsokkok után (kezdetben a költségvetési kiigazításhoz kapcsolódó adó-, járulékok, illetve sza-

bályozottár-emelések, majd 2007 nyarától a nyersélelmiszer-árak jelentős növekedése) a vállalati szektor jelenleg további költségnövelő hatásokhoz kénytelen alkalmazkodni. Az energiaköltségek jelentős emelkedése részben nemzetközi, részben hazai eredetű tényezőkkel magyarázható. Importált tendencia az olajárak történelmileg magas szintje, míg hazai eredetű sokknak tekinthető a villamos energia szabályozóváltozás várakozásunknál nagyobb árnövelő hatása. A korábbiaknál nagyobb áremelkedést indokol az energiaköltségek emelkedésének mérete, illetve kedvezőtlen költségsokkok másfél éve tartó halmozódása.

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



A GDP-növekedés legyezőábrája



Az alappálya összefoglaló táblázata

(Előrejelzéseink feltételes jellegűek: az alappálya a bemutatott feltevések *együttes* bekövetkezése mellett érvényes legvalószínűbb esetet jeleníti meg; az előző év azonos időszakához képest, százalékban, ha másképp nem jelezzük)

	2005	2006	2007	2008	2009
	Tény		Előrejelzés		
Infláció (éves átlag)					
Maginfláció ¹	2,2	2,4	6,0	5,2	3,6
Fogyasztóiár-index	3,6	3,9	8,0	5,9	3,6
Külső kereslet (GDP-alapon)					
Külső kereslet (GDP-alapon)	2,1	3,9	3,5	2,5	2,5
Fiskális keresleti hatás ²	-0,9	2,6	↓	↔	↓
Lakossági fogyasztás	3,6	2,1	-2,3	0,0	1,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	5,3	-2,8	-0,5	3,5	5,1
Belföldi felhasználás	1,3	1,1	-0,6	0,8	2,7
Export	11,5	18,9	14,5	10,5	9,6
Import ³	6,8	14,5	12,1	9,4	9,5
GDP	4,1 (4,3)*	3,9 (4,0)*	1,3	2,0	3,0
Folyó fizetési mérleg hiánya					
A GDP százalékában	6,8	6,5	↓	↓	↓
Milliárd euróban	6,0	5,8	↓	↓	↓
Külső finanszírozási igény					
A GDP százalékában	6,0	5,7	↓	↓	↓
Munkaerőpiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ^{4,8}	8,8	8,2	8,0 (7,3)	6,8 (6,4)	5,2
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	0,0	0,7	0,2	-0,6	-0,4
Versenyszféra bruttó átlagkereset ^{6,8}	6,9	9,4	9,1 (8,0)	7,8 (7,1)	6,8
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	0,3	0,9	1,0	-0,6	-0,6
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	2,8	4,4	8,0	3,4	2,7
Lakossági reáljövedelem	3,3	-1,5**	-3,2	1,3	1,7

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 importszám és a folyó fizetési mérleg-hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet. ⁴ Pénzforgalmi szemléletben. ⁵ A KSH munkaerő-felmérése szerint. ⁶ A fehéredés hatását is tartalmazó, eredeti KSH-adatok szerint. Zárójelben a fehéredés hatásától tisztított adatok szerepelnek. ⁷ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott. ⁸ A 2008-as béralakulás esetében a zárójelben szereplő szám a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt béradatra vonatkozik, mely közvetlenül összevethető a novemberi inflációs jelentésben közölttel.

* Zárójelben a munkanap hatással korrigált adatok szerepelnek, ** MNB-beclés.

↑ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2007. novemberi inflációs jelentéshez képest magasabb előrejelzés irányába mutat.

↓ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2007. novemberi inflációs jelentéshez képest alacsonyabb előrejelzés irányába mutat.

↔ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2007. novemberi inflációs jelentésben publikált előrejelzésnek közel megfelelően alakul.

1. Legfrissebb makrogazdasági fejlemények

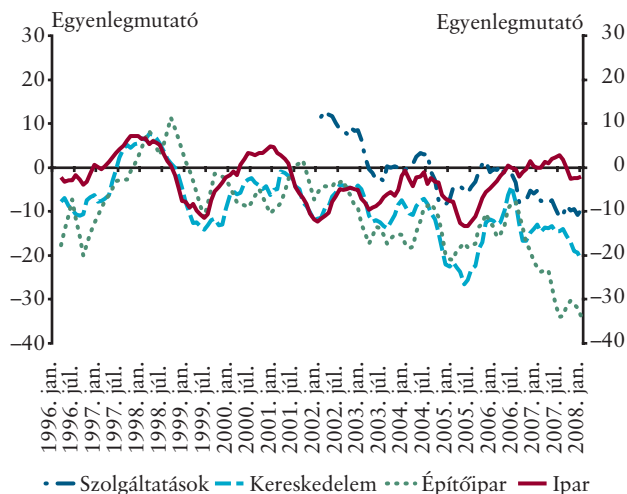
1.1. KÉRDÉSES A FORDULAT A GAZDASÁGI NÖVEKEDÉSBEN

A 2007 harmadik negyedéves GDP-adatok megerősítették azon korábbi várakozásunkat, mely szerint a gazdasági növekedés lassulása a második negyedévben elérhette mélypontját. Míg azonban korábban arra számítottunk, hogy a tavalyi év második felében, a fiskális intézkedések elsődleges hatásainak kifizásával a belföldi konjunktúra újra határozottan élénkülni kezd, a november óta beérkezett konjunkturális adatok és várakozási felmérések arra utalnak, hogy a kiigazítás kedvezőtlen növekedési hatásai tartósabbak lehetnek korábbi számításunknál. E várakozásunkat tovább erősítette a negyedik negyedéves GDP-adatról beérkezett gyorsbecslés is, mely szerint a naptári hatásokkal korrigált év/év adat a harmadik negyedéves 1 százalékról 0,7 százalékra lassult, illetve a negyedéves változás évesítve 1% alatt stagnált.

1-1. ábra

Az üzleti bizalmi indikátorok alakulása

(3 hónapos mozgóátlagok)



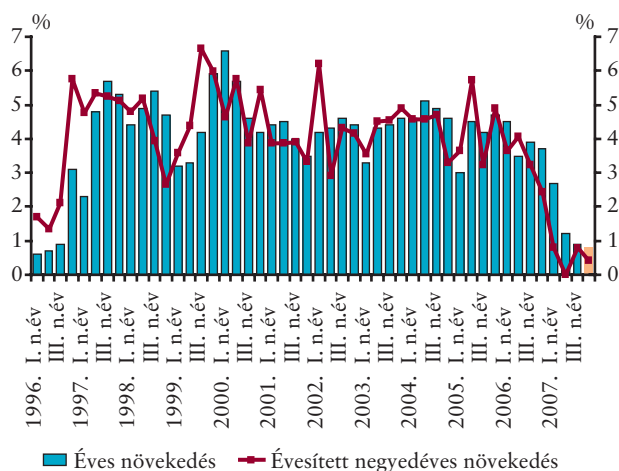
Forrás: EUROSTAT.

A gazdasági növekedés továbbra is alapvetően az exportvezérelt feldolgozóiparhoz volt köthető, ami – a belső keresletszűkülés miatt visszafogott importtal együtt – a nettó exporton keresztül továbbra is historikusan erős növekedési hozzájárulást biztosított. A belső folyamatok esetében a folyamatosan kedvezőtlenebbé váló lakossági jövedelmi kilátások (újra gyorsuló infláció, csökkenő foglalkoztatottság) eredményeként a lakossági fogyasztás további csökkenését figyelhettük meg az év második felében. Az építőipari termelés alakulása pedig azt erősíti meg, hogy a beruházások alakulásában a be-

1-2. ábra

Gazdasági növekedés Magyarországon*

(negyedéves adatok, negyedéves növekedés szezonálisan igazított adat alapján)



*A 2007 negyedik negyedévi adat KSH-gyorsbecslés.

folyó jelentős EU-pénzek ellenére sem indokolt határozott fordulatra számítani. Emellett a GDP-t továbbra is mérsékelte az állami keresletszűkítés és a mezőgazdasági termelés visszaesése.

1.2. AZ EURÓPAI KONJUNKTURÁLIS LASSULÁS MÉRTÉKE BIZONYTALAN

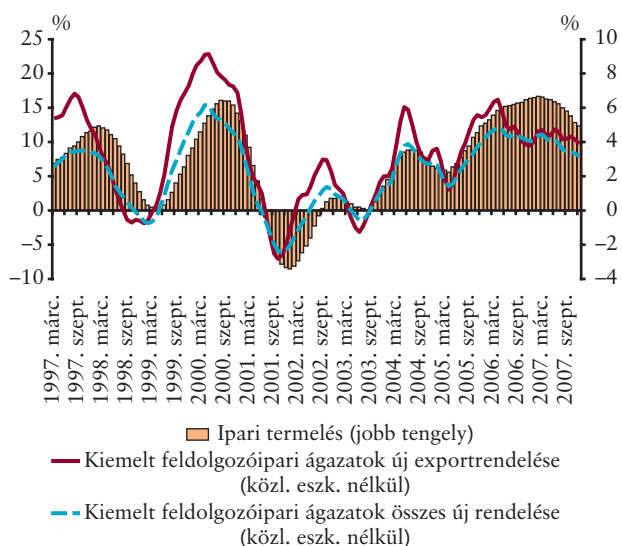
Az elmúlt negyedév folyamán a nemzetközi konjunkturális kilátások egyre kedvezőtlenebbé váltak. Az amerikai másodlagos jelzálogpiacról kiinduló pénzügyi turbulencia, úgy tűnik, erőteljesen visszavetheti az USA gazdaságát, ami várhatóan negatívan befolyásolja az európai konjunkturális kilátásokat is. Ennek ellenére, egyelőre az európai gazdasági növekedésről beérkezett statisztikai adatok nem utalnak a gazdasági növekedés jelentős mérséklődésére. Bár az euroövezet és Németország ipari konjunktúrája 2007 utolsó negyedévében lassult, a növekedés üteme historikus összehasonlításban még mindig magasnak tekinthető.

Ugyanakkor Magyarországon az ipari termelés növekedése már az elmúlt év közepétől lassult. A mérséklődő dinamika háttérben a fokozatosan lassuló exportértékesítések álltak, amit nem tudott ellensúlyozni az év második felétől a belföldi értékesítésekben tapasztalt növekedés. Ez utóbbi főként egyedi és nem konjunkturális hatáshoz, az energiaipar (villamosenergia-, gáz-, gőz- és vízellátás tevékenység) nagyobb ütemű értékesítéséhez köthető.

1-3. ábra

Németország ipari termelésének és új export-rendelésállományának alakulása

(éves változás trendekből számítva)



Forrás: EUROSTAT.

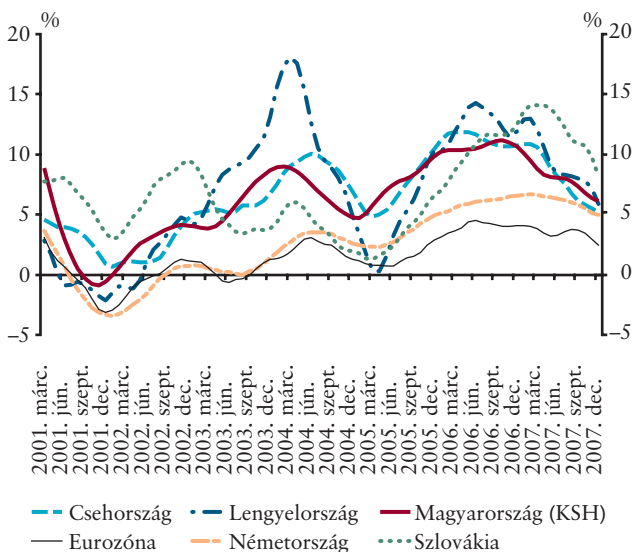
A régióban általános tendenciának tekinthető, hogy az ipari kibocsátás lassulása előbb elkezdődött, mint az eurozónában. A látszólagos ellentmondást magyarázhatja a korábbi jelentéseinkben jelzett azon tény is, mely szerint a régiós ipari export jórészt továbbfeldolgozásra kerülő termékekből áll, amelyek az európai vertikális termelői lánc korai fázisához kapcsolódnak. Így elképzelhető, hogy a régió lassulása némileg megelőzi a nyugat-európai ipari konjunktúrát. A magyar esetben ugyanakkor valószínű az is, hogy a visszafogott beruházásnövekedés a kapacitások oldaláról is korlátok közé szorítja a külföldi értékesítéseket.

Az áru- és szolgáltatásexport dinamikája az év közepén tapasztalt erősödés után ismét lassulni kezdett, azonban a gyenge belső kereslet mellett az importbővülés visszafogott maradt, így felhasználási oldalról továbbra is egyedül a külkereskedelem járult hozzá a gazdaság növekedéséhez. Mivel kivételünkben egyre nagyobb súlyt képviselnek a gyorsabb gazdasági növekedéssel jellemezhető kelet-közép-európai országok, valamint az európai konjunktúra erőteljes lassulására vonatkozóan sem mutatkoznak egyértelmű jelek, így rövid távon az exportdinamika alakulásában nem számítunk további jelentős mértékű csökkenésre.

