

BEVEZETÉS

Az EKB Kormányzótanácsa rendszeres közgazdasági és monetáris elemzése alapján 2011. december 8-i ülésén 25 bázisponttal csökkentette az EKB irányadó kamatait. A döntés a 2011. november 3-i szintén 25 bázispontos kamatvágást követi. Az infláció üteme több hónapig továbbra is 2% fölött valószínűsíthető, majd ezután csökken 2% alá. A kiéleződő pénzügyi piaci feszültségek továbbra is visszafogják az euroövezet gazdaságát, továbbá a kilátásokat is változatlanul nagy bizonytalanság és jelentős lefelé mutató kockázatok övezik. Ebben a környezetben az euroövezetben ható költség-, bér- és árodali nyomás a monetáris politikai szempontból releváns időtávon visszafogott marad. A pénzmennyiség bővülésének alapüteme továbbra is mérsékelt. Összességében a monetáris politika számára rendkívül fontos az árstabilitás középtávon való fenntartása, ami biztosítja az euroövezetbeli inflációs várakozások szilárd rögzítését összhangban azzal a kormányzótanácsi céllal, hogy az inflációs rátákat középtávon 2% alatt, de annak közelében tartsa. A várakozások rögzítése nélkülözhetetlen ahhoz, hogy a monetáris politika támogassa a gazdasági növekedést és a munkahelyteremtést az euroövezetben.

A Kormányzótanács – mivel továbbra is támogatni kívánja az euroövezeti bankok likviditási helyzetét, és annak folyományaként, hogy 2011. november 30-án a globális pénzügyi rendszer likviditását összehangolt központi banki akcióval támogatták – további rendkívüli intézkedésekről is döntött. Ezzel még jobban megkönnyítenék a bankszektor számára a likviditáshoz való hozzáférést, és elősegítenék az euroövezeti pénzpiac működését. Az intézkedések várhatóan, támogatják a háztartásoknak és nem pénzügyi vállalatoknak történő hitelnyújtást. Ezzel összefüggésben a Kormányzótanács a következőkről határozott:¹

Először is két hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletet végzünk 36 havi lejáratú és egy év után előrehozott visszafizetési opcióval, valamint teljes elosztású, rögzített kamatozású tender formájában. A kamatlábat az adott művelet futamideje alatt esedékes irányadó refinanszírozás átlagos kamatlábjának mértékében rögzítjük, a kamatot pedig az adott művelet lejáratakor fizetjük ki.

Másodszor, egyes eszközfedezetű (ABS) értékpapírok értékelési küszöbének leengedésével kívánjuk bővíteni a fedezetek rendelkezésre állását. Az eurorendszer műveleteiben már elfogadott ABS értékpapír mellett az eurorendszer harmonizált hitelskáláján a következő legjobb, azaz kibocsátáskor és utána folyamatosan legalább „egy A” besorolású ABS értékpapírokat is elfogadunk az eurorendszer hitelműveleteiben fedezetül az alapjukat képező fedezeti eszközökkel együtt, amelyek a lakáscélú jelzáloghitelt és a kis- és középvállalkozásoknak nyújtott hitelt foglalják magában. Emellett a nemzeti központi bankoknak átmeneti megoldásként lehetőségük nyílik további teljesítő hitelköveteléseket (nevezetesen bankhitelt) is fedezetül elfogadni, amennyiben ezek megfelelnek a meghatározott elfogadhatósági kritériumoknak. Az említett hitelkövetelések elfogadásáért a használatukat engedélyező nemzeti központi bank visel felelősséget.

Harmadszor, a jelenleg 2%-os tartalékrátát 1%-ra engedjük le, ami fedezetet szabadít fel, és támogatja a pénzpiaci forgalmat. Mivel az EKB irányadó refinanszírozási műveletei során teljes elosztást alkalmazunk, és amiatt ahogy a bankok ezt az opciót alkalmazzák, a pénzpiaci kondíciók irányításához nincs szükség olyan mértékben a kötelező tartalékrendszerre, mint normal körülmények között.

Negyedszer, egyelőre beszüntetjük az egyes tartalékolási periódusok utolsó napján végzett finomhangoló műveleteket, ami a pénzpiac működését elősegítő technikai intézkedés.

¹ További részletek a „Az EKB a banki hitelezés és a pénzpiac működését támogató intézkedéseket jelentett be” című 2011. december 8-i sajtóközleményben olvashatók.

Mint előzőleg már többször megfogalmaztuk, az összes rendkívüli monetáris politikai intézkedést eleve átmenetinek tervezzük.

Közgazdasági elemzés: az euroövezet reál-GDP-je 2011 harmadik negyedévében 0,2%-kal nőtt, tehát ugyanolyan ütemben, mint az előző negyedévben. Felmérési adatok az idei év utolsó negyedévében gyengébb gazdasági teljesítményre utalnak. Számos tényező gyengíti az euroövezet növekedésének alapütemét, így többek között a világgazdasági kereslet növekedésének mérséklődő üteme, az általános finanszírozási feltételeket és a bizalmat érintő kedvezőtlen hatások, amelyek a néhány euroövezeti tagország államkötvénypiacán folyamatosan tapasztalható feszültségekből fakadnak, valamint a pénzügyi és a nem pénzügyi szektorokban zajló mérlegkiigazítás. A Kormányzótanács ugyanakkor arra számít, hogy az euroövezet gazdasága nagyon fokozatosan ugyan de talpra áll a jövő év folyamán, amit a rugalmasan reagáló világkereslet, az igen alacsony rövid lejáratú kamatszint, valamint a pénzügyi szektor működését támogató sokféle intézkedés is elősegít.

Hasonló értékelést tükröz az eurorendszer szakértőinek 2011. decemberi, euroövezeti makrogazdasági prognózisa is, amely a reál GDP éves növekedését 2011-ben a 1,5% és 1,7%, 2012-ben -0,4% és 1,0%, 2013-ban pedig 0,3% és 2,3% között jósolja. Az EKB szakértőinek 2011. szeptemberi euroövezeti makrogazdasági prognózisában foglaltakkal összehasonlítva a 2011. évi GDP-növekedésre adott prognózis sávja szűkebb, a 2012. évi sávot pedig jelentősen lefelé módosították. A módosítások elsősorban az államadóssági válság okozta fokozott bizonytalanság miatt gyöngülő bizalomnak és a romló finanszírozási helyzetnek a belföldi keresletre gyakorolt hatásával magyarázhatók, továbbá a külső kereslet lefelé való módosítását is tükrözik.

A Kormányzótanács megítélése szerint az euroövezet gazdasági kilátásait az alacsonyabb növekedés irányába mutató jelentős kockázatok övezik, nagy bizonytalansággal jellemezhető környezetben. A lassulás felé mutató kockázatok az euroövezet pénzügyi piacain érzékelhető feszültségek kiéleződésével állnak összefüggésben, valamint ezeknek az övezet reálgazdaságában való potenciális átgyűrűzésével. A lassabb növekedés irányába mutató kockázatok a vártnál gyengébb világgazdasággal, a protekcionista nyomással, valamint a globális egyensúlyi zavarok szabálytalan korrekciójával hozhatók összefüggésbe.

