

BEVEZETÉS

Az EKB Kormányzótanácsa rendszeres közgazdasági és monetáris elemzése alapján 2011. június 9-i ülésén nem változtatott az irányadó kamatokon. A 2011. május 5-i ülés óta napvilágot látott információk alátámasztják, hogy elsősorban az energia- és nyersanyagárak miatt az inflációra továbbra is felfelé irányuló nyomás nehezedik. A pénzmennyiség bővülésének alapüteme élénkül, a továbbra is bőségesen rendelkezésre álló likvid források pedig utat engedhetnek az övezetben fellépő ároldali nyomásnak. Emellett a legfrissebb adatok is arra utalnak, hogy az euroövezeti konjunktúra alapüteme pozitív, bár továbbra is fokozott a bizonytalanság. A monetáris politikai irányvonal továbbra is alkalmazkodó, ami a konjunktúrára támogató hatással van. Az árstabilitási kilátásokkal kapcsolatos kockázatok összességében felfelé mutatnak, ezért tehát indokolt a fokozott éberség. A Kormányzótanács az adatok értékelése alapján határozottan és a megfelelő időben lépéseket fog tenni, és mindenképpen megakadályozza, hogy a közelmúlt időszakának áralakulása széles körben inflációs nyomást gerjesszen. Nagymértékben elkötelezett ugyanis amellyel, hogy az euroövezeti inflációs várakozásokat a kitűzött célnak megfelelően szilárdan rögzítse, tehát, hogy az inflációs ráták középtávon 2% alatt, de ahhoz közel legyenek. Ez elengedhetetlen ahhoz, hogy az euroövezetben a monetáris politika folyamatosan támogassa a gazdasági növekedést és a munkahelyteremtést.

A testület június 9-i ülésén arról is határozott, hogy igény szerint, de legalább a 2011. évi kilencedik tartalékolási periódus végéig, azaz október 11-ig továbbra is végez rögzített kamatú, teljes allokációs tender keretében irányadó refinanszírozási műveleteket (IRM). Ugyanez az eljárás marad életben a szükséges ideig, de legalább 2011 harmadik negyedévének végéig az eurorendszer által nyújtott különleges lejáratú refinanszírozásban, amelynek futamideje egy tartalékperiódus hosszúságú. A speciális lejáratú refinanszírozás rögzített kamata az adott időpontban érvényes IRM-kamattal egyezik meg. Ezenkívül 2011. július 27-i, augusztus 31-i és szeptember 28-i allokációval három hónapos, hosszabb lejáratú refinanszírozásról is döntött a Kormányzótanács, amelyet teljes elosztású rögzített kamatú tender keretében végeznek. A vonatkozó kamat az illető hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet futamideje alatt érvényes IRM átlagos kamatán van rögzítve.

Ahogy már korábban közöltük, a likviditásnyújtás és a refinanszírozás céljából alkalmazott allokálási módokot igény szerint módosíthatók, hiszen az akut pénzügyi piaci feszültségek idején hozott rendkívüli intézkedések eleve átmeneti jellegűek.

A közgazdasági elemzés eredményei alapján 2011 első negyedévében az euroövezet reál-GDP-je negyedéves szinten 0,8%-kal nőtt a 2010 utolsó negyedévi 0,3% után. A legfrissebb statisztikai publikációk és felmérési eredmények pedig arra utalnak, hogy az euroövezeti konjunktúra 2011 második negyedévében tovább erősödött, bár kissé lassúbb ütemben. Ennek az áll a háttérben, hogy az erős első negyedéves növekedés részben egyedi tényezőknek tudható be, amelyek a második negyedévben már nem játszanak szerepet. Ezért nyugodtan eltekinthetünk ettől a rövid távon megfigyelhető volatilitástól, és

hangsúlyozhatjuk az övezet gazdasági növekedésének pozitív alapütemét. Az elkövetkező időszakban a világgazdaságban tapasztalható fellendülés várhatóan kedvezni fog az euroövezeti exportnak. Ugyanakkor figyelembe véve az euroövezet kedvező üzleti bizalmi indexeit, a magánszféra belföldi kereslete – amelyre egyrészt a még mindig alkalmazkodó monetáris politika, másrészt pedig a pénzügyi rendszer működését javító intézkedések vannak jótékony hatással – várhatóan egyre jobban hozzájárul a növekedéshez. A konjunkturális fellendülést azonban várhatóan továbbra is kissé visszafogja a különböző ágazatokban zajló mérlegkiigazítás.