1-4. ábra

Ipari termelés a régióban és az euroövezetben

(éves változás trendekből számítva)



Forrás: EUROSTAT.

1.3. TOVÁBBRA IS MÉRSÉKLŐDNEK A NEMZETGAZDASÁGI BERUHÁZÁSOK

Bár 2007-ben történt némi fordulat az előző évi jelentős visszaesés után, a legfrissebb beruházási adatok kedvezőtlenebbek lettek korábbi várakozásunknál.¹ Az építőipar termelési és rendelésállomány adatai pedig arra utalnak, hogy nem várható gyors fellendülés a beruházásokban. Az építőipari termelés erőteljes csökkenése mögött főként a költségvetési kiigazítás nyomán visszaeső állami megrendelések, infrastrukturális építkezések állnak, melyhez kisebb részben a kedvezőtlen ingatlanpiaci tendenciák is hozzájárultak.

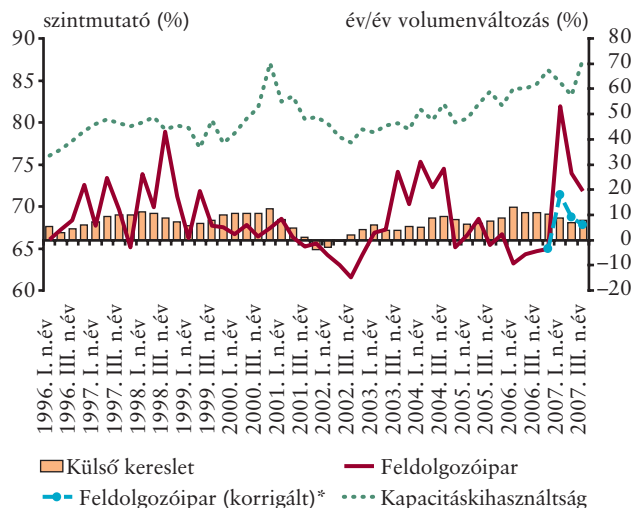
A beruházások szektorális alakulása továbbra is rendkívül heterogén: az exportorientált feldolgozóiparban a beruházások növekedését figyelhettük meg, míg más ágazatok kedvezőtlen beruházási aktivitást tükröztek. A feldolgozóipari, döntően gépjellegű beruházásbővülés túlnyomó részét is egyetlen alágazat, a gumiipar adta, azaz – szemben a korábbi élénk külső konjunkturális periódusokkal – a beruházások bővülése itt sem tekinthető általános jelenségnek. Az alágazat kiszűrése után becsléseink szerint a korábbi európai konjunktúrák idején tapasztaltnál gyengébb feldolgozóipari

¹ Elemzéseinkhez a GDP-statisztikában megjelent, nemzetgazdasági szintű bruttó állóeszköz-felhalmozási adatok helyett a beruházási statisztika adatait használjuk, mivel csak ez utóbbi ad részletes információkat a nemzetgazdaságban végbemenő, szektorálisan igen heterogén beruházási tendenciákról.

1-5. ábra

Beruházások és kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban

(éves változás)



* A gumiágazat kiugró mértékű nagyberuházásaival korrigált feldolgozóipari beruházás.

beruházási dinamika tapasztalható. Így a feldolgozóipari termelés bővülése – különösen az exportorientált ágazatokban – csak a kapacitáskihasználtság historikus csúcsra emelkedése mellett mehetett végbe.

A főként hazai piacra termelő és szolgáltató vállalatok továbbra is egyértelműen alacsony beruházási aktivitást mutatnak, mely elsősorban a kiigazítás nyomán jelentkező belső keresletcsökkenés, és a még mindig kedvezőtlenül alakuló várakozásokkal hozható összefüggésbe.

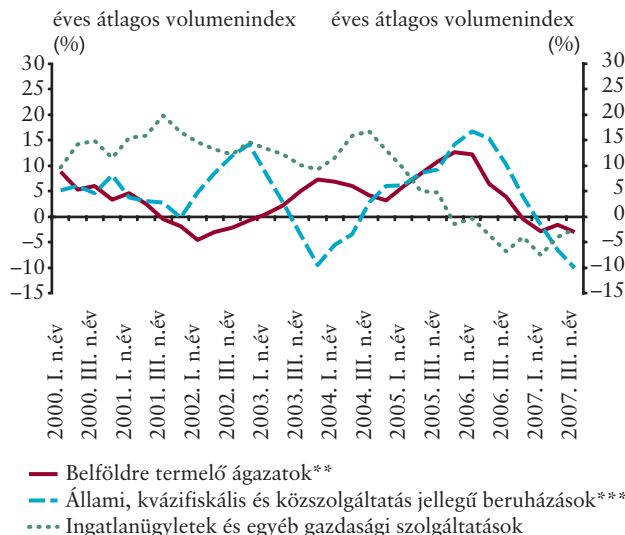
A gazdaság összes beruházásának negyedét kitevő lakásberuházásokban a 2005 eleje óta megfigyelt visszaesés továbbra sem korrigálódott, a 2007 első felében tapasztalt növekedés várakozásaink szerint átmenetinek bizonyul majd. Ezt támaszthatja alá a lakossági reáljövedelmek alakulása, az érdeemben nem javuló lakossági várakozások, és a lassuló ütemben bővülő hitelkiáramlás is.

A beruházások visszaesése – a költségvetési konszolidáció eredményeként – az állami körben volt a legerősebb. Az európai uniós forrásokból beáramlott pénzek egyelőre nem vezetnek élénküléshez, azonban elképzelhető, hogy ezek felhasználása, illetve elszámolása csak az idei évben fog megjelenni a statisztikákban.

1-6. ábra

A belföldi kereslet és az állam által meghatározott beruházások*

(gördülő négy negyedéves mozgóátlag)



* Bázisidőszaki folyó áras beruházással súlyozott négy negyedéves mozgóátlag.

** Energetika, szállítás és távközlés, valamint az egyéb közösségi és személyi szolgáltatás ágazatok nélkül.

*** Energetika, szállítás és távközlés, valamint az egyéb közösségi és személyi szolgáltatás ágazatokkal.

1.4. VISSZAESŐ FOGYASZTÁSI KERESLET

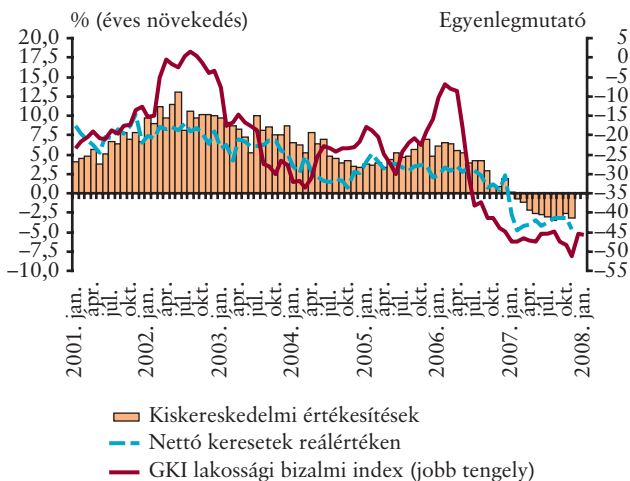
Novemberi inflációs jelentésünkben feltételezettekkel összhangban 2007 második felében a reáljövedelmek csökkenésénél a háztartások fogyasztási kiadásai kisebb mértékű visszaesést mutattak. Azaz a lakosság részben hitelfelvétellel, részben a korábbi pénzügyi megtakarításainak felélésével igyekezett tompítani a kedvezőtlen reáljövedelem-alakulás hatását.

Újdonságot jelent ugyanakkor a beérkezett adatokban az, hogy sem a fogyasztói bizalmi index alakulásában, sem a kiskereskedelmi értékesítések éves dinamikáiban nem látható határozott fordulat. Úgy tűnik tehát, hogy a lakossági keresletben várt érdemi fordulópont elmaradhat, vagy korábbi várakozásainkhoz képest kitolódhat. Jövedelmi oldalról a reálbérek korábban vártnál kedvezőtlenebb alakulása (ismételten gyorsuló infláció, foglalkoztatottság csökkenése), valamint a tartósan kedvezőtlenebb jövedelmi kilátások ugyancsak bizonytalanná teszik a fordulópont erősségére vonatkozó várakozásainkat.

1-7. ábra

A kiskereskedelmi forgalom és a GKI bizalmi index alakulása

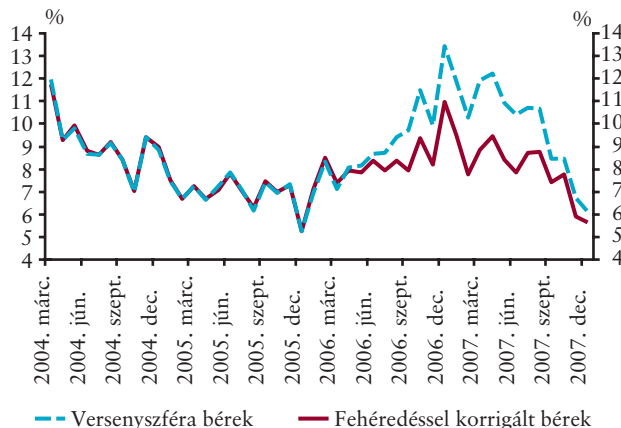
(éves változás)



1-8. ábra

A bérek alakulása a versenyszektorban*

(éves változás)



* A prémiumok a historikus szezonálisnak megfelelően kerültek visszaosztásra azokban az időszakokban, amikor ismereteink szerint csúszások történtek a hónapok között.

1.5. MUNKAPIAC: A BÉRALKALMAZKODÁS MELLETT A LÉTSZÁM-ALKALMAZKODÁS ELSŐ JELEI IS MUTATKOZNAK

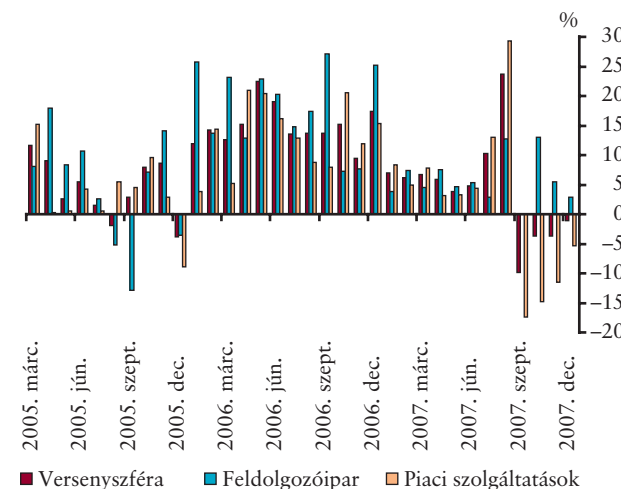
Novemberi inflációs jelentésünkben azt feltételeztük, hogy a vállalatok rövid távon – különösen a szolgáltatászektorban – a prémiumkifizetések visszafogásán keresztül igyekeznek helyreállítani profitabilitásukat. A hosszabb távú alkalmazkodást illetően azt valószínűsítettük, hogy a profit helyreállítása nagyrészt a bérkifizetések visszafogásán, kisebb részben a foglalkoztatás csökkentésén keresztül történik majd. Emellett azt feltételeztük, hogy bár a vállalatok megállítják a profitromlást, nem lesznek képesek a fiskális egyensúlyjavító intézkedések előtti munkaerőn elért profitszint biztosítására az előrejelzési horizonton.

A legutóbbi inflációs jelentés óta beérkezett béradatok alátámasztották a prémiumokon keresztüli alkalmazkodás hipotézisét, 2007 utolsó négy hónapjában a prémiumkifizetések nominális csökkenését tapasztaltuk az előző év azonos időszakához képest. Az infláció alakulásának szemszögéből kedvező, hogy a prémiumokon keresztüli béralkalmazkodás a piaci szolgáltatászektor esetében volt különösen erős. A rendszeres bérek növekedési ütemében egyelőre nem látunk érdemi lassulást, erre azonban – korábbi feltételezésünkkel összhangban

1-9. ábra

A prémiumkifizetések alakulása*

(éves változás)



* A prémiumok a historikus szezonálisnak megfelelően kerültek visszaosztásra azokban az időszakokban, amikor ismereteink szerint csúszások történtek a hónapok között.

– csak az idei évi bérmegállapításkor nyílik majd lehetőség. Összességében az év végi béralkalmazkodás a bruttó átlagkeresetek szintjén meghaladta korábbi várakozásunkat.