Az árak alakulása: az euroövezet éves HICP-inflációja az Eurostat előzetes becslése szerint 2011 novemberében 3,0% volt, vagyis az előző két havi adathoz képest nem változott. Az inflációs ráták tavaly év vége óta megemelkedett szinten vannak, ami főként a magasabb energia- és egyéb nyersanyagáraknak tudható be. Az elkövetkező időszakban az infláció még hónapokon át 2% fölött valószínűsíthető, majd a későbbiekben csökken 2% alá. Ez a dinamika azt a várakozást tükrözi, hogy a lassúbb euroövezeti és világgazdasági növekedés jellemezte környezetben az euroövezetben fellépő általános költség- bér-, és árodali nyomás továbbra is kisebb lesz.

Ezt az értékelést tükrözi az eurorendszer szakértőinek 2011. decemberi euroövezeti makrogazdasági prognózisa is, amely szerint az éves HICP-infláció 2011-ben a 2,6% és 2,8% közötti tartományban, 2012-ben 1,5% és 2,5%, míg 2013-ban 0,8% és 2,2% között alakul. Az EKB szakértőinek 2011. szeptemberi prognózisával összevetve a 2011-re és 2012-re vonatkozó prognózissávokat kissé felfelé tolták, ami az euróban kifejezett magasabb olajár és a közvetett adók nagyobb hatásából ered. Az említett tényezők árszint-emelő hatása várhatóan több mint ellensúlyozza a profitráták és a bérnövekedés lefelé való kiigazítását, ami a gazdaság növekedési ütemének lefelé való módosításával függ össze.

A középtávú árstabilitási kockázatokat a Kormányzótanács összességében továbbra is kiegyensúlyozottnak látja. Magasabb inflációt okozhat elsősorban az, ha az elkövetkező években végrehajtandó fiskális konszolidáció miatt tovább emelkednek a közvetett adók és a szabályozott árak. Az alacsonyabb infláció irányában hat ugyanakkor az euroövezet és a világgazdaság vártnál gyengébb növekedése.

Monetáris elemzés: az M3 éves növekedési üteme a 2011. szeptemberi 3,0%-ról októberben 2,6%-ra csökkent. A magánszektor hitelállományának hitelértékesítéssel és értékpapírosítással korrigált éves növekedési üteme a szeptemberi 2,7% után októberben 3,0%-ra emelkedett. Az előző két hónaphoz hasonlóan az október pénzmennyiség-adat is a megemelkedett pénzügyi piaci bizonytalansággal hozható összefüggésbe.

Ami az ellenoldali tételeket illeti, a nem pénzügyi vállalatoknak, illetve a háztartásoknak nyújtott hitelek hitelértékesítéssel és -értékpapírosítással korrigált éves növekedési üteme októberben 2,3%, illetve 2,5% volt, vagyis összességében nem változott. Az októberben lezajlott jelentős szintű értékpapírosítás miatt a korrigálatlan növekedési ütemek alacsonyabbak voltak. A hitelezési adatok összességében nem utalnak arra, hogy az októbert megelőző időszakban a felfokozott pénzügyi piaci feszültségek jelentősen befolyásolták volna a hitelkínálatot. Ugyanakkor mivel előfordulhat, hogy a hitelkínálati hatás késve jelenik meg, az elkövetkező időszakban alaposan figyelemmel kell kísérnünk a hitelezés alakulását.

Az adekvát középtávú perspektívából, illetve a rövid távú ingadozástól eltekintve általában megállapítható, hogy a pénzmennyiség továbbra is alapjaiban véve mérsékelt ütemben bővül.

A banki mérlegek kiegyensúlyozottsága kulcsszerepet játszik a pénzügyi piaci feszültségekből adódó esetleges negatív visszacsatolási hatások tompításában, és elősegíti, hogy a gazdaság hitellel való ellátása fokozatosan megfelelő szintet érjen el. Az Európai Tanács október 26-i döntése, amelynek értelmében 9%-ra emelik a bankok által 2012. június végéig az első csoportba sorolt eszközök csoportjában kitűzött tőkeemelés, várhatóan megerősíti az euroövezet bankrendszerének ellenálló képességét és rugalmasságát középtávon. Ezzel kapcsolatban rendkívül fontos, hogy az országos felügyeletek biztosítsák, hogy a bankok újratőkésítési terveinek megvalósítása nem jár az övezet gazdaságának finanszírozására káros fejleménnyel.

Összefoglalva, az infláció az elkövetkező hónapok során továbbra is 2% fölött valószínűsíthető, majd ez után süllyed 2% alá. A kiéleződő pénzügyi piaci feszültségek továbbra is visszafogják az euroövezeti gazdaságot, továbbá a kilátásokat is változatlanul nagy bizonytalanság és jelentős lefelé mutató kockázatok övezik. Ebben a környezetben az euroövezetben ható ár-, költség- és béroldali nyomás a monetáris politikai szempontból releváns időtávon várhatóan visszafogott marad. A monetáris elemzésből származó jelzésekkel való összevetés is a fenti kilátásokat igazolja, mivel a pénzmennyiség-növekedés alapüteme továbbra is szerény.

A fiskális politika terén minden euroövezeti kormányzatnak sürgősen meg kell tennie minden tőle telhetőt az egész euroövezet fenntartható fiskális helyzetének támogatására. A pénzügyi piacok normális működése helyreállításának legfontosabb előfeltétele egy olyan új fiskális egyezség, amely alapjaiban fogalmazza újra a fiskális szabályokat, valamint az euroövezeti kormányzatok által vállalt fiskális kötelezettségeket. A döntéshozóknak korrigálniuk kell a túlzott hiányt, és az elkövetkező években a szükséges kiigazítási intézkedések meghozatala és végrehajtása révén biztosítaniuk kell országukban az egyensúlyi költségvetést. Ezáltal megerősödik a döntéshozók intézkedéseibe vetett közbizalom, és a gazdaság egészét tekintve is javul az általános hangulat.

A Kormányzótanács ismételten felszólít arra, hogy a fiskális konszolidációt átfogó és ambiciózus szerkezeti reformokkal kell összekapcsolni. A konszolidáció és a szerkezeti reformok szoros egysége megerősíti a bizalmat, javítja a növekedési kilátásokat és a munkahelyteremtést. A legfontosabb reformokat azonnal végre kell hajtani, hogy az euroövezeti tagországokban javuljon a versenyképesség, növekedjen a gazdaság rugalmassága, és javuljon a hosszabb távú növekedési potenciál. Az Európai Tanács 2011. december 8–9-i találkozóját követő megállapodások fontos lépést jelentenek ebben az irányban. Munkaerő-piaci reformokkal kell törekedniük a merevségek eltávolítására, és meg kell

esősíteniük a berrugalmasságot. A termékpiaci reform terén arra kell összpontosítaniuk, hogy a piacokat teljesen megnyissák a fokozott verseny előtt.

1. keretes írás

A KORMÁNYZÓTANÁCS 2011. DECEMBER 8-I DÖNTÉSE TOVÁBBI RENDKÍVÜLI MONETÁRIS POLITIKAI INTÉZKEDÉSEK BEVEZETÉSÉRŐL

Az EKB Kormányzótanácsa 2011. december 8-án több olyan intézkedésről is döntött, amellyel meg kívánják akadályozni az euroövezeti pénzügyi piacok egyes szegmenseiben érezhető feszültségekből eredő, a monetáris politika transzmissziós mechanizmusát veszélyeztető hatásokat. A pénzügyi piaci feszültségek potenciálisan gátolhatják az eurorendszer monetáris politikájának transzmisszióját, tehát ronthatják lehetőségeit az euroövezet árstabilitásának fenntartásában. Az intézkedésekkel ugyanakkor nem kívánják befolyásolni az aktuális monetáris politikai irányultságot.