Hasonló értékelést tükröz az eurorendszer szakértőinek az euroövezetről szóló, 2011. júniusi makrogazdasági prognózisa is, amely a reál-GDP éves növekedését 2011-ben a 1,5% és 2,3%, 2012-ben pedig a 0,6% és 2,8% közötti tartományba teszi. A 2011-es sávot az eurorendszer szakértőinek 2011. márciusi prognózisához képest felfelé módosították, míg a 2012-re megadott sáv nagyjából ugyanaz. Az eurorendszer szakértőinek 2011. júniusi makrogazdasági prognózisa összességében megfelel a nemzetközi intézmények legújabb előrejelzéseinek.

A Kormányzótanács megítélése szerint fokozott bizonytalanság mellett ugyan, de a jelzett pályát övező kockázatok mindent egybevéve egyensúlyban vannak. Egyfelől a belföldi konjunktúra a kedvező üzleti bizalomnak köszönhetően a vártnál jobban élénkülhet, valamint a nagyobb külső kereslet is a vártnál erősebben növelheti a gazdaságot. Másfelől azonban az egyes pénzügyi piaci szegmensekben jelenlévő feszültségek miatt, amelyek átgyűrűzhetnek az euroövezet reálgazdaságába, lefelé mutató kockázatokkal is kell számolni. A vártnál lassúbb növekedés irányába mutat, hogy tovább emelkedhetnek az energiaárak, erősödik a protekcionista nyomás, és a globális egyensúlyzavarok esetleg szabálytalanul korrigálódnak.

Az árak terén az Eurostat gyorsbecslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációjának üteme 2011 májusában az áprilisi 2,8% után 2,7%-ra esett. Az elmúlt hónapokban tapasztalt viszonylag magas infláció leginkább az energia és a nyersanyagok drágulásának tudható be, és a következő hónapokban egyértelműen a 2%-os szint fölé jósolható. Az energia- és a nyersanyagárból eredő inflációs nyomás már a termelési folyamat korai szakaszában megjelenik. Rendkívül fontos tehát továbbra is, hogy az emelkedő HICP-infláció ne generáljon másodkörös hatásokat a bér- és árképzésben, és ne gerjesszen az egész gazdaságra kiterjedő inflációs nyomást. Az inflációs várakozásoknak szilárdan rögzítve kell maradniuk a Kormányzótanács céljának megfelelően, amely szerint az inflációs rátákat középtávon 2% alatt, de ahhoz közel kell tartani.

Az eurorendszer szakértőinek 2011. júniusi makrogazdasági előrejelzése szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2011-ben a 2,5% és 2,7% között, 2012-ben pedig 1,1% és 2,3% között lesz. A HICP-infláció 2011-re prognosztizált sávját az EKB szakértőinek 2011. márciusi makrogazdasági prognózisához képest nagyrészt a magasabb energiaárak miatt felfelé módosították. A 2012-re prognosztizált sáv ugyanakkor kissé szűkült. Itt érdemes emlékeztetni arra, hogy a szakértői prognózis több, tisztán technikai feltevéstől is függ, amely az olajárakra, a kamatokra és árfolyamokra vonatkozik. Itt

konkrétabban azzal a feltevéssel élünk, hogy az olajárak kissé csökkennek, a rövid lejáratú kamatok pedig a piaci várakozásoknak megfelelően emelkednek. A prognózis végeredményben azon a vélekedésen alapul, hogy a közelmúltban mért magas inflációs ráták nem okoznak az euroövezeti gazdaság egészét érintő inflációs nyomást.