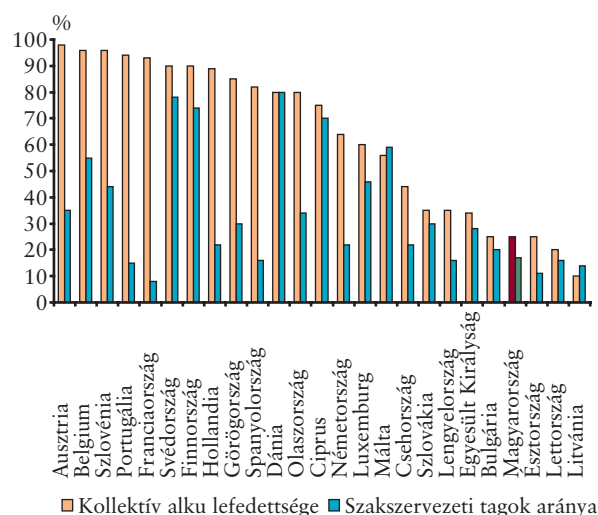
1-1. keretes írás: Az OÉT-megállapodások hatása a béralakulásra

Az Országos Érdekegyeztető Tanács 2008-ra vonatkozólag a bruttó bérék átlagosan 5-7,5 százalékos emelésében állapodott meg. Ebben a keretes írásban azt vizsgáljuk, hogy mennyiben lehet konzisztens a megállapodás az MNB 2008-ra vonatkozó béprognózisával. Ennek kapcsán röviden szólunk a megállapodások lefedettségéről, illetve arról, hogy a korábbi megállapodások mennyiben adtak információt a ténylegesen bekövetkezett béremelésekről.

A béralku folyamata Magyarországon alapvetően decentralizált. Az OÉT által kötött bérmegállapodás nem bír kötelező erővel, inkább orientáló szerepe van. A részt vevő munkavállalói érdekképviseletek lefedettsége európai viszonylatban alacsony². Ezek után nem meglepő, hogy a mikrodatok alapján nem látható, hogy az egyezségnek jelentős bérmegtámasztó hatása volna.³

1-10. ábra

A kollektív alku lefedettsége és a szakszervezeti tagok aránya Európában



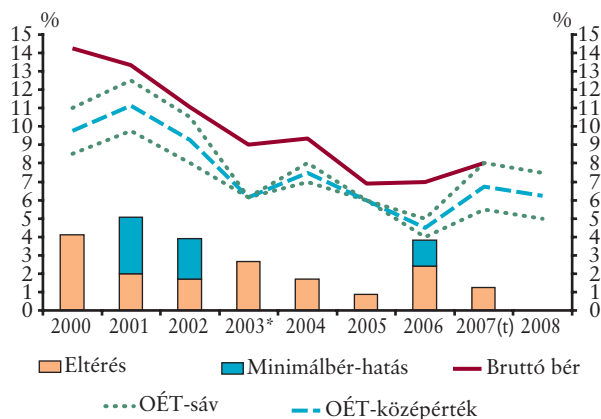
Forrás: ETUI-REHS.

Mindezek ellenére érdekes, hogy a múltban a ténylegesen megvalósult bérnövekedés korrelált a megállapodásokkal – igaz, ez lehet csupán a tárgyaló érdekképviseletek megfelelő informáltságának következménye.⁴

A korreláció mellett szembevetendő, hogy a bruttó bérnövekedés a múltban minden alkalommal magasabb volt az OÉT által javasolt sáv középpontjánál. Az ezredfordulót követően az eltérés 1,0-2,5% körül alakult, de bizonyos években egyértelműen meghaladta azt. Az eltérés sziszte-

1-11. ábra

Az OÉT-bérmegállapodások és a bruttó bér alakulása



Bruttó bér: minimálbér- és fehéredési hatással korrigált időszak; eltérések a megállapodás százalékában; *: a 2003-as bérmegállapodás a nettó reálbérről vonatkozott, itt az ettől való eltérés mértékét vetítettük a bruttó reálbérekre; (t): ténybecslés.

matikusan pozitív voltára többféle magyarázat is adódik. Ezek részben statisztikai jellegűek, részben a bérmeghatározás sajátosságaira vonatkoznak.

Statisztikai jellegű torzító tényezők

– Ilyen torzítást okozhat egyrészt a munkahelyek összetételének változása. Az alacsony bért fizető ágazatok súlyának csökkenése és a szellemi munkakörben dolgozók részarányának emelkedése 2002 óta évente átlagosan 0,5 százalékkal növelte a bérimdexet. Emellett az egy szektoron belül dolgozók összetételében is történetelt változás.

– Áthúzódo hatás: Mivel a béremelések nem kizárólag januárban történnek, az egyes évekre számított éves átlagbérről részben hat az előző évi bér is. Ez az áthúzódo hatás, az évtized közepéig jellemző csökkenő bérdinamika mellett a bázisívi átlagbért nagyobb mértékben csökkentette a tárgyévénél, így felfelé torzította az éves indexeket a tényleges emelésekhez képest.

Bérmeghatározás természetéből eredő tényezők

– Minimálbér-emelések: A torzítás a nagyobb minimálbéremelések éveiben volt a legerősebb. Ebből arra következtethetünk, hogy a felek a megállapodásban ajánlott béremelést az intézkedés által nem érintett

² Ugyanez feltételezhető a munkáltatói érdekképviseletekről is, ám ezek reprezentativitásáról nem érhető el hivatalos statisztika.

³ A béremelések eloszlásából nem látható, hogy kiemelkedően sokan kapnának az OÉT bérmegállapodás minimumának, maximumának vagy középtértékének megfelelő mértékű béremelést.

⁴ Elképzelhető ugyanis, hogy azok a szereplők, akik a bértárgyalásokon részt vesznek, a bérezési politikát meghatározó vállalatvezetőkön igen hasonlóan ítélik meg a várható gazdasági folyamatokat.

bérekre vonatkozó javaslatként értelmezik. Ezen sokkok becslült értékét kiszűrve (lásd az 1-11. ábrát) már ezekre az évekre is a szokott mértékű eltérést kapjuk.

– *Évközi bércorrekciók:* Számos vállalat esetében sor kerül további évközi bércorrekcióra, és feltehető, hogy az OÉT-megállapodást inkább az év eleji bérnövekedés javasolt mértékéig értelmezik. A béremelés ritkulásával ez a hatás szükségszerűen gyengült.

– *Nem várt sokkok:* Hatással lehetnek az eltérésre az év közben jelentkező nem várt (termelékenységi, inflációs stb.) sokkok is. A rendelkezésre álló adatok alapján úgy tűnik, ez a hatás inkább az év közben rugalmasabban változtatható prémiumokban, mint a rugalmatlanabb rendszeres bérkomponensben jelentkezik.⁵ A rendszeres bérek növe-

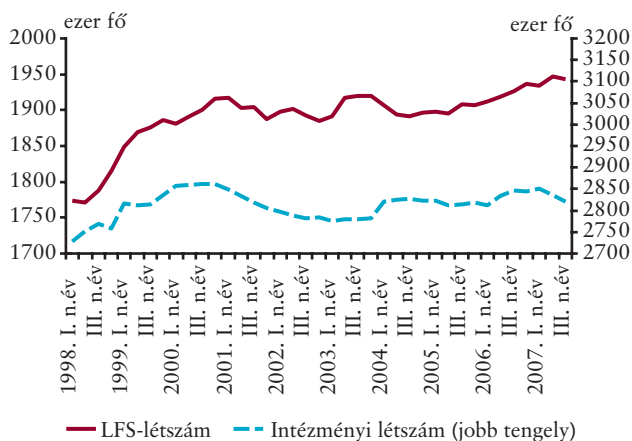
kedése ugyanis erősebben korrelált az OÉT-javaslattal, mint a teljes bér indexe, a prémiumok alakulása pedig a munkaerőn elért profit dinamikájával mutat együttmozgást.

A 2008-as bérmegállapodás esetében két tényező okozhat jelentősebb eltérést az eddig tapasztaltaktól. Egyrészt a garantált bérminimum 2008. januári emelése emelheti a rést: ennek többletbérenövelő hatását azonban meglehetősen nagy bizonytalansággal 0,5-1,9%-ra becsüljük.⁶ Másrészt csökkentheti a rést, hogy a kedvezőtlen gazdasági környezetben mérséklődhet a vállalatok hajlandósága a megállapodásban foglaltaktól való pozitív irányú eltérésre. A korábbi összefüggések alapján azonban feltételezhető, hogy a tényleges bérnövekedés inkább az OÉT-megállapodás felső széléhez, semmint a közepéhez eshet közel, ami összességében alátámasztja a 2008-as bérprognózisunkat.

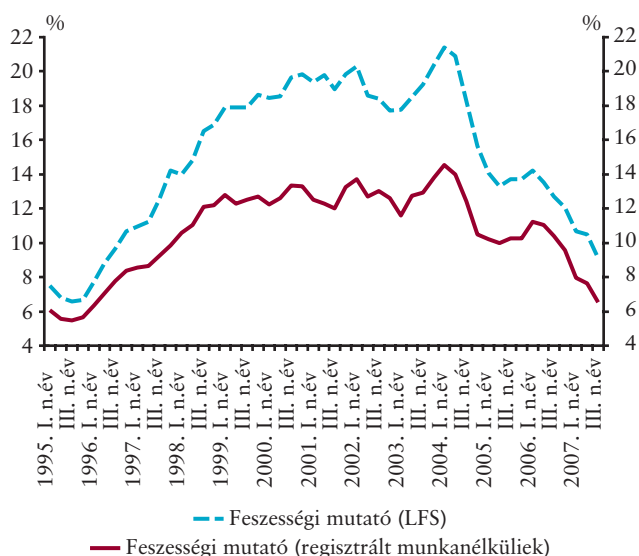
A versenyszféra létszámalakulása az 5 főnél többet foglalkoztató vállalkozások esetében csökkenést mutat, míg a kisvállalkozásokat is magában foglaló LFS-felmérés stagnálásról tanúskodik. A szektorális adatokat vizsgálva látható, hogy az eltérő tendenciák hátterében egy szektor, az építőipar létszámalakulása áll. A feldolgozóiparban – a lassuló termelés alakulásával összhangban – az alkalmazottak száma kismértékű csökkenést mutatott az év második felében. A profitromlás által erőteljesebben érintett piaci szolgáltatószektor esetében is megfigyelhetőek voltak a létszám-alkalmazkodás első jelei az év utolsó harmadában. Ebben a szegmensben a foglalkoztatás elmúlt években tapasztalható emelkedő trendje immár egyértelműen megtört, stagnálásba váltott. Másrészt a munkaórák száma historikus mélypontra süllyedt, ami szintén a korábbi várakozásunknál előbb bekövetkező létszámcsökkenés irányába mutathat.

Az államháztartásban az elmúlt hónapokban folytatódott az alkalmazottak létszámának csökkenése, aminek következtében a létszám historikus mélypontra süllyedt. Összességében a nemzetgazdasági szintű áramlási adatok is alátámasztják a lazuló munkaerőpiacra vonatkozó korábbi várakozásainkat. Az aktívák számában tapasztalt év eleji mérséklődés stagnálásba váltott, így a foglalkoztatottak számának csökkenése az év második felében a munkanélküliség növekedésében csapódott le. Emellett az üres álláshelyek állománya tovább csökkent. Az előbbi két tényező következtében az ún. feszességi mutató tovább mérséklődött.

1-12. ábra
A foglalkoztatottság alakulása a versenyszektorban



1-13. ábra
A bejelentett üres álláshelyek állományának és a munkanélküliek számának aránya



⁵ A rendszeres bérkomponensre vonatkozó adatok csak 2003-tól állnak rendelkezésre.

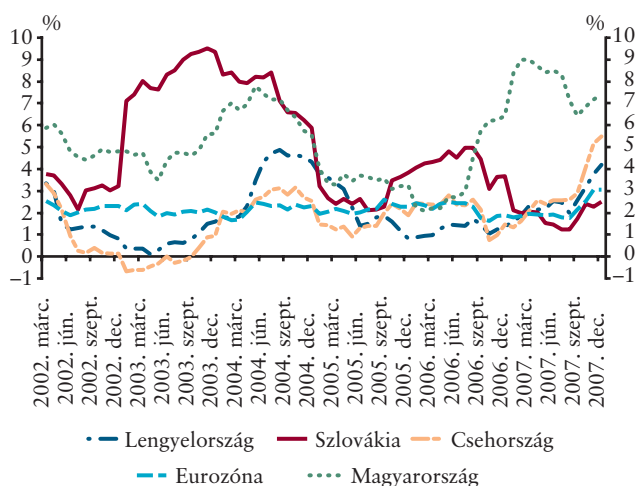
⁶ Amennyiben azt feltételezzük, hogy a garantált bérminimum emelése által érintett munkavállalók átlagos bére az intézkedés nélkül az OÉT-megállapodás középtérékének megfelelő ütemben emelkedett volna. Jelentős bizonytalanságot a makroszintű vagy mikroszintű becslések eltérése okozza.