A Kormányzótanács döntése kiterjed a refinanszírozási kínálat kibővítésére, amelyet két 36 hónapos lejáratú művelet bevezetésével kívánnak megvalósítani, amelyek támogatják az euroövezet gazdasága által igénybe vehető hitelkínálatot. Ezzel enyhül annak a kockázata, hogy a tartósan fennálló pénzügyi piaci feszültségek hosszabb távon befolyásolják az euroövezeti bankok refinanszírozási forrásokhoz való hozzáférését. Az eurorendszer a műveletek bevezetésével lehetővé kívánja tenni a bankok számára, hogy a jövőben is hozzáférjenek hosszabb lejáraton is a stabil finanszírozáshoz. Ez alapvető fontosságú a hitelezés élénkítéséhez az euroövezeti bankokat érintő azon kedvezőtlen hatások korlátozásán keresztül, amelyek a piacok nehéz finanszírozási helyzete miatt lépnek fel. Ehhez járul még, hogy egy év elteltével a bankok előtt nyitva áll a lehetőség, hogy a műveletek során felvett összegeket visszafizessék, ami a kötelezettségeik kezelésének megkönnyítése révén nagy rugalmasságot biztosít a számukra.

A Kormányzótanács emellett még bejelentette az értékpapírokhoz kapcsolódó jegybankképes fedezetek körének átmeneti kibővítését is, továbbá azt a szándékát, hogy az elfogadható hitelköveteléseket (azaz bankhiteleket) a jövőben nagyobb mértékben használják fel fedezeti célra az eurorendszer műveletei során. Ezzel az intézkedéssel a banki hitelezést is támogatják, mivel az euroövezeti banki mérlegekben megemelkedik a jegybanki refinanszírozás igénylésekor alkalmazható eszközök mennyisége. A jegybankképes fedezetek körének kibővítése révén többen tudják igénybe venni a teljes elosztású és rögzített kamatú tendereljárást (a kiegészítő hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteket is beleértve), aminek köszönhetően a pénzügyi piaci feszültségek kevésbé befolyásolják a jegybanki refinanszírozáshoz való hozzáférést. A kibővített fedezeti körbe bekerültek a reálgazdasági hitellel fedezett értékpapírok, valamint a nem értékpapírosított hitelek (eszközfedezetű értékpapír, illetve hitelkövetelés). Ezzel az euroövezeti bankok könnyebben hozzáférhetnek az eurorendszeri refinanszírozáshoz, hiszen most már közvetlenül a hitelnyújtáshoz kapcsolódó eszközöket is felhasználhatnak.

A Kormányzótanács a hitelkövetelések kérdésében úgy határozott, hogy átmenetileg elfogadja fedezetül az adott ország szintjén jegybankképesnek minősülő hitelköveteléseket. Bár az euroövezeti bankok döntő többsége jelenleg nem küzd fedezethiánnyal, a fenti intézkedéssel rövid idő alatt bővíthető a fedezeti kör, ami elővigyázatossági intézkedés arra az esetre, ha a tartós pénzügyi piaci feszültségek miatt általános fedezethiány lépne fel. A nemzeti központi bankok elfogadhatósági kritériumokat alkalmaznak a hitelkövetelések értékelése során. A Kormányzótanács üdvözlőné, ha a hitelköveteléseket összehangolt kritériumok alapján az eurorendszer műveleteiben az eddiginél nagyobb mértékben használnák fedezetül. E célból meg kívánja erősíteni belső hitelminősítési kapacitását, és arra ösztönzi a potenciális külső hitelminősítőket és a belső minősítésen alapuló rendszert használó kereskedelmi bankokat, hogy forduljanak jóváhagyásért az eurorendszer hitelminősítő rendszeréhez.

A Kormányzótanács a pénzpiac működését támogató intézkedéseket is hozott. Az euroövezeti pénzpiacok megfelelő működése ugyanis elengedhetetlen ahhoz, hogy a monetáris politikai impulzusok a bankrendszer közvetítésével átkerüljenek az övezet gazdaságába. Ennek megfelelően beszüntetik a tartalékolási periódusok végén szokásos finomhangoló műveleteket. Jelen körülmények között nincs szükség erre a műveletre, amellyel kiegyensúlyozott likviditási helyzetben különösen a tartalékolási periódus utolsó napján szokták a rövid lejáratú pénzpiaci kamatok volatilitását enyhíteni, hiszen aggregált szinten a szükségesnél több likvid forrás áll rendelkezésre. Emellett a Kormányzótanács arról is határozott, hogy átmeneti ideig 2%-ról 1%-ra engedik le a tartalékrátát, hogy ezzel a piaci szereplőket a pénzpiaci ügyletkötésre ösztönözzék azáltal, hogy az alacsonyabb ráta megdrágítja a bankok számára a likviditási puffertartását, amely a tartalékperióduson belüli likviditási sokkok simításának egyik alternatív módja. Ezzel összefüggésben megjegyzendő, hogy amennyiben a szükségesnél több likvid forrás van a rendszerben, technikai értelemben nincs szükség a kötelező tartalékokra. Ennek az intézkedésnek másik várható hatása, hogy bővül a bankok rendelkezésére álló fedezet, mivel csökken az eurorendszerrel szembeni likviditási igényük, tehát nem lesz szükségük annyi fedezetet lekötni.

A Kormányzótanács szerint a fenti intézkedések elengedhetetlenek ahhoz, hogy garantálják a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságát. Eltávolítják ugyanis a gazdaságban a finanszírozási források elérhetőségének akadályait, amelyek abból erednek, hogy az államadóssági válság begyűrűzik a bankok finanszírozási piacaira és az eszközértékelésbe. Az intézkedések segítségével a háztartások, a nem pénzügyi vállalatok és a pénzügyi közvetítők folyamatosan és kedvező feltételekkel férhetnek hozzá a finanszírozási forrásokhoz, ami hozzájárul az euroövezet középtávú árstabilitásának fenntartásához is.

AZ EKB 2011. DECEMBERI HAVI JELENTÉSE – A FEJEZETEK KIVONATOS ISMERTETÉSE

GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK

1 AZ EUROÖVEZET ÉS A NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK

Az elmúlt hónapokban a világgazdaság folyamatosan veszített növekedési lendületéből. Fokozott pénzügyi piaci bizonytalanság és növekvő feszültség mellett világszerte tovább romlott az üzleti és a fogyasztói bizalom. Ezek az események gyengítették a termelési láncban a kelet-japán földrengés okozta zavarok pozitív hatását. A kilátásokat illetően továbbra is komoly strukturális akadályokkal kell számolni különösen a fejlett gazdaságokban, ami középtávon várhatóan visszafogja a világgazdasági fellendülést. A feltörekvő gazdaságokban a növekedés utóbbi időben tapasztalt lelassulása segíthet enyhíteni a túlfűtöttségi nyomást. Az inflációs pálya továbbra is visszafogott a fejlett gazdaságokban, bár az elmúlt időszakban kissé megemelkedett. Néhány feltörekvő gazdaságban ugyanakkor tartós és jelentős inflációs nyomás érzékelhető annak ellenére, hogy az elmúlt hónapokban némileg visszaestek az inflációs ráták.