Középtávon az árak alakulására vonatkozó kilátások, különösen a vártnál nagyobb energiaár-emelkedéssel összefüggésben, továbbra is a magasabb infláció irányába mutató kockázatokra utalnak. Emellett előfordulhat, hogy az elkövetkező évek fiskális konszolidációs kényszere miatt a közvetett adók és a szabályozott árak is a feltevésnél erősebben emelkednek. Végül felfelé mutató kockázat forrása még, hogy az euroövezetben meglévő nagyobb kapacitáskihasználtság miatt a belföldi ároldali nyomás a vártnál erősebbnek bizonyul.

A monetáris elemzés terén az M3 éves növekedési üteme a 2011. márciusi 2,3%-ról áprilisban 2,0%-ra lassult. Ha figyelmen kívül hagyjuk a szélesebb értelemben vett pénz növekedési ütemében a közelmúltban megfigyelt volatilitást, megállapítható, hogy az M3 növekedési üteme az elmúlt hónapokban tovább emelkedett. A magánszektornak nyújtott hitelek éves növekedési üteme áprilisban a márciusi 2,5% után kissé erősebb, 2,6% volt. A pénzmennyiség bővülésének alapüteme összességében tehát fokozatosan élénkül. Továbbra is bőségesen állnak rendelkezésre ugyanakkor a pénzügyi piaci feszültségek előtti időszakban felhalmozott likvid források, ami utat engedhet az euroövezetben fellépő ároldali nyomásnak.

Ami az M3 egyes elemeit illeti, az M1 áprilisban éves szinten lassabban bővült, míg az egyéb rövid lejáratú betétállomány növekedése gyorsult, ami részben a betéti kamatoknak az elmúlt hónapokban tapasztalható fokozatos emelkedését tükrözi. A meredek hozamgörbe a teljes M3-növekedést ugyanakkor visszafogja, mivel elvesz a monetáris eszközök vonzerejéből az M3-on kívüli, hosszabb lejáratú instrumentumok javára, amelyek magasabb hozammal kecsegtetnek. A rendelkezésre álló adatok szerint ugyanakkor ez a hatás mintha gyengülne.

Ami az ellenoldali tételeket illeti, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek növekedése kissé gyorsult, üteme a márciusi 0,8%-ról áprilisban 1,0%-ra emelkedett. A háztartási hitelek növekedési rátája áprilisban 3,4% volt, tehát nem változott az előző havihoz képest. A legfrissebb adatok megerősítik, hogy fokozatosan tovább erősödik a nem pénzügyi magánszektornak nyújtott hitelek éves növekedése.

A teljes banki mérleg nagyság az elmúlt hónapokban jobbra változatlan maradt, bár némi ingadozás is megfigyelhető. Fontos, hogy a bankok a kereslet erősödésével párhuzamosan továbbra is bővítsék a magánszektor hitelezését. Éppen ezért alapvető feladatuk, hogy jövedelmüket visszaforgassák, tőkebázisukat a piacról tovább erősítsék, illetve maradéktalanul éljenek azokkal a lehetőségekkel, amelyek az újratőkésítést célzó kormányzati intézkedésekből származnak. Különösen azoknak a bankoknak kell sürgősen tőkét emelniük és hatékonyságot javítaniuk, amelyek jelenleg korlátozott piaci finanszírozási lehetőségekkel rendelkeznek.