1.6. LASSULÁS HELYETT GYORSULÁS AZ ÉV VÉGI INFLÁCIÓS ADATOKBAN

2007 utolsó negyedében a fogyasztói infláció és a maginfláció mérséklődött valamelyest a harmadik negyedévhez képest (7,7-ről 7,1 százalékra, illetve 5,1-ről 4,6 százalékra), a csökkenés üteme azonban elmaradt várakozásunktól.⁷ Ráadásul októbertől kezdődően a havi adatok mindkét mutatónál gyorsulást mutattak. Ennek hátterében azonban egyértelműen egy termékcsoport, a feldolgozott élelmiszerek árnövekedése állt. A globális élelmiszerár-emelkedés azonban nemcsak Magyarországon, hanem a régió és az euroövezet egészében is jelentős mértékű inflációgyorsuláshoz vezetett az év utolsó harmadában.

1-14. ábra

Az infláció alakulása Magyarországon és a régióban*
(éves változás)



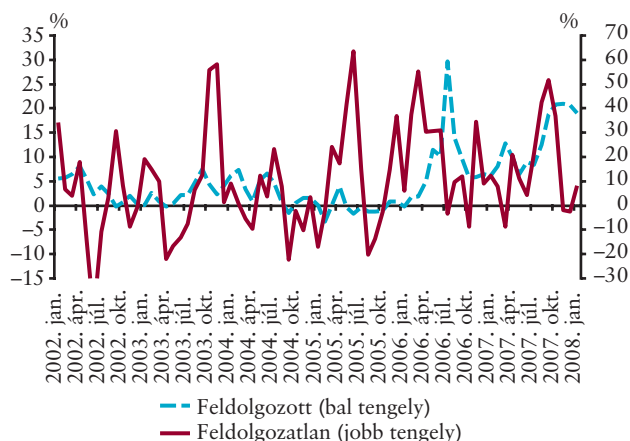
Forrás: EUROSTAT.

Az elmúlt fél év inflációs tendenciáit leginkább meghatározó élelmiszerek áralakulásában az év vége felé kedvező változásokat is tapasztaltunk. A feldolgozatlan élelmiszerek árszintje ugyanis novembertől kezdve jelentősen már nem emelkedett tovább. Ez arra utalhat, hogy a mezőgazdasági ársokk első nagy hulláma már megjelent az inflációban. Ami azonban az indexben nagyobb súlyú feldolgozottélelmiszer-csoportot illeti, itt mindegyik hónapban várakozásunknál nagyobb emelkedés volt tapasztalható, és egyelőre az idősorban érdemi fordulat sem látszik. Bár várakozásunk szerint a fordulat az év elején ebben a termékkörben is bekövetkezik, elképzelhető, hogy a globális élelmiszer-túlkéréslet egyes termékek esetében (pl. feldolgozott tejtermékek) átmenetileg megtörheti a

1-15. ábra

A feldolgozott és feldolgozatlan élelmiszerek áralakulása*

(szazonálisan igazított, évesített egyhavi változás)



* Áfaváltozásoktól szűrt idősor.

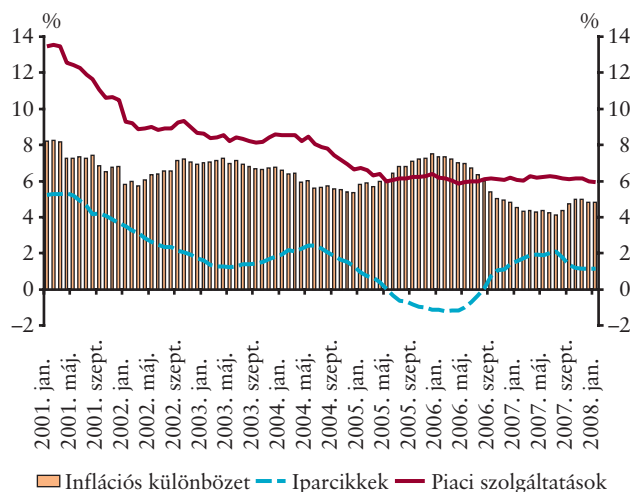
korábbi adatok szerint érvényes hazai feldolgozatlan-feldolgozott élelmiszerár összefüggést.

Az iparcikkek, illetve a piaci szolgáltatások inflációja várakozásainknak megfelelően alakult. Az áfa, illetve a vizitdíj torzító hatásától szűrt piaci szolgáltatások évesített negyedéves ár

1-16. ábra

A piaci szolgáltatások* és az iparcikkek inflációja**

(éves változás)



* Áfaváltozásoktól és a vizitdíj bevezetésétől szűrt idősor.

** Áfaváltozásoktól szűrt idősor.

⁷ A januári fogyasztóiár-index adat várakozásunknak megfelelően már enyhe csökkenést mutatott, a feldolgozott élelmiszerek árnövekedése azonban továbbra is meghaladta korábbi prognózisunkat.

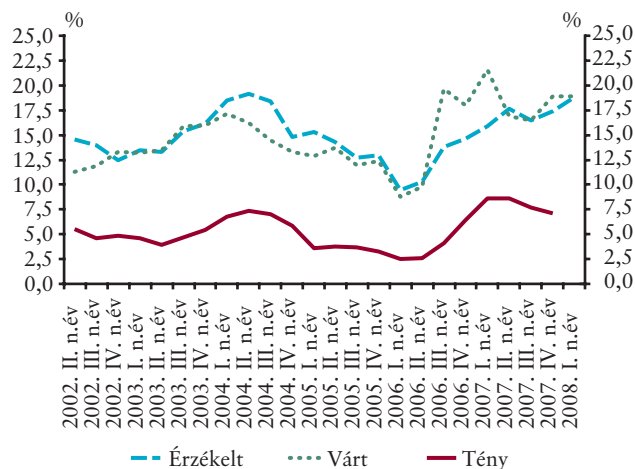
emelkedése 2007 folyamán 6 százalékon stagnált, míg az iparcikkek hasonló mutatója esetében mérsékelt csökkenést tapasztalhattunk.⁸

A 12 hónapra előretekinő, lakossági várakozásokat mérő mutató az elmúlt negyedévben tapasztalt emelkedés után stagnálásba váltott, míg az elmúlt 12 hónapban érzékelt infláció – a korábbi trend folytatásaként – további növekedést mutatott. Historikusan mindkét mutató értéke magas szinten áll. Azonban kedvező fejleménynek tekinthető, hogy a következő 12 hónapra várt áremelkedés üteme már nem haladja meg az érzékelt infláció szintjét.

1-17. ábra

Lakossági inflációs érzékelés és várakozás

(éves változás)



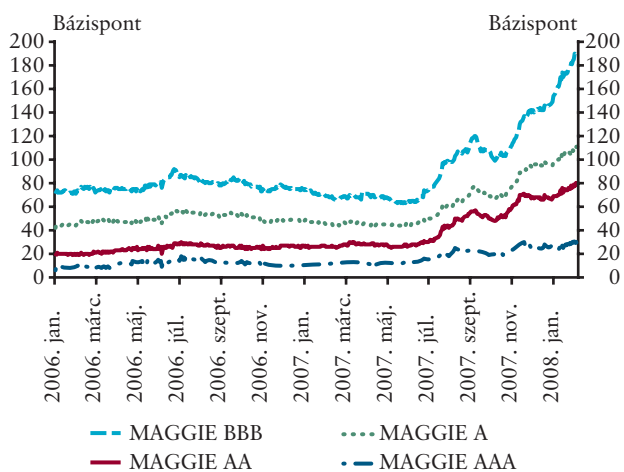
⁸ A januári hó/hó piaci szolgáltatás árindex várakozásunkhoz képest meglepően alacsony lett. Annak eldöntéséhez azonban, hogy mennyire tartós tendenciáról van szó, további adatokra van szükségünk.

2. Pénzügyi piacok

Az elmúlt hónapok piaci hangulatát, és így a hazai eszközárak alakulását is az amerikai másodlagos jelzáloghitel-piacon elszennvedett veszteségekkel, az amerikai gazdaság lassulásával és az erre adott jegybanki válaszokkal kapcsolatos piaci várakozások határozták meg. A novemberi jelentés óta összességében tovább csökkent mind az üzleti bizalom, mind a befektetők kockázatvállalási hajlandósága. A kockázati felárak folytatódó emelkedése különösen a rosszabb hitelminősítésű, magasabb kockázatú eszközök esetében vezetett jelentős leértékelődéshez.

2-1. ábra

Különböző besorolású adósok hitelfelárai



* Euróban denominált adósság felárát tükröző mutatók, hitelminősítés szerint bontásban.

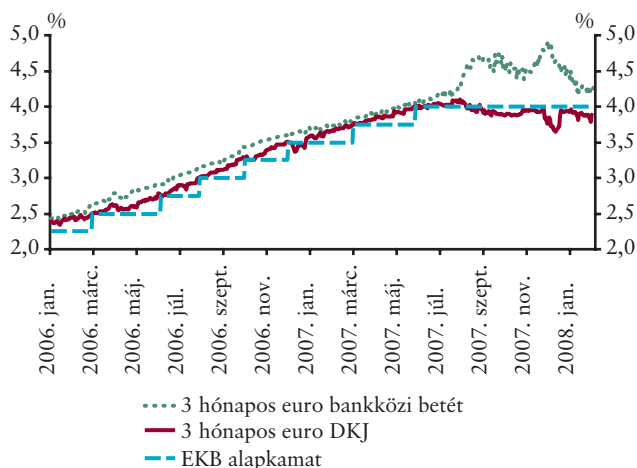
Forrás: J. P. Morgan.

Az elmúlt hónapokban sorban jelentek meg hírek a nagy befektetési bankok amerikai másodlagos jelzáloghitel-piacon, illetve az ahhoz kapcsolódó származtatott pénzügyi termékeken elszennvedett veszteségeiről. A bankok egymással szembeni bizalmatlansága lényegesen megdrágította a bankközi hitelezést, amiből fakadóan fennmaradt a bizonytalanság a bankközi dollár- és europiacon. A megemelkedett pénzpiaci kamatszintet a jegybankok előbb önálló, majd decembertől összehangolt likviditásbővítő műveletekkel próbálták mérsékelni. A központi bankok lépései csillapították ugyan a pénzpiaci feszültséget, de nem tudták visszaállítani az augusztus előtt jellemző, alacsonyabb bankközi felárakat. Közben a biztonságos állampapírok iránti fokozott kereslet, illetve a felerősödő kamatcsökkentési várakozások alacsonyan tartották a rövid lejáratú állampapírok hozamát.

A másodlagos jelzáloghitel-piaci válsághoz kapcsolódó, kockázatos eszközökből (pl.: részvények, magasabb kockázatú

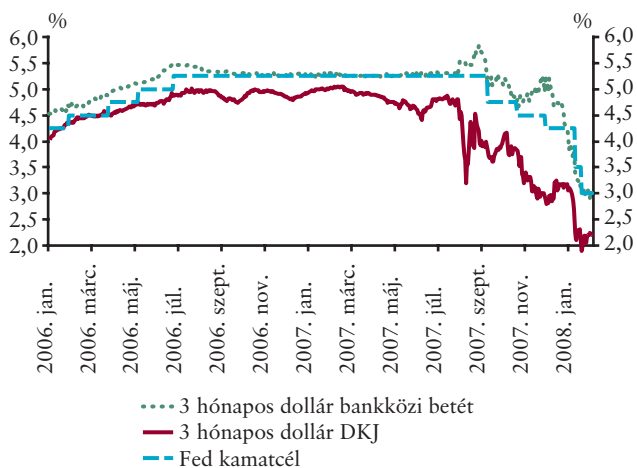
2-2. ábra

EKB alapkamat, 3 hónapos lejáratú euro bankközi betét és állampapír hozamának alakulása



2-3. ábra

Fed kamatcél, 3 hónapos lejáratú dollár bankközi betét és állampapír hozamának alakulása



vállalati kötvények) történő tőke kivonás első, augusztusi hullámát novemberben és januárban két újabb hullám követte. Az amerikai ingatlanpiaci adatok a szektor további gyengélkedését mutatták. Bár a konjunktúrafelmérések alapján ősszel még úgy tűnt, hogy a visszaesés az ingatlanszektorhoz kapcsolódó iparágakra korlátozódott, a december végén megjelenő rendkívül gyenge munkaerő-piaci és üzleti bizalmi indikátorok felerősítették a recessziós félelmeket. Miután az amerikai fogyasztás visszaesése az exporton keresztül hatással van más országok gazdasági teljesítményére, ez is hozzájárult ahhoz, hogy a részvénypiacok világszerte nagy áreséseket mutattak. A napvilágra kerülő újabb banki veszteségjelentések alapján úgy

tűnik, hogy a pénzintézetek korábban alábecsülték kitérttségüket, és további jelentős veszteségeket sem lehet kizárni. A pénzügyi vállalatok részvényeinek leértékelődésén keresztül ez is a tőzsdeindexek esését erősítette.

Míg ősszel a Fed szimmetrikusnak minősítette a növekedés lefelé és az infláció felfelé mutató kockázatait a megnövekedett bizonytalanság hangsúlyozása mellett, november után a hangsúly egyre inkább a növekedési kockázatok irányába toldott el. Jóllehet a maginfláció novemberben és decemberben is a Fed komfortzónája fölé emelkedett, várakozásuk szerint azt mérsékelni fogja a visszaeső növekedés, és ezért inkább a szűkülő hitelkondíciók reálgazdasági hatásainak tompítására van szükség.