2 MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

2.1 A PÉNZMENNYISÉG ÉS A MONETÁRIS PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK KIHELYEZÉSEI

A feszült pénzügyi piaci légkör és a konjunktúrát övező bizonytalanság jelentősen befolyásolta a pénzmennyiség alakulását, illetve általánosabban a monetáris pénzügyi intézmények (MPI) mérlegének mindkét oldalát 2011 harmadik negyedévében és októberben. Augusztusban és szeptemberben komoly portfóliómozgás volt tapasztalható a kockázatosabb eszközökből az M3 irányába. A folyamat azonban az ellenkezőjére fordult októberben, amikor is az intézményi befektetők pénzeszközöiket euroövezeten kívüli eszközökbe csoportosították át. Ugyanakkor az MPI-k mérlegére nehezedő finanszírozási nyomás – amely a nem euroövezeti rezidensek betétkivonásaiból és a hosszú távú MPI-adósságpapírok visszafogott kibocsátásából adódott – részben ellensúlyozta az euroövezeti likviditási műveletek igénybe vételének jelentős emelkedése. Ilyen körülmények között az MPI-k magánszektorra célzó hitelkihelyezései viszonylag visszafogottan alakultak 2011 harmadik negyedévében és októberben. Az euroövezet egészében októberig semmiféle jel nem utalt arra, hogy a hitelezésben számottevő fennakadások lennének. Azonban a jelenlegi finanszírozási nyomás miatt, valamint abból kifolyólag, hogy a hitelkínálatot érő hatások csak késleltetve jelentkeznek, az elkövetkező időszakban szorosan figyelemmel kell kísérni a hitelállomány alakulását. A pénzmennyiség-növekedés és a hitelkiáramlás alapüteme összességében változatlanul visszafogott.

2.2 A NEM PÉNZÜGYI SZEKTOROK ÉS AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSEI

A nem pénzügyi szektorok pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme nagyjából változatlan maradt 2011 második negyedévében annak ellenére, hogy az MPI-instrumentumokba való befektetések éves növekedési üteme emelkedett. A biztosítótársaságok és nyugdíjpénztárak pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme tovább csökkent, ami azt tükrözi, hogy a háztartások kevés forrást fektetnek biztosítástechnikai tartalékokba. A felfokozott pénzügyi piaci feszültségek miatt 2011 harmadik negyedévében jelentős nettó visszaváltás volt megfigyelhető a befektetési alapok legfontosabb kategóriáiban.

2.3 PÉNZPIACI KAMATLÁBAK

A pénzpiaci kamatlábak összességében csökkentek 2011. szeptember 7. és december 7. között, ami a rövid lejáratú kamatlábakra vonatkozó várakozások lefelé módosítását tükrözte október végén és novemberben. Ezen túlmenően 2011. november 3-án a Kormányzótanács 25 bázisponttal csökkentette az EKB irányadó kamatait. A döntés a 2011. november 9-én elszámolt irányadó refinanszírozási művelettel lépett hatályba. A pénzpiaci kamatlábak volatilitása ugyanakkor tovább emelkedett.

2.4 KÖTVÉNYPIACOK

Augusztus vége és december 7. között emelkedett az AAA minősítésű hosszú lejáratú euroövezeti államkötvények hozama, miközben a velük összehasonlítható amerikai államkötvényeké csökkent. Az euroövezeti hosszú lejáratú állampapírok hozamának emelkedése elsősorban az államadósság-válság miatti fokozódó aggodalmakat tükrözte, amelyek még az AAA minősítésű országokra is átgűrűznek. Növekedett a kötvénypiacok jövőbeli alakulása miatti bizonytalanság – amelyet az implikált kötvénypiaci volatilitással mérnek –, valamint a legtöbb tagország esetében tovább emelkedtek az államkötvények tagországok közötti hozamkülönbségei. A piaci mutatók ugyanakkor arra engednek következtetni, hogy a piaci szereplők inflációs várakozásai teljes mértékben az árstabilitással összhangban alakulnak.

2.5 RÉSZVÉNYPIACOK

Augusztus vége és december 7. között a részvényárfolyamok kismértékű csökkenése volt megfigyelhető szerte az euroövezetben, miközben az Egyesült Államok tőzsdeindexei emelkedtek. Mind az euroövezetben, mind az Egyesült Államokban nagyfokú részvénypiaci bizonytalanság (amelyet az implikált volatilitással mérnek) volt érzékelhető a teljes vizsgált időszakban. Az euroövezeti államadósság-válsághoz kapcsolódó hangulatváltás továbbra is érezte hatását a részvényárfolyamokban, különösen a pénzügyi szektorban. Rontott a helyzeten, hogy a legtöbb napvilágot látott euroövezeti adat csalódottságot váltott ki a piaci szereplőkből, míg az időszak második felében napvilágot látott amerikai adatok felülmúlták várakozásaikat.

2.6 A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

Az euroövezetbeli nem pénzügyi vállalatok finanszírozásának reálköltsége 2011 júliusa és októbere között nagyjából változatlan maradt. A finanszírozási költségek stagnálása mögött a fő összetevők eltérő trendje húzódik meg. Ami a finanszírozást illeti, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme 2011 harmadik negyedévében kissé emelkedett, 1,6%-ra. A visszafogott hiteldinamika nagyjából összhangban van az euroövezeti konjunktúra lelassulásával. Az adósságot megtestesítő értékpapírok kibocsátása kissé növekedett 2011 harmadik negyedévében.

2.7 A HÁZTARTÁSOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

Az euroövezeti háztartások finanszírozási helyzete némileg romlott 2011 harmadik negyedévében. Noha a háztartásoknak nyújtott hitelek kamata átlagosan összességében nem változott, valamennyi hitelkategória hitelezési standardjaiban jelentős nettó szigorítás volt tapasztalható. Az háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek éves növekedési üteme októberben 2,2% volt, tehát tovább csökkent, ami jórészt a lakáshitelek lassúbb növekedésével magyarázható. A háztartások kamatterhei és a bruttó rendelkezésre álló jövedelem adóssághoz mért aránya a becslések szerint nagyjából változatlan maradt 2011 harmadik negyedévében.

3 ÁRAK ÉS KÖLTSÉGEK

Az Eurostat előzetes becslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2011 novemberében 3,3% volt, tehát immár harmadik hónapja nem változott. Az inflációs ráták tavaly év vége óta megemelkedett szinten vannak, ami leginkább az energia és az egyéb nyersanyagok magasabb árának tudható be. Az elkövetkező néhány hónapban a ráták valószínűleg 2% felett maradnak, majd a későbbiekben ezen érték alá süllyednek. Ez az áralakulási dinamika azt a várakozást tükrözi, hogy a lassúbb euroövezeti és világgazdasági növekedés jellemzte környezetben az ár-, költség- és bérnyomás visszafogott marad. Mindezeket a megfontolásokat figyelembe véve az eurorendszer szakértőinek 2011. decemberi makrogazdasági prognózisa szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2011-ben a 2,6% és 2,8%, 2012-ben 1,5% és 2,5%, 2013-ban pedig 0,8% és 2,2% között lesz. Középtávon az áralakulási kilátásokat övező kockázatok továbbra is nagyjából kiegyenlítettek.