Összefoglalva, a Kormányzótanács a rendszeres közgazdasági és monetáris elemzés alapján változatlanul hagyta az EKB irányadó kamatait. A testület 2011. május 5-i ülése óta kapott adatok is megerősítik, hogy az inflációra felfelé irányuló nyomás hat, ami elsősorban az energia- és nyersanyagáraknak tudható be. A monetáris elemzés eredményének a közgazdasági elemzéssel való összevetése szerint a pénzmennyiség-növekedés alapüteme fokozatosan élénkül, a likvid források bőségesek, ami utat engedhet az euroövezetben ható ároldali nyomásnak. Emellett a legfrissebb adatok is igazolják, hogy bár fokozott bizonytalanság mellett, az euroövezeti konjunktúra alapüteme pozitív. A monetáris politika továbbra is alkalmazkodó, ami támogatja a konjunktúrát. Az árstabilitási kilátásokkal kapcsolatos kockázatok összességében felfelé irányulnak, ennek megfelelően tehát fokozott éberség indokolt. A Kormányzótanács az elvégzett értékelés alapján határozottan és késlekedés nélkül intézkedik, mindent elkövet annak megakadályozására, hogy az árak közelmúltban megfigyelt alakulása a gazdaság egészében inflációs nyomást alakítson ki. A Kormányzótanács erősen elkötelezett amellett, hogy szilárdan rögzítse az euroövezetben az inflációs várakozásokat, ami összhangban áll kitűzött céljával, mégpedig hogy az inflációs ráták középtávon 2% alatt, de ahhoz közel legyenek. Ez elengedhetetlen ahhoz, hogy a monetáris politika folyamatosan támogassa az euroövezet gazdasági növekedését és a munkahelyteremtést.

A fiskális politika terén az egyes országok 2012. évi költségvetése összeállítóinak mindenképpen gondoskodniuk kell arról, hogy az egyes országok költségvetése maradéktalanul támogassa a fiskális politikába vetett bizalmat. Az Európai Bizottság legfrissebb gazdasági előrejelzéseinek és a stabilitási programokban foglalt fiskális terveknek az összevetése sok ország esetében rámutat, hogy a költségvetési célkitűzések konkrét konszolidációs intézkedésekkel való alátámasztására van szükség ahhoz, hogy a túlzott hiányt a közösen kitűzött határidőig korigálni tudják. A fennálló pénzügyi piaci feszültségeket figyelembe véve rendkívül fontos, hogy hiteles fiskális kiigazítási stratégiákat fogantossanak.

Ugyanakkor sürgető feladat az euroövezetben az ambiciózus, nagyszabású strukturális reformok véghezvitele, amivel nagyobb lökést tudnak adni a versenyképességnek, erősítik a rugalmasságot, és javítják a hosszabb távú növekedési potenciált. Különösen a rendkívül magas költségvetési és külső hiánnyal sújtott, és versenyképességi hátrányba került tagországoknak kell meghozniuk a gyors és átfogó gazdasági reformokat. A termékpiacok tekintetében nagy erőbedobással kell megvalósítani a versenyt és az innovációt javító programokat, amivel növelhető a termelékenység. A munkaerőpiacon pedig kiemelt kérdésként kell kezelniük a berrugalmasság növelését, az ösztönzők javítását, valamint a munkaerőpiac merevségeinek felszámolását.

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

GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK

1. AZ EUROÖVEZET ÉS A NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK

Az erőteljes ütemben tovább élénkülő konjunktúra a korábbinál önfenntartóbb pályán mozgott, javuló globális pénzügyi környezetben. Az elmúlt hónapokban azonban némileg visszaesett a világgazdasági növekedés erőteljes lendülete, az egyes régiók ciklikus pozíciói pedig tartósan eltérnek egymástól. A világkereskedelem jelentősen tovább élénkült az év első hónapjaiban. Az inflációs nyomás változatlanul erőteljes, aminek háttérében elsősorban a magasabb nyersanyagárak állnak. A fejlett gazdaságokkal összehasonlítva a feltörekvő gazdaságokban nagyobb inflációs nyomással kell számolni, mivel utóbbiak egyre jobban megközelítik kapacitásaik felső korlátait, továbbá fogyasztói kosaruknak nagyobb hányadát teszik ki a nyersanyagok.

2. MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

2.1 A PÉNZMENNYISÉG ÉS A MONETÁRIS PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK KIHELYEZÉSEI

A rövid távú folyamatokat figyelmen kívül hagyva, a 2011 áprilisáig terjedő időszak monetáris adatai változatlanul fokozatos fellendülést jeleznek mind az M3, mind a magánszektornak nyújtott MPI-hitelek éves növekedési ütemének tekintetében. E folyamatok összhangban állnak azzal a helyzetértékeléssel, miszerint a pénzmennyiség-növekedés alapüteme fokozatosan élénkül, jóllehet továbbra is visszafogott. Továbbra is bőséges ugyanakkor a pénzügyi piaci feszültségek előtti időszakban felhalmozódott monetáris likviditás, ami utat engedhet az ároldali nyomásnak az euroövezetben. A magánszektornak kihelyezett hitelek szektorok szerinti alakulása azt jelzi, hogy fokozatosan élénkül mind a nem pénzügyi vállalatoknak, mind a háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme.