A Fed novembertől februárig összesen 150 bázisponttal csökkentette irányadó kamatcélját, melynek felére két rendszeres ülésen, másik felére pedig a januári pánikszerű tőzsdei eladási hullámot követő rendkívüli ülésen került sor. A piacok a felerősödött recessziós félelmek hatására további 100 bázispontos monetáris lazítást áraznak nyár közepéig. A gazdasági kilátások kedvezőtlen megítélését tükrözi az is, hogy az amerikai kormány egy – elsősorban adó-visszatérítésekre épülő – intézkedéscsomagot dolgozott ki, melytől a lakossági fogyasztás lassulásának tompítását remélik. A globális piaci hangulat és kockázatvállalási hajlandóság alakulása szempontjából továbbra is kulcskérdés, hogy az amerikai ingatlanárak csökkenése és a hitelkondíciók szűkülése milyen mértékben hat vissza a reálgazdaságra a vállalati beruházásokon és a lakossági fogyasztáson keresztül.

A novemberi jelentés óta az európai részvénypiacokon is jelentős áresés következett be annak ellenére, hogy a térség gazdasági kilátásai kedvezőbbek a tengerentúliaknál. A piaci turbulencia, az amerikai lassulás lehetséges hatásai, illetve a szigorú hitelkondíciók miatt az európai bizalmi indikátorok is csökkentek, de nem olyan mértékben, mint az Egyesült Államokban. Az energia- és élelmiszerárak emelkedésének hatására ugyanakkor többéves csúcsra emelkedett az infláció az euroövezetben. Az Európai Központi Bank kommunikációjában eleinte egyértelműen az inflációs kockázatokra helyezte a hangsúlyt, jóllehet rendszerint kiemelte a kilátásokat övező bizonytalanságot. A piacok ennek ellenére kiárazták a korábban várt kamatemelést, és monetáris lazításra kezdtek számítani néhány hónapos időtávon. A gazdaság lassulását övező félelmek felerősödésének hatására 2008-ban már a jegybanki nyilatkozatokban is egyre nagyobb hangsúlyt kaptak a növekedési kockázatok, ami tovább erősítette a kamatsökkentési várakozásokat.

A globálisan csökkenő kockázati étvágy és a vártnál nagyobb mértékben emelkedő energia- és élelmiszerárak hatására megrögző infláció a kelet-közép-európai országok jegybankjait is

szigorú monetáris politikára kényszerítette. Míg hazánkban ez a várt kamatsökkentés egyre későbbre tolódásában, majd teljes kiárazódásában mutatkozott meg, Csehországban, Lengyelországban és Romániában kamatemelésre került sor, és további monetáris szigorítást áraztak be a piacok. Szlovákiában nem változott a kamatszint, ami azzal magyarázható, hogy itt emelkedtek meg legkevésbé az inflációs várakozások.

A régió devizaárfolyamaiban a csökkenő kockázatvállalási hajlandóság hatására novemberben és januárban volt megfigyelhető erőteljes gyengülés. A forint a novemberi leértékelődést követően 259 forint/euro árfolyamról egészen 251 forint/euro szintig tudott visszaerősödni. Január közepéig jelentős elmozdulásra nem került sor, a januári eladási hullám során viszont 260 forint/euro árfolyamig, majd a februári eleji turbulens időszakban – átmeneti erősödést követően – 267 forint/euro szintig gyengült a forint. Ez a november eleji ár-

2-4. ábra

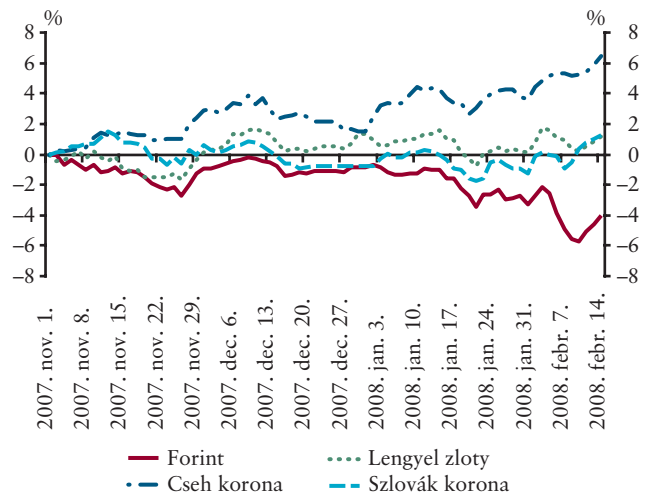
Forint/euro árfolyam



2-5. ábra

A régió devizaárfolyamainak alakulása*

(2007. november 1. = 0)



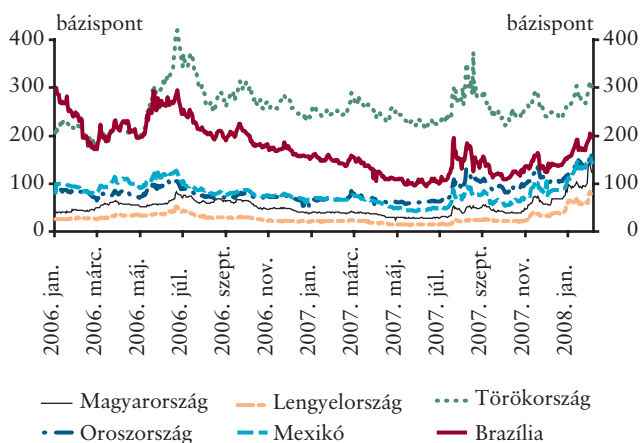
* A pozitív érték az euróval szembeni felértékelődést jelent.

folyamhoz képest 6,4 százalékos, 2008 eleje óta pedig 5,5 százalékos leértékelődést jelent. Az elmúlt hónapok során a forint összességében alulteljesítette a régió többi devizáját, melyek nem gyengültek ilyen mértékben.

A régió kockázati megítélésének romlása a credit default swap (CDS-) árak emelkedésében is tükröződött. Ezen származtatott termékek árai, melyek az adott ország devizakötvényéhez kapcsolódó nemfizetésre nyújtanak fedezetet, Magyarország és Lengyelország esetében már a novemberi turbulencia idején is számottevően meghaladták a nyári csúcserkéket, a januári eladási hullám idején azonban azok kétszerese fölé emelkedtek. A február eleji kedvezőtlen piaci hangulat idején tovább folytatódott a fejlődő országok CDS-árának emelkedése.

2-6. ábra

10 éves lejáratú CDS felárak alakulása néhány feltörekvő piaci országban



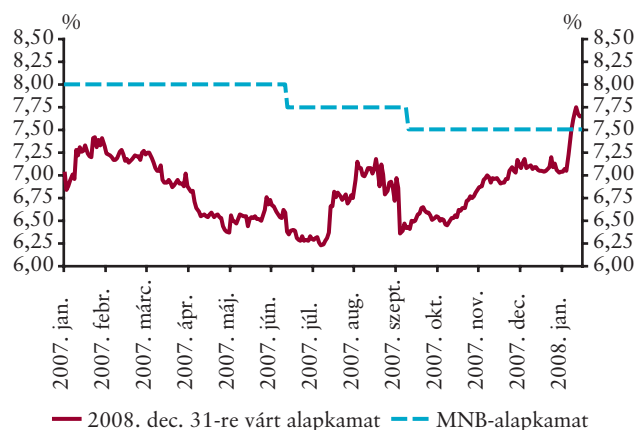
A hosszú lejáratú eurohozamokhoz képesti forint határidős kamatprémiumban nem tükröződött a kockázati megítélés romlása egészen december végéig, januárban viszont a nyári értékek fölé emelkedett a hosszú lejáratú kamatkülönbözet, és februárban is folytatódott ez a tendencia. Régióknak országainak hosszú hozamai ezzel szemben nagyjából leköverték a hosszú eurohozamok csökkenését, és nem volt megfigyelhető a kamatprémium számottevő növekedése januárban sem.

A kamatcsökkentési várakozások későbbre tolódása következtében emelkedtek a rövid lejáratú forinthozamok is. A tartósan bizonyuló kedvezőtlen nemzetközi környezet, valamint a várakozásoknál rosszabb magyar inflációs és béradatok hatására – az elemzői várakozások változásával összhangban – kiárazódtak a korábban 2008 elejére várt kamatcsökkentések. Míg november elején még 100 bázispontnyi kamatcsökkentés volt beárázva az állampapírhozamokba 2008 végéig, január végén már csak 25-50 bázispontnyi kamatcsök-

kentésre számított a piac. A februárban lezajló forintgyengülés hatására felerősödtek azok a piaci vélekedések, miszerint a legutóbbi jelentés óta bekövetkezett energiaár-emelkedés és árfolyamváltozás miatt magasabb lesz az MNB új inflációs előrejelzése, és ennek hatására kamatemelést kezdtek beárázni a piacok. Október végéhez képest mintegy 100 bázisponttal nőtt a 2008 végére várt irányadó kamat.

2-7. ábra

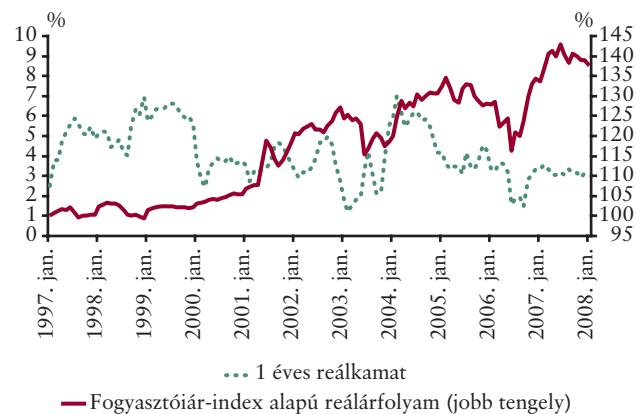
A jegybanki alapkamat és a hozamgörbéből 2008 végére becsülhető várt alapkamat



Az elmúlt negyedév során folytatódott a külföldiek forint devizapozíciójának erőteljes csökkenése. Ez leginkább árfolyamkitértésük mérséklését és/vagy forint elleni határidős pozíciók felvételét jelentette, és jellemzően nem járt együtt eszközállományuk csökkenésével. Ugyanis míg a külföldiek részvényállománya enyhén csökkent, állampapír-állományuk – az ÁKK által kibocsátott mennyiség növekedését meghaladva – mintegy 300 milliárd forinttal emelkedett február elejéig, historikus csúcstól elérve ezzel. A februári forintgyengülés kezdetkor viszont megfordult ez a tendencia, és 100 milliárd forinttal csökkent a külföldiek állampapír-állománya.

2-8. ábra

A monetáris kondíciók alakulása



A monetáris kondíciók érdemben nem változtak a legutóbbi jelentés óta. Jóllehet az infláció hazánkban magasabb volt, mint az euroövezetben, a forint gyengülése következtében a reálárforlyam nem változott számottevően az elmúlt hónapok során.

A reálkamat nagysága továbbra is a korábban jellemző 3 százalékos érték körül mozgott. Jóllehet ősz elejéhez képest emelkedett az elemzők inflációs várakozása, ezt ellensúlyozta a várt kamatcsökkentés kiárazódása miatt emelkedő rövid hozamszint.

3. Inflációs és reálgazdasági kilátások

A novemberi inflációs jelentés felülvizsgálata során a várható inflációs folyamatokról alkotott képünk érdemben felfelé módosult, míg a reálgazdasági kilátások a novemberinél némileg alacsonyabb növekedés irányába mutatnak. A januári átlagos monetáris kondíciók fennmaradása esetén a fogyasztóiár-index a teljes előrejelzési horizonton, 2009 végéig, a cél felett alakulhat főként a jelentős energia-költségek következtében.⁹ Az emelkedő termelőienergia-költség mellett a vállalatok konjunktúrakilátásai egyre bizonytalanabbak, ugyanis a novemberben várthoz képest lassabb külső és kisebb mértékben visszaerősödő belső kereslettel szembesülhetnek, illetve a fiskális kiigazító intézkedések gazdasági növekedésre gyakorolt hatása tartósabbnak tűnik. Ez a várt jövedelempályájuk ártértékeléséhez vezethet, és így erősebb alkalmazkodási kényszert vonhat maga után. Az alkalmazkodás minden csatornán, a korábbi várakozásunknál erőteljesebb lehet. A jelenlegi folyamatok alapján úgy látjuk, hogy az eddig feltételezettnél erősebb és gyorsabb lesz a munkaerőpiacon megfigyelhető bér- és létszám-alkalmazkodás. Az energiaköltségek jelentős emelkedése és a profitabilitást másfél éve mérséklő sokkok halmozódása miatt a vállalatok annak ellenére a korábban vártnál nagyobb áremelésekre kényszerülnek, hogy az aggregált kereslet a teljes előrejelzési horizonton visszafogottan alakul.