4 A KIBOCSÁTÁS, A KERESLET ÉS A MUNKAERŐPIAC ALAKULÁSA

2011 harmadik negyedévében az euroövezet negyedéves reál-GDP-je 0,2%-kal növekedett, ami az előző negyedévhez képest nem jelent változást. A felmérési adatok az év negyedik negyedévében a konjunktúra visszaesésére engednek következtetni. Az euroövezet növekedési alappályájának lendületét több tényező is megtörni látszik: a világkereslet növekedési ütemének lassulása; az euroövezeti államkötvény-piaci feszültségek finanszírozási feltételeket és bizalmat érintő kedvezőtlen hatása; végül a mérlegkiigazítás folyamata, amely a pénzügyi és a nem pénzügyi szektort egyaránt érinti. Ugyanakkor jövőre az euroövezeti konjunktúra fellendülésre lehet számítani – igaz, csak apró lépésekben –, amiben a magára találó globális kereslet, a rendkívül alacsony rövid lejáratú kamatok és a pénzügyi szféra működésének normalizálását célzó intézkedések is szerepet játszanak.

Hasonló helyzetértékelést tükröz az eurorendszer szakértőinek az euroövezetről szóló, 2011. decemberi makrogazdasági prognózisa, amely a reál-GDP éves növekedését 2011-ben a 1,5% és 1,7%, 2012-ben -0,4% és 1,0%, 2013-ban pedig 0,3% és 2,3% közötti tartományba teszi. Az EKB szakértőinek a 2011. szeptemberi euroövezeti makrogazdasági prognózisához képest a 2011. évi reál-GDP-növekedésre adott prognózis sávja szűkebb lett, a 2012. évi sáv pedig jelentősen lefelé módosult. Az euroövezet gazdasági kilátásait komoly lefelé mutató kockázatok övezik, különösen nagy bizonytalanság mellett.

5 FISKÁLIS HELYZET

Az Európai Bizottság 2011 őszi előrejelzése szerint az euroövezet aggregált államháztartási hiánya jelentősen csökkent, vagyis a 2010-es 6,2%-os GDP-arányos értékről 2011-ben 4,1%-ra módosult. 2012-ben és 2013-ban további csökkenésre lehet számítani, jóllehet csökkenő ütemben. Az euroövezet GDP-arányos államadósság-mutatója ugyanakkor tovább emelkedett. Az, hogy sikerüljön úrrá lenni az államadósság-válságon és az övezet tagországainak adósságállományát tartósan csökkenő pályára lehessen állítani, azon múlik, hogy sikerül-e megfelelő és hiteles gazdaságpolitikai válaszlépéseket végrehajtani, összhangban a megerősített Stabilitási és növekedési paktum rendelkezéseivel. Az Európai Tanács 2011. december 8–9-i ülése nyomán született megállapodások fontos lépést jelentenek a fiskális fegyelem irányába.

6 AZ EURORENDSZER SZAKÉRTŐINEK MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL

Az eurorendszer szakértői a 2011. november 25-ig rendelkezésre álló információk alapján elkészítették az euroövezet makrogazdasági folyamatainak prognózisát.¹ 2011 második felében az euroövezeti konjunktúra gyengülése volt tapasztalható. Mindez a világgazdasági kereslet visszaesését, valamint az üzleti és a fogyasztói bizalom jelentős romlását tükrözte az elmúlt hónapokban, mégpedig olyan környezetben, amelyet egyre több euroövezeti tagországban a pénzügyi piaci feszültségek fokozódásából adódó növekvő bizonytalanság, a részvényárfolyamok jelentős esése és a finanszírozási feltételek romlása jellemez. Feltételezve, hogy a pénzügyi válság nem mélyül tovább, a prognózis szerint a reál-GDP magára talál 2012 során, majd némileg tovább javul 2013-ban. A fellendülést azonban az előrejelzési időszak alatt várhatóan visszafogja a több szektorban is zajló mérlegkorrekció, valamint az euroövezet több régiójában is tapasztalható kedvezőtlen finanszírozási helyzet. A fellendülést ugyanakkor támogatja a világkereslet élénkülése, az energia és az élelmiszer inflációjának – a reáljövedelmet növelő – csökkenése, valamint a rendkívül alacsony rövid lejáratú kamatok és a pénzügyi rendszer működésének normalizálását célzó intézkedések belföldi keresletre gyakorolt kedvező hatása. Az éves átlagos reál-GDP-növekedés 2011-ben 1,5% és 1,7%, 2012-ben -0,4% és 1,0%, 2013-ban pedig 0,3% és 2,3% között valószínűsíthető. Az euroövezeti HICP-infláció rövid távon magasabb marad, azt követően viszont jelentősen csökken. A teljes HICP átlagos növekedési üteme 2011-ben 2,6% és 2,8%, 2012-ben 1,5% és 2,5%, 2013-ban pedig 0,8% és 2,2% közé prognosztizálható. Ez a pálya 2012-ben jórészt az energia és az élelmiszerek árából adódó lefelé irányuló bázishatást tükrözi, továbbá változatlan, illetve csökkenő nyersanyagárakat feltételez. Az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP-infláció várhatóan csak kis mértékben emelkedik az előrejelzési időszak folyamán, ami a belföldi kereslet visszafogottságára és a munkaerőköltség korlátozott emelkedésére utal.

¹ Az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisát az EKB és az euroövezeti nemzeti központi bankok szakértői közösen készítik. Az évente kétszer összeállított anyagot a Kormányzótanács felhasználja a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelése során. A prognózishoz használt eljárásról és módszerekről bővebben az EKB honlapján az „Útmutató az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának készítéséhez” című 2001. júniusi kiadványban olvashatunk. A prognózist övező bizonytalanság miatt az egyes változókra vonatkozó eredmények sávosan vannak feltüntetve. A sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség alapján határozzák meg. A sáv szélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. Az alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekciót is magában foglal, az „Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávos számítására” című 2009. decemberi kiadvány ismerteti, amely szintén megtalálható az EKB honlapján.

AZ EURORENDSZER SZAKÉRTŐINEK MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL

Az eurorendszer szakértői a 2011. november 25-ig rendelkezésre álló információk alapján elkészítették az euroövezet makrogazdasági folyamatainak prognózisát.¹ 2011 második felében az euroövezeti konjunktúra gyengülése volt tapasztalható. Mindez a világgazdasági kereslet visszaesését, valamint az üzleti és a fogyasztói bizalom jelentős romlását tükrözte az elmúlt hónapokban, mégpedig olyan környezetben, amelyet egyre több euroövezeti tagországban a pénzügyi piaci feszültségek fokozódásából adódó növekvő bizonytalanság, a részvényárfolyamok jelentős esése és a finanszírozási feltételek romlása jellemezett. Feltételezve, hogy a pénzügyi válság nem mélyül tovább, a prognózis szerint a reál-GDP magára talál 2012 során, majd némileg tovább javul 2013-ban. A fellendülést azonban az előrejelzési időszak alatt várhatóan visszafogja a több szektorban is zajló mérlegkorrekció, valamint az euroövezet számos régiójában tapasztalható kedvezőtlen finanszírozási helyzet. A fellendülést ugyanakkor támogatja a világkereslet élénkülése, az energia és az élelmiszer inflációjának – a reáljövedelmet növelő – csökkenése, valamint a rendkívül alacsony rövid lejáratú kamatok és a pénzügyi rendszer működésének normalizálását célzó intézkedések belföldi keresletre gyakorolt kedvező hatása. Az éves átlagos reál-GDP-növekedés 2011-ben 1,5% és 1,7%, 2012-ben -0,4% és 1,0%, 2013-ban pedig 0,3% és 2,3% között valószínűsíthető. Az euroövezeti HICP-infláció rövid távon magasabb marad, azt követően viszont jelentősen csökken. A teljes HICP átlagos növekedési üteme 2011-ben 2,6% és 2,8%, 2012-ben 1,5% és 2,5%, 2013-ban pedig 0,8% és 2,2% közé prognosztizálható. Ez a pálya jórészt az energia és az élelmiszerek árából adódó lefelé irányuló bázishatást tükrözi, továbbá változatlan, illetve csökkenő nyersanyagárakat feltételez. Az élelmiszer- és energiáárakat nem tartalmazó HICP-infláció várhatóan csak kis mértékben emelkedik az előrejelzési időszak folyamán, ami a belföldi kereslet visszafogottságára és a munkaerőköltség korlátozott emelkedésére utal.