2.2 A NEM PÉNZÜGYI SZEKTOROK ÉS AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSEI

2010 negyedik negyedévében a nem pénzügyi szektorok pénzügyi összbefektetéseinek éves növekedési üteme 3,7%-ra emelkedett, ami szinte teljes mértékben az úgynevezett „rossz bank” konstrukcióhoz köthető. A befektetési alapok jegyeibe történő éves beáramlás 2011 első negyedévében tovább csökkent. 2010 negyedik negyedévében ugyancsak tovább csökkent a biztosítótársaságok és a nyugdíjpénztárak pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme, aminek háttérében elsősorban a pénzügyi befektetések közvetett formáinak visszaszorulása állt.

2.3 PÉNZPIACI KAMATLÁBAK

A pénzügyi kamatlábak tovább emelkedtek a 2011 márciusa és júniusa közötti időszakban, ami a Kormányzótanács 2011. április 7-i 25 bázispontos irányadó kamatemelése előtti és utáni megemelkedett kamatláb-várakozásokat, illetve magát a kamatlábdöntést tükrözte, amely a 2011. április 13-án elszámolt irányadó refinanszírozási művelettel lépett hatályba. A pénzügyi kamatlábak ugyanakkor továbbra is rendkívül volatilisok voltak a referenciaidőszak során, vagyis ezen a téren jobbra nem volt változás az előző negyedévhez képest.

2.4 KÖTVÉNYPIACOK

Február vége és június eleje között az euroövezeti AAA minősítésű hosszú lejáratú államkötvények hozama hozzávetőleg 10, míg az egyesült államokbelieké 50 bázisponttal csökkent, ami elsősorban a világgazdasági konjunktúra erejébe vetett bizalom egyre határozottabb megingását, valamint az euroövezet néhány államkötvénypiacán tapasztalható feszültségek újbóli fokozódását tükrözte. Az implikált kötvénypiaci volatilitás gyakorlatilag nem változott az övezetben, illetve némileg csökkent az Egyesült Államokban. A pénzügyi piacok hosszabb távú inflációs várakozásai nagyjából változatlanok maradtak, és továbbra is azt jelzik, hogy az inflációs várakozások szilárdan rögzítve maradtak. Az államkötvények hozamkülönbözete jelentősen emelkedett a görög, az ír és a portugál papírok esetében. A belga, olasz és spanyol államkötvény-piaci feszültségek a német referenciahozamokhoz viszonyított különbség viszonylag nagy kilengéseiben is megmutatkoztak. Némileg csökkentek ugyanakkor a pénzügyi vállalati kötvények hozamkülönbözetei valamennyi minősítési kategóriában.

2.5 RÉSZVÉNYPIACOK

A február vége és a június eleje közötti időszakban mind az euroövezetben, mind az Egyesült Államokban összességében estek a széles bázisú részvényindexek, ami a világgazdasági konjunktúra erejébe vetett bizalom megingását, valamint az euroövezet néhány államkötvénypiacán tapasztalható feszültségek újbóli fokozódását tükrözte. A márciusi jelentős árfolyam-ingadozás az észak-afrikai és közel-keleti politikai feszültségekkel, valamint a japán földrengéssel is összefüggött. A részvénytársasági bizonytalanság szintje összességében sem az euroövezetben, sem az Egyesült Államokban nem változott érdemben. Az euroövezeti nyereségadatok pozitív meglepetésként szolgáltak, ám a piaci hangulat romlását mégsem voltak képesek ellensúlyozni.