A nagyobb munkanélküliség és a megemelkedő infláció miatt csökkenő reálbérek eredményeképp a háztartások fogyasztásában lassabban következhet be fordulat. Emellett a kedvezőt-

lenebb külső és belső konjunkturális kilátások, és a várhatóan szigorodó hitelezési feltételek a beruházások jelentősebb bővülését is korlátozzák. Mindezek miatt az előrejelzési horizonton a korábbiaknál alacsonyabb növekedést várunk.

Alapfeltevéseink közül az olajár emelkedése okoz számottevő eltérést az inflációs kilátásokban. A forint és a dollár árfolyama kismértékben gyengült az euróhoz viszonyítva, az alapmatra vonatkozó feltevésünk pedig nem változott a novemberihez képest.

3.1. KEDVEZŐTLENEBB REÁLGAZDASÁGI KILÁTÁSOK

A vállalatok konjunktúrakilátásai a novemberihez képest bizonytalanabbak a felmérések szerint. Egyrészt az előző inflációs jelentés publikálása óta tovább erősödtek a külső kereslet mérséklődésére irányuló várakozások. Az elemzők leginkább az Egyesült Államok növekedésével kapcsolatban pesszimisták. Az USA gazdasági növekedése az előzetes adatok szerint érdemben lassult már a tavalyi negyedik negyedévben. Emellett az elemzők arra számítanak, hogy az amerikai gazdaság stagnálni fog az idei év első felében, illetve tartósan lassabban fog bővülni a továbbiakban. A magyar gazdaságot az exportpiaci szerkezete alapján közvetlenül érintő eurozóna és Németország konjunktúrájának a tavalyi év végén elkezdődött mérséklődése ugyanakkor egyelőre nem számottevő, ám az ezzel kapcsolatos kockázatok is tovább erő-

3-1. táblázat

Alapfeltevéseink változása

	HUF/EUR	USD/EUR	BRENT (USD/hordó) futures	BRENT (HUF/hordó) futures
2007. november				
2007	250,8	1,363	71,0	13 018,0
2008	250,8	1,422	80,2	14 135,4
2009	250,8	1,422	77,0	13 566,1
2008. február				
2007	251,3	1,370	72,5	13 249,9
2008	256,0	1,470	90,9	15 819,0
2009	256,0	1,470	88,3	15 368,0
Eltérés: febr./nov. (%)				
2007	0,2	0,5	2,2	1,8
2008	2,0	3,3	13,3	11,9
2009	2,0	3,3	14,7	13,3

⁹ Az előrejelzésünket a 2008. február 20. 12.00 óráig rendelkezésre álló információk alapján készítettük el.

södtek. Rövid távon nem várunk drasztikus lassulást, mivel az eurozóna és Németország ipari konjunktúrájára vonatkozó bizalmi indikátorok (EABCI- és IFO-indexek) csökkenése az utóbbi hónapokban stagnálásba ment át. Összességében azonban a tartósan kedvezőtlenebb külső kereslet miatt a teljes előrejelzési horizonton romlottak a termelési és az exportkilátások.

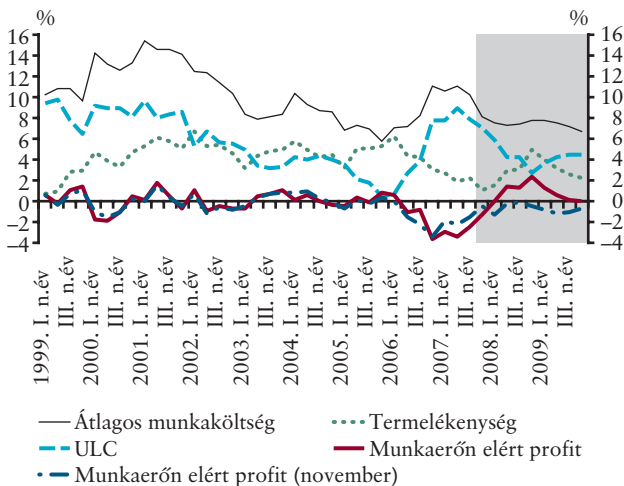
A vállalatok bizonytalanabb konjunktúrákilátását, másrészt a vártnál kisebb mértékben visszaerősödő belső kereslet okozza, azaz úgy tűnik, hogy a korábbi várakozásokkal szemben a költségvetési kiigazítás növekedési hatásai tartósabbak lehetnek. Ezt főként két tényező magyarázza: a lakossági kereslet tartósan alacsony szintje, illetve az érdemi beruházási fordulat elmaradása.

Míg keresleti oldalról a visszafogott lakossági költségek, költségoldalról a 2008-ban várható érdemi termelői villamos energia- és gázáremelés járul hozzá a vállalati kilátások kedvezőtlen alakulásához. Összességében úgy ítéljük meg, hogy a vállalatokra a novemberihez képest jelentősebb alkalmazkodási kényszer hat, ami minden csatornán (ár, bér, létszám) a korábban vártnál erősebb reakcióra készíti őket. A jelenlegi információink – jelentős prémiumalkalmazkodás 2007 második felében, csökkenő munkaórák a feldolgozóiparban és a szolgáltatószektorban, illetve csökkenő létszám és üres álláshelyek a versenyszférában – alapján úgy ítéljük meg, hogy a bér- és létszám-alkalmazkodás a munkaerőpiacon a korábbiaknál erőteljesebben és gyorsabban következhet be. A gyors nominális béralkalmazkodást azonban hátráltatja a szakképzettek minimálbér-emelésének mértéke és a tartósan magasabb fogyasztóiár-index.

3-1. ábra

A versenyszektor fajlagos munkaköltségének összetevői

(negyedéves adatok, éves változás)

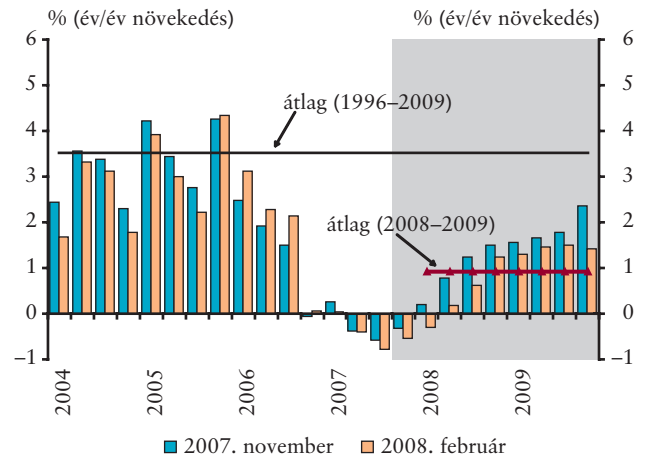


A háztartások fogyasztási keresletében – és az azzal jól együttmozgó havi indikátorában, a kiskereskedelmi értékesítésekben – továbbra sem látunk érdemi fordulatot, ezért feltételezzük, hogy a fogyasztásban bekövetkező fordulat a novemberi előrejelzéshez képest lassabban fog jelentkezni. A háztartások ugyanis a korábbiaknál erőteljesebb bér- és létszám-alkalmazkodással, illetve magasabb fogyasztóiár-emelkedéssel szembeülhetnek, aminek eredményeképp jövedelmük reálértéke az eddig feltételezettnél alacsonyabb lehet. Ennek hatására a háztartások fogyasztása középtávon a historikus átlaghoz és a novemberben előrejelzethez képest is alacsonyabb szintű növekedést érhet majd el.

3-2. ábra

A fogyasztási előrejelzésünk változása

(a háztartások fogyasztási kiadásai)



Összességében a gazdasági növekedés várható alakulásáról a következőket állíthatjuk. A gyengébb exportkilátások következtében alacsonyabb középtávú exportdinamika nem változtatja meg számottevően a nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulását, mivel a mérsékelt belföldi felhasználás miatt az import lassabban növekedhet.

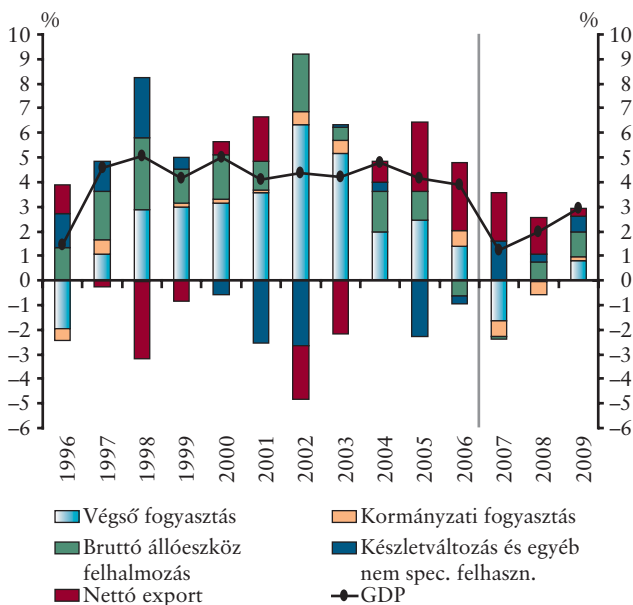
A magánszféra kedvezőtlenebb kilátásai – vállalatok romló keresleti és költségfeltételei, illetve a lakosság alacsonyabb reáljövedelmi kilátása –, a hitelfelárak nemzetközi emelkedése a korábban vártnál alacsonyabb középtávú beruházási dinamikát indokolnak. Ezt a hatást valószínűleg csak részben kompenzálhatják a vélhetően 2007-ről elhalasztott és később nagyobb ütemben megjelenő európai uniós támogatásokból finanszírozott fejlesztések, valamint a sajtóhírek alapján várható újabb nagymértékű gumiiparbeli beruházások.

A beruházások mellett a lakossági fogyasztási kiadások vártnál lassabb visszaerősödése okozza azt, hogy a bruttó hazai termék növekedésének felívelése novemberi várakozásunknál lassabban történhet meg.

3-3. ábra

Az egyes tényezők hozzájárulása a GDP-növekedéshez

(éves változás alapján)



3.2. KÜLSŐ EGYENSÜLYI PROGNÓZISUNK TOVÁBB JAVUL

2007-ben a külső egyensúlytalanság a korábbi várakozásunkat meghaladó mértékben csökkenhetett. A külső finanszírozási igény számottevő mérséklődése elsősorban az államháztartás hiányának meredek csökkenéséhez, és a részben ezzel összefüggésben alacsony belföldi felhasználáshoz köthető. Ezen folyamatok egy részét tartósnak ítéljük, így 2008–2009-ben legutóbbi előrejelzésünkhez képest szintén az alacsonyabb államháztartási hiány felé mutatnak a kockázatok, illetve a háztartások fogyasztása esetében is csak lassabban kibontakozó fordulatra számítunk. A fenti tényezők hatására a külső finanszírozási igény a teljes előrejelzési horizonton alacso-

nyabb lehet a korábban prognosztizáltnál. A hosszú távú fenntarthatóság tekintetében ugyanakkor kockázatot jelenthet, hogy a külső egyensúly javulása továbbra is mérsékelt beruházási dinamika, így a vállalatok finanszírozási igényének érdemi növekedése nélkül következhet be.

3.3. MAGASABB INFLÁCIÓS PROGNÓZIS, FŐKÉNT AZ ENERGIAÁRAK EMELKEDÉSE MIATT

Az új reálgazdasági pálya, a beérkező munkapiaci és árinformációk, illetve alapfeltevéseink változása következtében a fogyasztói árak növekedése összességében felfelé módosult, és a teljes előrejelzési horizonton a középtávú cél felett maradt. Az inflációs előrejelzésünk szerint 2008-ban 5,9%-ot, 2009-ben pedig 3,6%-ot tesz ki. Az elmozdulás alapvetően költség oldali tényezőkhez köthető. A számottevő emelkedés legnagyobb részét a termelői energia és szabályozott árak érdemi megemelkedése okozza, de jelentős a hatása a november óta – alapvetően átmenetinek vélt hatások miatt – tovább emelkedő mezőgazdaságiár-növekedésnek is. Az inflációt mérsékli a munkapiaci alkalmazkodás és a visszafogott fogyasztási kereslet.

Az előző inflációs jelentés óta az energiaárakra vonatkozó új információ kétféleképpen jelenik meg az inflációs kilátásokban: egyrészt a fogyasztóiár-indexbe nem tartozó termelői energiaárak, másrészt pedig a fogyasztóiár-index részét képező lakossági energiaárak emelkedésében.