1. keretes írás

A KAMATOKRA, AZ ÁRFOLYAMOKRA, A NYERSANYAGÁRAKRA ÉS A FISKÁLIS POLITIKÁKRA VONATKOZÓ TECHNIKAI FELTEVÉSEK

A kamatokra és a nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések a 2011. november 17-ével záruló időszak piaci várakozásain alapulnak.¹ A rövid lejáratú kamatokra vonatkozó feltevés pusztán technikai jellegű. Utóbbiak mérése a három hónapos EURIBOR, a piaci várakozások számítása pedig a határidős tőzsdei hozamok alapján történik. A módszertan alapján a rövid lejáratú átlagos kamatszint 2011-ben 1,4%, 2012-ben 1,2%, 2013-ban pedig szintén 1,4%. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2011-ben átlagosan 4,4%-ot, 2012-ben 5,3%-ot, 2013-ban pedig 5,6%-ot mutatnak. Várhatóan mind a rövid, mind a hosszú lejáratú banki hitelkamatok fokozatosan emelkednek a teljes előrejelzési időszak során, ami a tőzsdei határidős piaci kamatok mozgását és a piaci kamatok megváltozásának a hitelkamatokba való fokozatos átgűrűzését tükrözi. Az euroövezet egészének hitelkínálati feltételei várhatóan összességében negatívan hatnak a konjunktúrára. A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés zárónapja előtti kéthetes periódus határidős tőzsdei árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent-nyersolajár 2011-ben 111,5 USA-dollár, 2012-ben 109,4 USA-dollár, 2013-ban pedig 104,0 USA-dollár lesz. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú árai a feltevés szerint 2011-ben 17,8%-kal emelkednek, 2012-ben 7,3%-kal csökkennek, 2013-ban pedig 4,3%-kal emelkednek.

¹ Az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisát az EKB és az euroövezeti nemzeti központi bankok szakértői közösen készítik. Az évente kétszer összeállított anyagot a Kormányzótanács felhasználja a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelése során. A prognózishoz használt eljárásról és módszerekről bővebben az EKB honlapján az „Útmutató az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának készítéséhez” című 2001. júniusi kiadványban olvashatunk. A prognózist övező bizonytalanság miatt az egyes változókra vonatkozó eredmények sávosan vannak feltüntetve. A sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség alapján határozzák meg. A sávszélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. Az alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekciót is magában foglal, az „Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávos számítására” című 2009. decemberi kiadvány ismerteti, amely szintén megtalálható az EKB honlapján.

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az adatgyűjtés zárónapját megelőző két hétben uralkodó átlagos szinten maradnak az előrejelzési időszak során. Mindebből 2011-ben 1,40 USD/EUR, 2012-ben és 2013-ban pedig 1,36 USD/EUR árfolyam következik. Az euro effektív árfolyama a feltevés szerint 2011-ben átlagosan változatlan marad, 2012-ben pedig 0,9%-kal leértékelődik.

A fiskális politikai feltevések az euroövezet egyes országainak 2011. november 25-én rendelkezésre álló költségvetési terveit veszik alapul. A feltevések figyelembe veszik a nemzeti parlamentek által elfogadott összes fiskális politikai intézkedést, illetve a kormány által részletesen kidolgozott minden olyan intézkedést, amelyet a jogalkotók nagy valószínűséggel elfogadnak.

¹ Az olaj- és az élelmiszerárakra vonatkozó feltevések kiszámítása az előrejelzési horizont végéig érvényes tőzsdei határidős (futures) árakon alapul. Egyéb nyersanyagok esetében feltesszük, hogy az árak 2012 negyedik negyedévéig a határidős tőzsdei árakat követik, majd a világgazdasági konjunktúra szerint alakulnak.

NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

A világgazdaság növekedéséi üteme 2011 során veszített lendületéből. Az év második felében a japán természeti katasztrófa által a termelési láncban kiváltott zavarok csillapodása pozitív lökést adott a világgazdaságnak, a folyamatot azonban megakasztotta a globális pénzügyi piaci feszültségek kiújulása, amelynek háttérben elsősorban az euroövezet államadósság-válsága, valamint néhány egyéb vezető gazdaság költségvetésének fenntarthatósága miatti aggodalom állt. Mindez a fogyasztói és az üzleti bizalom erodálódásához vezetett világszerte. Ami a növekedési kilátásokat illeti, fokozatos fellendülésre lehet számítani, noha bizonyos ellenkező irányba mutató hatások – a mérlegek rendbetétele, valamint az ingatlan- és a munkaerőpiac gyengélkedése egyes fejlett gazdaságokban – tartósan visszafogott növekedésre utalnak különösen a fejlett gazdaságokban, ami a világgazdaság fellendülési ütemét is lassítani fogja. A feltörekvő gazdaságok továbbra is igen erőteljes ütemben növekednek, ám növekedésük várhatóan veszít lendületéből, ami a korábbi gazdaságpolitikai szigorításnak – amelynek célja a pénzügyi egyensúlytalanságok és az árakra nehezedő nyomás enyhítése volt –, a külföldi kereslet várható visszaesésének, valamint a globális pénzügyi zavarok kedvezőtlen átgyűrűzésének tudható be. A világgazdaság euroövezetet nem tartalmazó reál-GDP-jének növekedése, amely 2010-ben elérte az 5,7%-ot, a prognózis szerint 2011-ben 4,1%-ra, 2012-ben 3,9%-ra lassul, 2013-ban pedig 4,5%-ra emelkedik. Az euroövezet külső keresletének növekedési üteme a 2010-es 11,8%-ról 2011-ben 6,4%-ra, 2012-ben 4,8%-ra lassul, majd 2013-ban 6,9%-ra gyorsul.

REÁL-GDP-NÖVEKEDÉSI PROGNÓZIS

Az euroövezet reál-GDP-je csak visszafogott ütemben – az előző negyedévhez képest 0,2%-kal – növekedett 2011 harmadik negyedévében, ami megegyezik a második negyedéves értékkel. Jóllehet 2011 második negyedévében több átmeneti – külső és belső – tényező is negatívan érintette a konjunktúra alakulását, az euroövezeti növekedés elmúlt hónapokbeli visszafogott alapüteme egyre inkább az övezet adósságválságának hatásait, illetve egyes tagországokban a velük összefüggő fiskális politikai szigorítást tükrözte. Ami a belföldi tényezőket illeti, az euroövezeti pénzügyi piaci feszültségek fokozódása miatti nagyfokú bizonytalanság az üzleti és a fogyasztói bizalom jelentős erodálódását, övezetszerte a részvényárfolyamok zuhanását, valamint több tagországban a háztartások és a nem pénzügyi vállalatok finanszírozási feltételeinek romlását eredményezte. Mivel a külföldi kereslet szintén gyengült 2011 folyamán, rövid távon várhatóan a külső tényezők sem lesznek képesek ellensúlyozni ezeket a belföldi folyamatokat. Ami a kilátásokat illeti, feltételezve hogy a pénzügyi válság nem mélyül tovább, a prognózis szerint 2012-ben a reál-GDP-növekedés magára talál, 2013-ban pedig némileg még tovább javul. A fellendülést azonban az előrejelzési időszak alatt várhatóan visszafogja a több szektorban is zajló mérlegkorrekció, valamint az euroövezet több régiójában is tapasztalható kedvezőtlen finanszírozási helyzet. A fellendülést ugyanakkor támogatja a világkereslet élénkülése, az energia és az élelmiszer inflációjának – a reáljövedelmet növelő – csökkenése, valamint a rendkívül alacsony rövid lejáratú kamatok és a pénzügyi rendszer működésének normalizálását célzó intézkedések belföldi keresletre gyakorolt kedvező hatása. A fellendülés üteme mindent egybevéve lassúnak ígérkezik. Éves adatokban

kifejezve: az euroövezet reál-GDP-je várhatóan 1,5% és 1,7% közötti ütemben bővül 2011-ben, 0,4% és 1,0% között 2012-ben, és 0,3% és 2,3% között 2013-ban.