2.6 A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2011 első negyedében jelentősen csökkent az euroövezetbeli nem pénzügyi vállalatok finanszírozásának reálköltsége, ami mind a részvények reálköltségének, mind a rövid lejáratú hitelek reálkamatának csökkenését tükrözi. Ami a finanszírozást illeti, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme 2011 januárjában ismét pozitív tartományba került, majd az év első negyedében 0,8%-ra némileg tovább emelkedett. Mindez megerősíti a vélekedést, miszerint 2010-ben fordulópont következett be a hiteldinamikában. A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátása a nem pénzügyi vállalatok körében 2011 első negyedében tovább mérséklődött.

2.7 A HÁZTARTÁSOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

Az euroövezeti háztartások pénzügyi helyzete 2011 első negyedében az MPI-hitelkamatok kismértékű emelkedése ellenére nagyjából változatlan maradt. Tovább szigorodtak mind a fogyasztási célú, mind a lakáscélú lakossági hitelek felvételei. A háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek éves növekedési üteme azonban még így is magasabb volt 2011 áprilisában, mint 2010 negyedik negyedében. A háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme ugyanakkor veszíteni látszik lendületéből. A háztartások jövedelemarányos adósságrátája, GDP-arányos adósságrátája, valamint kamatterhei egyaránt csökkentek.

3. ÁRAK ÉS KÖLTSÉGEK

Az Eurostat gyorsbecslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációja a 2011 áprilisi 2,8%-ról májusban 2,7%-ra csökkent. Az elmúlt hónapokban tapasztalt viszonylag magas inflációs ütemek jórészt az energia és a nyersanyagok drágulásának tudhatók be. Az inflációs várakozásoknak szilárdan rögzítve kell

maradniuk a Kormányzótanács azon céljának megfelelően, hogy az inflációs rátákat középtávon 2% alatt, de ahhoz közel tartsa. Az eurorendszer szakértőinek 2011. júniusi makrogazdasági prognózisa szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2011-ben 2,5% és 2,7% között, 2012-ben pedig 1,1% és 2,3% között lesz. Középtávon az árak alakulására vonatkozó kilátások továbbra is a magasabb infláció irányába mutató kockázatokat jeleznek.

4. A KIBOCSÁTÁS, A KERESLET ÉS A MUNKAERŐPIAC ALAKULÁSA

2011 első negyedében az euroövezet reál-GDP-jének negyedéves növekedési üteme 0,8% volt, miután 2010 negyedik negyedében 0,3%-ot regisztráltak. A legfrissebb statisztikai publikációk és felmérési eredmények arra utalnak, hogy az euroövezeti konjunktúra alaptrendje 2011 második negyedében tovább erősödött, bár a növekedési ütem némileg lassult.

Az elkövetkező időszakban a világgazdaságban érzékelhető fellendülés várhatóan kedvezően hat az euroövezet kivételére. Ugyanakkor, tekintettel az euroövezetben tapasztalható kedvező üzleti bizalomra, a magánszféra belföldi kereslete – amelyre kedvezően hat egyfelől a még mindig alkalmazkodó monetáris politika, másfelől a pénzügyi rendszer működésének javítására hozott intézkedések – várhatóan egyre nagyobb mértékben erősíti a növekedést. A konjunkturális fellendülést azonban várhatóan továbbra is némileg visszafogja majd a különböző ágazatokban zajló mérlegkiigazítás.

Hasonló értékelést tükröz az eurorendszer szakértőinek az euroövezetről szóló, 2011. júniusi makrogazdasági prognózisa is, amely a reál-GDP éves növekedését 2011-ben a 1,5% és 2,3%, 2012-ben pedig a 0,6% és 2,8% közötti tartományba teszi. Az ezeket a gazdasági kilátásokat övező kockázatok továbbra is nagyjából egyensúlyban vannak, megemelkedett bizonytalansági szint mellett.