A termelői energiaárak emelkedésének eredete két problémakörre bontható: a villamosenergia-piaci szabályozás megváltoztatása következtében emelkedett a termelői villamos energia ára, illetve a magasabb olajárak miatt várhatóan nőnek a villamosenergia- és gázárak. Az energiaárak az általunk korábban feltételezettnél nagyobb mértékben nőnek 2008 folyamán, ami a fogyasztói árakba történő begyűrűzés következté-

3-2. 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	2009. I. n.év	2009. II. n.év	2009. III. n.év	2009. IV. n.év
Feldolgozatlan élelmiszer	16,0	9,3	12,3	17,0	13,9	9,1	1,6	-4,4	-2,9	0,5	3,1	4,3
Járműüzemanyag és piaci energia	2,3	0,6	-2,1	7,4	14,1	8,3	5,7	2,3	-1,3	-1,3	-0,9	-1,0
Szabályozott árak	15,3	17,6	15,6	10,1	6,7	6,4	8,1	9,2	7,9	7,1	5,2	3,9
Maginfláció*	6,4	6,7	5,9	5,2	5,7	5,7	5,1	4,3	3,9	3,7	3,5	3,3
Fogyasztóiár-index	8,5	8,6	7,7	7,1	7,0	6,3	5,6	4,7	4,0	3,8	3,5	3,2
Maginfláció, éves átlag	6,0				5,2				3,6			
Fogyasztóiár-index, éves átlag	8,0				5,9				3,6			

* Az általunk előrejelzett mutató technikai okból, átmenetileg eltérhet a KSH által publikált indextől, hosszabb távon azonban azonos tendenciát követ azzal.

3-3. táblázat

Az inflációs előrejelzés változásának dekompozíciója novemberhez képest*

(a legfőbb tények)

	2008	2009
Tények	++	0
Járműüzemanyag	++	+
Mezőgazdaság	+	+
Import	+	+
Termelői gáz + távhő	0	+
Termelői áram	+	+
Regulált háztartási energia	+	++
Fajlagos munkaköltség	-	-
Fogyasztási kiadások	-	0

*+, ++: emelte, illetve erőteljesen emelte; -, --: mérsékelte, illetve erőteljesen mérsékelte; 0: nem befolyásolta érdemben a változást.

ben a teljes előrejelzési horizonton megemeli az általunk várt fogyasztóiár-indexet.

A fogyasztóiár-index részét képező szabályozott árakon belül a lakossági energiaárak (gáz, elektromos energia) – a termelői energiaárakhoz képest enyhébb, ugyanakkor a korábban vártnál nagyobb – emelkedése okozott számottevő inflációemelkedést.

Az előző jelentés óta beérkezett új mezőgazdaságiár-információk – a vártnál magasabb inflációs tényadatok és tőzsdei agrárárak – alapján arra számítunk, hogy a mezőgazdasági árak az eddig vártnál nagyobb mértékben fognak emelkedni. Úgy véljük, hogy a novemberben várthoz képesti további emelkedés oka főként átmeneti, ezért az inflációs előrejelzésünket nagyobb mértékben emeltük 2008-ra, mint 2009-re.

Az alapfeltevések közül a jelentősen magasabb olajárfeltevésünk – az energiaárakon túlmenően – a járműüzemanyag-árakat is emelte, a gyengébb árfolyamfeltevés következtében pedig magasabb lett az importált infláció. A várható infláció mérséklő tényező a konjunkturális folyamatokhoz köthető. A háztartások mérsékeltebb fogyasztási pályájához köthető új, alacsonyabb reálgazdasági pálya és az erőteljesebb bér- és létszám-alkalmazkodás a teljes előrejelzési horizonton kifejti deflációs hatását.

3.4. INFLÁCIÓS ÉS NÖVEKEDÉSI KOCKÁZATOK

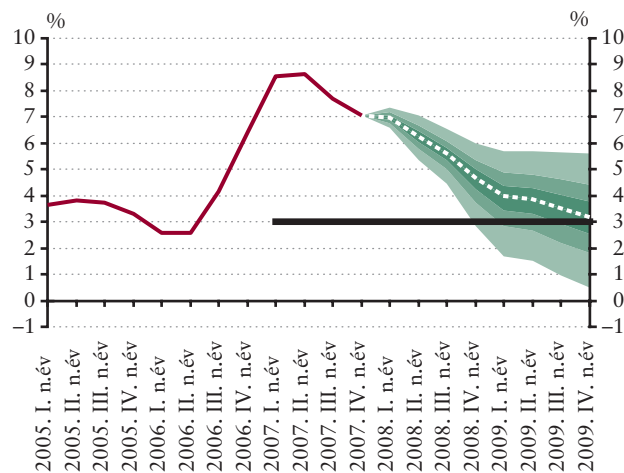
A novemberi inflációs jelentés felülvizsgálata során megtartottuk a legtöbb, akkor általunk legfontosabbnak vélt alterna-

tív forgatókönyvet: tartósan magasabb inflációs várakozások, gyengébb külső konjunktúra, illetve az output gap erősebb deflációs hatása.

Az inflációs előrejelzésünk alappályáját 2008-ban összességében közel szimmetrikus, enyhén lefelé irányuló kockázatok övezik, 2009-ben viszont hasonló nagyságrendűek a felfelé és a lefelé mutató kockázatok.

3-4. ábra

Az inflációs előrejelzés legyezőábrája*



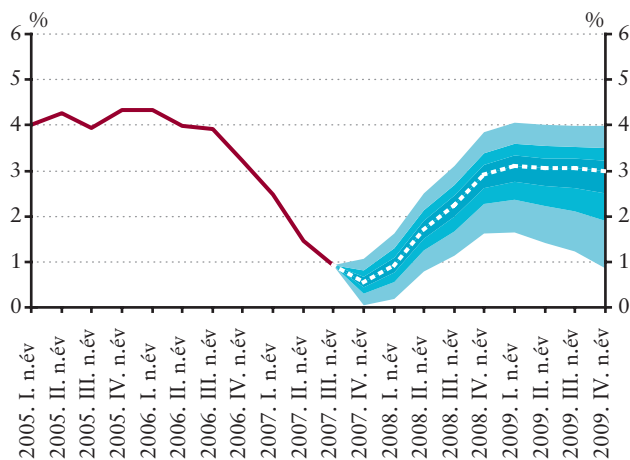
* A legyezőábra az alap-előrejelzés körüli bizonytalanságot jeleníti meg. A színezett területek összessége 90 százalékos valószínűséget fed le. A szagatott fehér vonallal ábrázolt fogyasztóiár-index alap-előrejelzést (mint módot) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékos területet fed le. A 2007-től behúzott folytonos vízszintes vonal a meghirdetett középtávú inflációs célt mutatja.

A tartósan magas fogyasztóiár-index eredményeként az inflációs előrejelzésünk szempontjából a teljes előrejelzési horizonton felfelé mutató kockázatot jelent az inflációs várakozások tartós megemelkedésének lehetősége. Ám ezt a kockázatot kompenzálja egy lanyhább külső kereslet lehetséges megvalósulása – alacsonyabb nemzetközi inflációs környezetet teremtve –, illetve a kibocsátási rés esetlegesen jelentősebb deflációs hatása.

A gazdasági növekedés esetében jelentős lefelé mutató kockázatok jellemzik az alap-előrejelzésünk körüli bizonytalanságot a teljes előrejelzési horizonton. Ennek háttérében főként keresleti tényezők (gyengébb külső kereslet) állnak, mivel jelentősek az európai és a tengerentúli gazdaság középtávú növekedésével kapcsolatos aggodalmak.

3-5. 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 módot) tartalmazó középső, legsötétebb sáv 30 százalékot fed le.

3-4. táblázat

Előrejelzéseink változása 2007. novemberhez képest

	2006	2007		2008		2009	
	Tény	Előrejelzés/Ténybecslés					
		November	Aktuális	November	Aktuális	November	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ¹	2,4	6,0	6,0	4,6	5,2	3,1	3,6
Fogyasztóiár-index	3,9	7,9	8,0	5,0	5,9	3,0	3,6
Gazdasági növekedés							
Külső kereslet (GDP-alapon)	3,9	3,4	3,5	2,9	2,5	2,9	2,5
Fiskális keresleti hatás ²	2,6	-3,6	↓	-0,8	↔	-0,1	↓
Lakossági fogyasztás	2,1	-2,1	-2,3	0,4	0,0	1,6	1,3
Memo: Lakossági fogyasztási kiadás	1,9	-0,3	x	0,9	x	1,8	x
Állóeszköz-felhalmozás	-2,8	1,7	-0,5	4,2	3,5	5,5	5,1
Belföldi felhasználás	1,1	0,0	-0,6	1,2	0,8	3,0	2,7
Export	18,9	15,1	14,5	11,6	10,5	10,3	9,6
Import ³	14,5	13,1	12,1	10,3	9,4	10,2	9,5
GDP	3,9	1,6	1,3	2,4	2,0	3,2	3,0
Folyó fizetési mérleg hiánya³							
A GDP százalékában	6,5	5,5	↓	5,3	↓	5,2	↓
Milliárd euróban	5,8	5,7	↓	5,9	↓	6,1	↓
Külső finanszírozási igény³							
A GDP százalékában	5,7	4,3	↓	3,3	↓	2,8	↓
Munkapiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ^{4,8}	8,2	8,4 (7,7)	8,0 (7,3)	6,5 (6,1)	6,8 (6,4)	5,4	5,2
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság ⁵	0,7	0,4	0,2	-0,1	-0,6	-0,2	-0,4
Versenyszféra bruttó átlagkereset ^{6,8}	9,4	9,7 (8,3)	9,1 (8,0)	8,2 (7,7)	7,8 (7,1)	6,8	6,8
Versenyszféra foglalkoztatottság ⁵	0,9	1,1	1,0	0,0	-0,6	-0,3	-0,6
Versenyszféra fajlagos munkaköltség ^{5,7}	4,4	7,0	8,0	4,4	3,4	3,0	2,7
Lakossági reáljövedelem	-1,5*	-3,0	-3,2	2,1	1,3	2,4	1,7

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 importszám és a folyó fizetési mérleg-hiány/külső finanszírozási igény a hivatalos számoknál, illetve az ezeken alapuló előrejelzéseinknél magasabb lehet. ⁴ Pénzforgalmi szemléletben. ⁵ A KSH munkaerő-felmérése szerint. ⁶ A fehéredés hatását is tartalmazó, eredeti KSH-adatok szerint. Zárójelben a fehéredés hatásától tisztított adatok szerepelnek. ⁷ A versenyszféra fajlagos munkaköltsége a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt bérmutatóval számolódott. ⁸ A 2008-as béralakulás esetében a zárójelben szereplő szám a fehéritett és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt béradatra vonatkozik, mely közvetlenül összevethető a novemberi inflációs jelentésben közölttel.

* MNB-becslés.

↑ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2007. novemberi inflációs jelentéshez képest magasabb előrejelzés irányába mutat.

↓ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2007. novemberi inflációs jelentéshez képest alacsonyabb előrejelzés irányába mutat.

↔ Megítélésünk szerint az adott változó várható pályája a 2007. novemberi inflációs jelentésben publikált előrejelzésnek közel megfelelően alakul.

4. A 2007-re vonatkozó inflációs előrejelzéseink értékelése

2003 óta minden év elején visszatekintünk, hogy az éppen mögöttünk hagyott esztendőre vonatkozó korábbi inflációs előrejelzéseink hogyan teljesültek. Ezt a hagyományt folytatva ebben a fejezetben azt elemezzük, hogy a 2007-re vonatkozó prognózisaink hogyan viszonyulnak a tényadathoz, az eltéréseket milyen tényezők okozhatták, és hogy mindebből milyen tanulságokat vonhatunk le előrejelzési képességünk javítása érdekében.

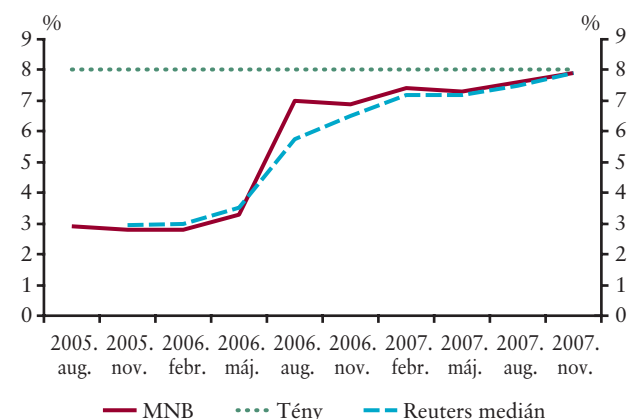
A 2007-es inflációra 2005 augusztusa óta adtunk előrejelzést, összesen 10 alkalommal.¹⁰ Az időszak elején – 2005 augusztusától 2006 májusáig – 3 százalék körüli, azaz az inflációs céllal konzisztens előrejelzést adtunk. Az időszak közepén és végén – 2006 augusztusától 2007 novemberéig – 7 százalék körüli, illetve e feletti, azaz az inflációs célnál lényegesen magasabb prognózisokat publikáltunk. Összességében mégis az mondható el, hogy a később megvalósult inflációnál minden alkalommal kisebb előrejelzést adtunk. Ugyanakkor az is igaz, hogy az eltérés az időszak első harmadában sokkal nagyobb volt (átlagosan 5 százalékpont), mint azután (átlagosan 0,6 százalékpont). Bár az természetesnek tekinthető, hogy időben előre haladva az adott évre vonatkozó előrejelzések – a beérkezett információk felhalmozódásával párhuzamosan – javulnak, a fent említett törés szokatlanul nagy. Ezt az magyarázza, hogy a két időszakot gyökeresen ellentétes folyamatok határozták meg.