Részletesebben: az euroövezetben a magánfogyasztás visszafogott emelkedése prognosztizálható 2012 közepéig – ami elsősorban a rendelkezésre álló jövedelem alacsony növekedési pályájának tudható be –, majd kismértékű javulása 2012-re. A rendelkezésre álló nomináljövedelem emelkedését várhatóan hátráltatja a foglalkoztatás visszafogott pályája, valamint a bérek és a transzferjövedelmek szerény növekedési üteme. Utóbbiakat várhatóan korlátozza a több euroövezeti országban végrehajtott fiskális szigorítás. Jóllehet a múltbéli nyersanyagár-emelkedések kedvezőtlen hatása visszafogta a rendelkezésre álló reáljövedelmet, a nyersanyagárak felől érkező nyomás várhatóan alábbhagy, egyre kedvezőbb befolyásolva a rendelkezésre álló reáljövedelem dinamikáját. Az euroövezeti megtakarítási ráta nagyjából a jelenlegi szinten marad az előrejelzési időszak hátralévő részében. Mindez azt tükrözi, hogy a megtakarítási rátának a fokozott bizonytalanságból és a meggyengült bizalomból adódó emelkedését várhatóan ellensúlyozza a megtakarítások fogyasztás-simitás céljából történő csökkenése, amit a reáljövedelmek gyenge dinamikája tesz szükségessé. Mivel a foglalkoztatás csak fokozatosan bővül, az euroövezeti munkanélküliségi ráta 2012 során kissé megemelkedik, majd ezt követően csak lassú csökkenése valószínűsíthető.

Az euroövezeti nem lakáscélú magánberuházások az övezet egyes országaiban tartósan kedvezőtlen finanszírozási feltételek miatt várhatóan visszafogottak lesznek, megemelkedett bizonytalanság mellett. Rövid távon stagnálásuk prognosztizálható, és csak fokozatosan találnak magukra az előrejelzési időszak hátralévő részében, amit az exportnövekedés megerősödése, a belföldi kereslet szerény emelkedése és a viszonylag tartós nyereségesség támogat. A lakáscélú beruházások várhatóan még ennél is lassabb ütemben növekednek, ami az egyes országokban zajló ingatlanpiaci alkalmazkodásnak tudható be, és ami az ingatlanárak viszonylag visszafogott alakulásában is tükröződik. A feltevés szerint 2011-ben és 2012-ben az állami beruházások jelentősen visszaesnek, majd 2013-ban stabilizálódnak az övezet több tagországában már bejelentett fiskális konszolidációs csomagok miatt.

Az exportnövekedés üteme – összhangban a külföldi kereslet alakulásával – várhatóan lassul rövid távon, majd 2012 során fokozatosan lendületet vesz. Az importnövekedés esetében is hasonló pálya prognosztizálható. A nettó export összességében – a 2012 eleji némileg erőteljesebb exportnövekedést tükrözve – pozitívan járul hozzá a reál-GDP negyedéves növekedéséhez az előrejelzési időszak alatt.

1. táblázat: Az euroövezet makrogazdasági prognózisa

(átlagos éves változás, százalék) ^{1), 2)}

	2010	2011	2012	2013
HICP	1,6	2,6–2,8	1,5–2,5	0,8–2,2
Reál-GDP	1,8	1,5–1,7	-0,4–1,0	0,3–2,3
Magánszektor fogyasztása	0,8	0,3–0,5	-0,4–0,6	0,0–1,8
Kormányzati felhasználás	0,5	-0,3–0,5	-0,5–0,7	-0,3–1,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-0,6	1,6–2,4	-1,6–1,8	-0,5–4,3
Kivitel (árúk és szolgáltatások)	10,8	5,4–7,2	0,3–6,1	2,1–8,9
Behozatal (árúk és szolgáltatások)	9,2	4,0–5,4	-0,5–5,1	1,7–8,1

1) A reál-GDP-re és komponenseire vonatkozó prognózison munkanap-hatással kiugazított adatok értendők. A kiviteli és a behozatali prognózis az euroövezeten belüli kereskedelmet is magában foglalja.

2) Az euroövezeti adatok a 2010-es HICP kivételével Észtországot is magukban foglalják. Az euroövezeti országokra vonatkozó 2011. évi átlagos százalékos változások az övezet 2010-es összetételén alapulnak, tehát Észtország adatait is tartalmazzák.

A jelenlegi válság vélhetően kedvezőtlenül hatott a potenciális növekedésre, bár a hatás pontos nagysága továbbra is erősen bizonytalan. A változatlanul gyenge konjunktúra valószínűleg tovább csökkenti a

kibocsátás potenciális növekedési ütemét. A növekedési kilátások fényében a negatív kibocsátási rés 2012-ben kiszélesedik, majd 2013-ban némileg szűkül.

ÁR- ÉS KÖLTSÉGPROGNÓZIS

A nyersanyagárak múltbéli megugrása és – részben – a közvetett adók emelkedése miatt az euroövezet teljes HICP-inflációja a prognózis szerint 2% felett marad 2012 első negyedévében, majd jelentősen visszaesik az ezt követő időszakban. Ez a pálya jórészt az energiaárak meredeken csökkenő szerepét tükrözi egyrészt amiatt, hogy lecseng a kőolajár múltbéli emelkedéseinek hatása, másrészt, hogy a stáb a nyersolaj árának fokozatos csökkenését feltételezi az előrejelzési időszakban. Az élelmiszerárak inflációja 2012 közepétől – a jelenlegi nyomás enyhülésével – várhatóan szintén visszafogottabbá válik. Végül az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP-infláció várhatóan csak kis mértékben emelkedik, ami a viszonylag gyenge belföldi keresletet és a munkaerőköltségek korlátozott emelkedését tükrözi. A teljes HICP átlagos növekedési üteme 2011-ben 2,6% és 2,8%, 2012-ben 1,5% és 2,5%, 2013-ban pedig 0,8% és 2,2% közé prognosztizálható.