Az időszak elején, egészen 2006 májusáig a deflációs folyamatok domináltak. Ebben szerepet játszott az árupiaci verseny EU-csatlakozást követő erősödése, az importált infláció csökkenése, és a bérinfláció, illetve az inflációs várakozások mérséklődése. Emellett a 2005-ben bejelentett adócsökkentési program további deflációs impulzust valószínűsített. Ugyanakkor – anélkül, hogy azt az előrejelzésünk folyamán számszerűsíthettük volna – nyilvánvaló volt, hogy a tervezett költségvetési/makrogazdasági pálya fenntarthatatlan. 2006 közepétől egyértelműen felerősödtek a magasabb infláció kialakulásának irányába mutató folyamatok. Ennek leglényegesebb eleme volt a költségvetési kiigazító program bejelentése

és életbe léptetése, amely közvetlenül, valamint a vállalati költségek és az inflációs várakozások emelkedésén keresztül közvetve is javarészt emelte az inflációt.¹¹ Mindemelllett a magasabb infláció kialakulásának irányába hatott a gyengülő forintárfolyam és az emelkedő olajárak is. A fent említett eseményekhez alkalmazkodott a munkapiac is, ami magasabb fajlagos bérköltség-növekedési ütemeket eredményezett. Végsőül 2007 közepétől jelentős inflációs tényezővé vált a mezőgazdasági, illetve élelmiszertermékek sokszerű globális emelkedése.

4-1. ábra

Az MNB és a Reuters-felmérésben részt vevő elemzők 2007-es átlagos inflációra vonatkozó előrejelzései



Az MNB előrejelzéseinek átlagos abszolút hibája az időszak egészen némileg kisebb volt (2,1 százalékpont), mint a Reuters-felmérésben részt vevő elemzők mediánjái (2,3 százalékpont).¹² Ugyanakkor az összkép nem különbözik: kezdetben a piaci elemzők és az MNB is cél körüli, később jóval cél feletti előrejelzéseket adtak. Az egyetlen időszak, amikor érdemi eltérés tapasztalható a két elemzői kör között, az a 2006. augusztusi időpont. Ekkorra már ismertté váltak a költségvetési kiigazító intézkedések, de annak hatásait a számok tanúsága szerint a piaci elemzők összességében csak fokozatosan érvényesítették az előrejelzésekben. Jellemző az is, hogy

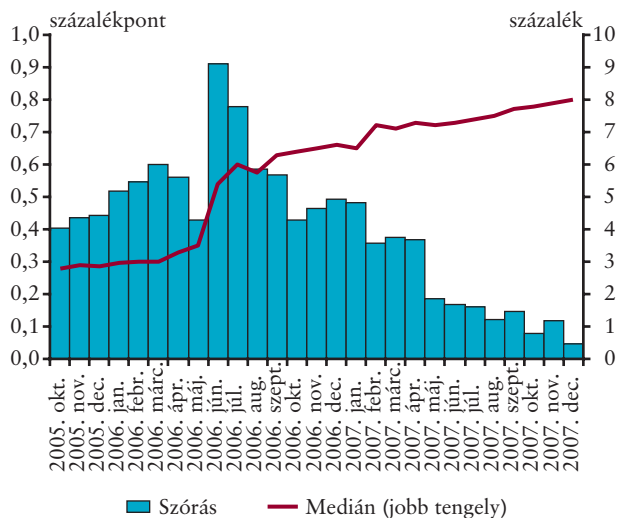
¹⁰ A 2007-es inflációra vonatkozó előrejelzéseink hatékonyságát az éves átlagos változás alapján vizsgáljuk. Ugyanakkor jogosan merülhet fel a kérdés, hogy miért ne elemezhetnénk a decemberi, illetve a IV. negyedévi éves változást, esetleg a 2007-es év összes negyedévének éves indexét. A kérdést az döntötte el, hogy 2005 augusztusa óta a jelentésekben hiánytalanul csak az éves átlagra vonatkozó prognózisok állnak rendelkezésre. Ezenfelül a 3 százalékos konstans inflációs cél is leginkább az éves átlagos mutató értékével vethető össze.

¹¹ Bár az intézkedéssorozat összességében egyértelműen emelte az inflációt, a háztartások fogyasztási keresletének mérséklődésén keresztül némi deflációs hatás is kimutatható.

¹² Ennél a számításhoz csak a 2005 novemberé és 2007 novemberé közötti időszakot vettük figyelembe, mivel a Reuters-felmérés 2005 augusztusában még nem tartalmazott kérdést a 2007-es átlagos inflációra.

4-2. ábra

A Reuters-felmérésben részt vevő elemzők 2007-es átlagos inflációra vonatkozó előrejelzései



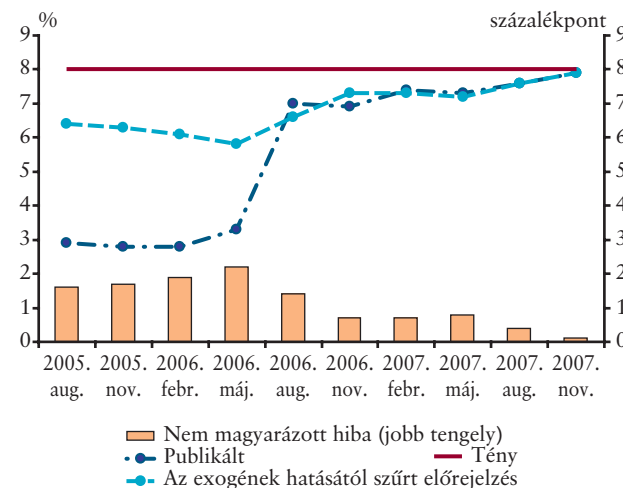
éppen ebben a 2006. nyári időszakban volt a piaci elemzők előrejelzéseinek legnagyobb a szórása, azaz a költségvetési intézkedések inflációs hatásának megítélése nagy bizonytalanságot hordozott.

Mindazonáltal önmagában a korábbi előrejelzéseink és a tényadat eltéréseiből keveset tanulhatunk. Ennek az az oka, hogy az előrejelzési hibát okozhatta számos olyan tényező, amit a prognózis készítésekor még nem vehettünk figyelembe. Ilyenek lehetnek a később bejelentett kormányzati intézkedések (pl. szabályozott árak trendtől jelentősen eltérő emelése, áfakulcsok megváltozásának hatásai), illetve az (olajárakra, illetve a devizaárfolyamokra vonatkozó) alapfeltevéseink feltételezettől eltérő alakulása. Amennyiben a fent említett – az előrejelzési modell számára exogén – tényezők feltételezettől eltérő alakulásának inflációs hatásával korrigáljuk a korábbi prognózisainkat, akkor megkapjuk azt a hipotetikus prognózist, amit az exogén tényezők később bekövetkezett pályájának tudatában vélhetően adottunk volna, illetve feltárul a valódi modellezési (azaz az exogén tényezőkkel nem magyarázott) hiba. A fenti módon definiált hipotetikus prognózisok 2006 májusáig 6 százalékpont körüli, azután 7 százalékos, vagy afölötti értéket mutatnak. A modellezési hiba pedig az időszak egészén a fogyasztóiár-index tekintetében 1,1, a maginfláció esetében pedig 0,7 százalékpont. Ezen modellezési hiba nagyságrendjének megítéléséhez két támpontot adhatunk. Egyrészt elmondható, hogy a modellezési hiba fele a teljes előrejelzési hibának, azaz az exogén tényezők várttól eltérő alakulása – különösen a 2005 közepe és 2006 közepe közötti időszakra – magyarázza jelentős részben a teljes előrejelzési hibát. Másrészt a tavalyi átlagos fogyasztóiár-indexre vonatkozó model-

lezési hiba összevethető lehet a korábbi évek hasonló hibáival. Mivel átlagos inflációra vonatkozó előrejelzési hibát csak 2005-re számoltunk, a mostani adat azzal hasonlítható össze. Összességében elmondható, hogy az akkori 0,9 százalékpontos modellezési hiba nem különbözik lényegesen a mostani 1,1 százalékponttól.¹³

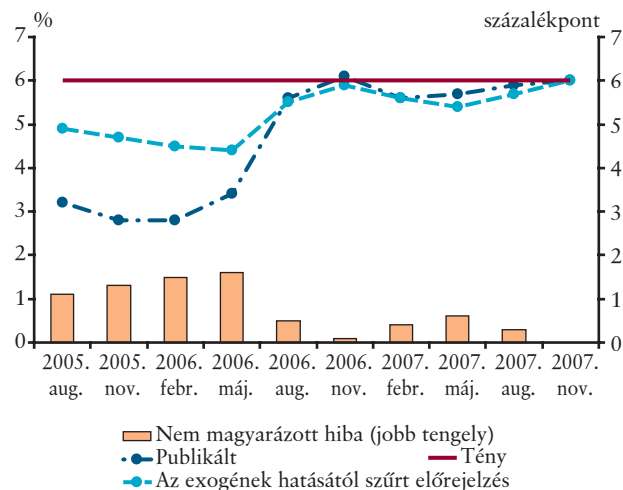
4-3. ábra

A 2007-es átlagos fogyasztói inflációra vonatkozó MNB-előrejelzés és a tényadat



4-4. ábra

A 2007-es átlagos maginflációra vonatkozó MNB-előrejelzés és a tényadat



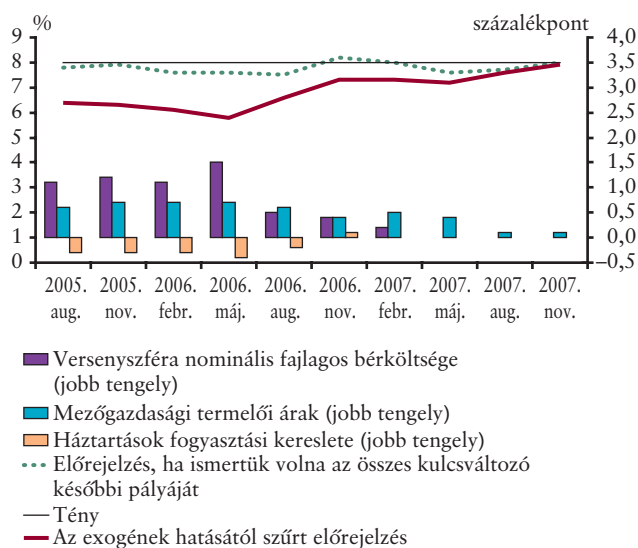
Érdekes lehet még azt is számba venni, hogy mennyit javult volna előrejelzésünk, ha ismertük volna azoknak az inflációs előrejelzés szempontjából kulcsfontosságú egyéb tényezőknek a később megvalósult pályáját is, amiket nem tekinthetünk

¹³ Érdemes ugyanakkor megjegyezni, hogy a fenti kalkuláció az egyes exogén tényezők elsődleges hatásával kalkulál csupán. Így például a kormányzati kiigazító csomag esetleges másodlagos inflációs hatása a modellezési hibában csapódik le.

exogéneknek, tehát amikre legjobb tudásunk szerint előrejelzést készítünk. Három ilyen – az előrejelzési folyamat szempontjából endogén – kulcsváltozó jön szóba: a háztartások fogyasztási kereslete, a versenyszféra nominális fajlagos bérköltsége és a mezőgazdasági termelői árak. A háztartások fogyasztási kereslete jellemzően elmaradt attól, mint amit korábban előre jeleztünk, ezzel szemben a fajlagos bérköltség és a mezőgazdasági termelői árak magasabbak lettek, mint korábban prognosztizáltuk. A háztartások fogyasztási kereslete, illetve a fajlagos bérköltség előrejelzés hibája érdemben lecsökkent 2006 második felétől, a költségvetési kiigazító intézkedések megismerését követően. Ezzel szemben a mezőgazdasági termelői árakra vonatkozó előrejelzési hiba egészen 2007 közepéig, a sokszerű globális és regionális mezőgazdasági alapanyagár-emelkedés kezdetéig érdemben hozzájárul a modellezési hibánkhoz. Összességében tehát, ha ismertük volna előre a fontosabb exogén és endogén változók később megvalósult pályáját, akkor a tényadathoz igen közeli előrejelzést adtunk volna az időszak egészén. Úgy tűnik tehát, hogy a jelenlegi modellezési módszereink jól megragadják a hazai inflációs folyamatok mozgatórugóit. Ugyanakkor a fenti elemzés arra is rávilágít, hogy például a munkapiaci alkalmazkodási folyamatok vagy a mezőgazdasági termelői árak alakulásának jobb megértése további jelentős kihívásokat jelentenek.

4-5. ábra

Az endogén kulcsváltozók szimulált hatása az előrejelzésre



Jelentés az infláció alakulásáról

(időközi felülvizsgálat)

2008. február

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegy út 19–21.