Ami a részleteket illeti, a külső inflációs nyomás enyhült, és az előrejelzési időszak alatt jelentősen csökkenni fog, elsősorban a nyersanyagárak stabilizálódásának, illetve csökkenésének eredményeként. Részben a világkereskedelem alacsonyabb növekedési üteme és az alacsonyabb globális infláció miatt, az importdeflátor éves növekedési üteme – amely 2011 elején érte el csúcspontját – várhatóan meredeken csökken 2012-ben, majd kissé tovább enyhül 2013-ban. A belföldi inflációs nyomás tekintetében pedig az egy főre jutó munkavállalói jövedelem lassulására lehet számítani 2012 első felében, ami jórészt a 2011 első felében esedékes egyszeri kifizetések hatását tükrözi. Az egy főre jutó munkavállalói jövedelem éves növekedési üteme várhatóan felgyorsul 2012 második felében, azután pedig stabilizálódik. Mindez több ellenkező irányú tényező hatását tükrözi. A felfelé irányuló nyomás egyfelől a fogyasztói infláció múltbéli növekedéséből ered, másfelől a konjunktúra általános lassulása, valamint a munkaerőpiac tartós gyengélkedése a lassúbb növekedés irányába mozdíthatja el a bérpályát. Mivel az idén némileg megemelkedett fogyasztói inflációval kell számolni, az egy főre jutó munkavállalói reáljövedelem 2011-ben és 2012-ben várhatóan csökken, azt követően pedig kissé magára talál. A fajlagos munkaerőköltség 2012-ben várhatóan kissé emelkedik, a későbbiekben pedig visszafogottabban alakul. Ez a pálya a termelékenység-növekedés ciklikus csökkenését tükrözi 2012-ben – mivel a konjunktúra jelentősen visszaesik, a foglalkoztatás-növekedés viszont csak részben alkalmazkodik ehhez a folyamathoz –, majd emelkedését 2013-ban. A profitráták növekedési üteme alacsony marad 2011-ben és 2012-ben, visszafogott aggregált kereslet és gyorsuló fajlagos munkaerőköltség-növekedés mellett. 2013-ra a profitráták emelkedése valószínűsíthető élénkülő konjunktúra mellett. A szabályozott árak és a közvetett adók emelkedése várhatóan jelentősen hozzájárul a HICP-infláció alakulásához 2011-ben és 2012-ben, ami a több euroövezeti országban zajló fiskális konszolidációs program hatását tükrözi. A hatás 2013-ban enyhébb lesz, ami azonban részben azt tükrözi, hogy az arra az évre tervezett fiskális intézkedésekről egyelőre nem állnak rendelkezésre részletes adatok.

ÖSSZEVETÉS A 2011. SZEPTEMBERI PROGNÓZISSAL

Az EKB szakértőinek a 2011. szeptemberi Havi jelentésben közzétett euroövezeti makrogazdasági prognózisához képest a 2011. évi reál-GDP-növekedésre adott prognózis sávja szűkebb lett, a 2012. évi sáv pedig jelentősen lefelé módosult. A módosítások elsősorban az államadósság-válság nyomán megnövekedett bizonytalanság miatt gyengülő bizalom és a romló finanszírozási helyzet belföldi keresletre gyakorolt hatásával magyarázhatók, továbbá a külső kereslet lefelé módosítását is tükrözik. Az egyes euroövezetbeli tagországokban végrehajtott további költségvetési szigorítás és a szigorodó finanszírozási feltételek a középtávú reál-GDP-növekedési kilátások lefelé módosítását is maguk után vonták. A HICP-inflációra vonatkozó prognózis 2011-es és 2012-es sávja kissé felfelé módosult, aminek háttérben az euróban kifejezett magasabb kőolajár árfelhajtó hatása, valamint a közvetett adók nagyobb hozzájárulása állt. Az említett tényezők felfelé mutató hatása várhatóan több mint ellensúlyozza a profitráták és a bérnövekedés kiigazításának lefelé mutató hatását, ami a gazdaság növekedési ütemének lefelé módosulásával függ össze.

2. táblázat Összevetés a 2011. szeptemberi prognózissal

(átlagos éves változás, százalék)

	2011	2012
Reál-GDP – 2011. szeptember	1,4–1,8	0,4–2,2
Reál-GDP – 2011. december	1,5–1,7	-0,4–1,0
HICP – 2011. szeptember	2,5–2,7	1,2–2,2
HICP – 2011. december	2,6–2,8	1,5–2,5

2. keretes írás

MÁS INTÉZMÉNYEK ELŐREJELZÉSEI

Számos nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény készít előrejelzést az euroövezetről, amelyek azonban közvetlenül sem egymással, sem az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisával nem vehetők össze, mivel különböző időpontokban véglegesítik őket. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külgazdasági változókra – például a kőolajárakra és egyéb nyersanyagárakra – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben nem ismertett) módszerekkel alakítják ki. Végül a munkanapok szerinti kiigazítás módszere is eltér a különféle előrejelzésekben (lásd alábbi táblázatot).

Az egyéb intézményektől jelenleg rendelkezésre álló előrejelzések szerint az euroövezet reál-GDP-je 2011-ben 1,5% és 1,6%, 2012-ben 0,2% és 1,1%, 2013-ben pedig 1,3% és 1,6% közötti ütemben bővül. Valamennyi előrejelzés vagy az eurorendszer szakértői által prognosztizált tartományokba, vagy azokhoz rendkívül közel esik.

Az inflációt tekintve a többi intézmény előrejelzései 2011-ben 2,5% és 2,7%, 2012-ben 1,5% és 1,8%, 2013-ban pedig 1,2 és 1,8% közé prognosztizálják az átlagos éves HICP-inflációt. Valamennyi előrejelzés vagy az eurorendszer szakértői által prognosztizált tartományokba, vagy ahhoz rendkívül közel esik. A 2012-es prognózis az eurorendszer szakértői prognózisában szereplő sáv alsó felébe esik.

Az euroövezeti reál-GDP-növekedésre és HICP-inflációra vonatkozó előrejelzések összehasonlítása

(átlagos éves változás, százalék)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés			HICP-infláció		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013
IMF	2011. szeptember	1,6	1,1	1,5	2,5	1,5	1,7
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2011. november	1,6	0,8	1,6	2,6	1,8	1,8
A Consensus Economics előrejelzései	2011. november	1,6	0,4	1,5	2,7	1,8	1,8
OECD	2011. november	1,6	0,2	1,4	2,6	1,6	1,2
Európai Bizottság	2011. november	1,5	0,5	1,3	2,6	1,7	1,6
Az eurorendszer szakértői prognózisa	2011. december	1,5–1,7	-0,4–1,0	0,3–2,3	2,6–2,8	1,5–2,5	0,8–2,2

Forrás: Az Európai Bizottság gazdasági előrejelzése, 2011. ősz; A Nemzetközi Valutaalap világgazdasági előrejelzése, 2011. szeptember; az OECD 2011. novemberi gazdasági előrejelzése; a Consensus Economics előrejelzései; az EKB hivatásos előrejelző intézményekkel készített felmérése (SPF).

Megjegyzések: Az EKB szakértőinek makrogazdasági prognózisa és az OECD előrejelzései egyaránt munkanappal igazított éves növekedési ütemek, ezzel szemben az Európai Bizottság és az IMF növekedési adatai nincsenek az éves munkanapszám szerint korrigálva. A többi előrejelzés nem közli, hogy munkanap szerint kiigazított adatok szerepelnek-e benne vagy sem.

© Európai Központi Bank (2011)

Cím: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Németország
Postacím: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Németország
Telefon: +49 69 1344 0
Fax: +49 69 1344 6000
Internet: <http://www.ecb.europa.eu>

Minden jog fenntartva.

A kiadvány kizárólag oktatási és nem kereskedelmi célból, a forrás feltüntetésével sokszorosítható.