5. FISKÁLIS HELYZET

Az Európai Bizottság 2011 tavaszi gazdasági előrejelzése szerint az euroövezet államháztartási hiánya 2010-ben csökkenésnek indult, 2011-ben és 2012-ben pedig várhatóan tovább csökken, ami azt jelenti, hogy a 2009-es 6,3%-os GDP-arányos értékről 2012-re 3,5%-ra esik vissza. Ami a Stabilitási és növekedési paktum megvalósítását illeti, a legtöbb euroövezeti ország 2010-ben nagyjából teljesítette a túlzott hiány esetén indítandó eljárásra vonatkozó követelményeket, és ezt a gyakorlatot az elkövetkező években is fenn kívánja tartani. Több olyan ország van ugyanakkor, amelynek a terveit 2011 után már nem alapozzák meg kellőképpen konkrét konszolidációs intézkedések, és amelyekben ezért további lépésekre lesz szükség a fiskális célkitűzéseknek a közösen megállapított határidőn belüli teljesítésére. A pénzügyi piaci feszültségek és a népesség elöregedéséből adódó hosszú távú kihívások fényében rendkívül fontos a hiteles fiskális kiigazítási stratégiák végrehajtása, különösen a kiadási oldalon. Fontos, hogy a frissen bevezetett és a gazdaságpolitikai koordinációt szolgáló európai szemeszter során ezeket a stratégiákat beépítsék a 2012-es tagállami költségvetések elkészítésébe.

6. AZ EURORENDSZER SZAKÉRTŐINEK MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL

Az eurorendszer szakértői a 2011. május 24-ig rendelkezésre álló információk alapján elkészítették az euroövezet makrogazdasági folyamatainak prognózisát.¹ A tartós világgazdasági kereslet, a beruházások

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.

élenkülése, a pénzügyi rendszer működésének regenerálását célzó intézkedések és a változatlanul alkalmazkodó monetáris politika eredményeként az éves átlagos reál-GDP-növekedés 1,5% és 2,3% között valószínűsíthető 2011-ben, illetve 0,6% és 2,8% között 2012-ben. A prognózis szerint a HICP-infláció – elsősorban a kőolaj árának közelmúltbeli jelentős emelkedése miatt – 2011 hátralévő részében 2,0% felett marad. Ezután a nyersanyagárak a feltételezés szerint visszafogottan alakulnak, és – a korábbi áremelkedések közvetlen hatásának lecsengésével – az átlagos éves infláció csökkenése valószínűsíthető. Várhatóan növekedni fog azonban a belföldi árcsúszás a magasabb kapacitáskihasználtság, a szigorúbb munkaerő-piaci feltételek, valamint a korábbi nyersanyagár-emelkedések fokozatos és részleges begyűrűzése miatt. A HICP átlagos növekedési üteme 2011-ben 2,5% és 2,7%, 2012-ben pedig 1,1% és 2,3% közé prognosztizálható.

AZ EURORENDSZER SZAKÉRTŐINEK MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL

Az eurorendszer szakértői a 2011. május 24-ig rendelkezésre álló információk alapján prognózt készítettek az euroövezet makrogazdasági folyamatairól.¹ A tartós világgazdasági kereslet, a beruházások élénkülése, a pénzügyi rendszer működésének regenerálását célzó intézkedések és a változatlanul alkalmazkodó monetáris politika eredményeként az éves átlagos reál-GDP-növekedés 2011-ben 1,5% és 2,3% között, 2012-ben pedig 0,6% és 2,8% között valószínűsíthető. A prognózis szerint a HICP-infláció – elsősorban a kőolaj árának közelmúltbeli jelentős emelkedése miatt – 2011 hátralévő részében 2,0% felett marad. A nyersanyagárak a későbbi időszakban a feltevés szerint visszafogottan alakulnak, és – a korábbi áremelkedések közvetlen hatásának lecsengésével – az átlagos éves infláció csökkenése valószínűsíthető. Ezzel szemben várhatóan növekedni fog a belföldi árodali nyomás a magasabb kapacitáskihasználtság, a szigorúbb munkaerő-piaci helyzet, valamint a korábbi nyersanyagár-emelkedések fokozatos és részleges begyűrűzése miatt. A HICP átlagos növekedési üteme 2011-ben 2,5% és 2,7%, 2012-ben pedig 1,1% és 2,3% között várható.

1. keretes írás

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

A kamatlábakra és a nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések alapja a 2011. május 18-ával záródó időszakban megfigyelt piaci várakozások.¹ A rövid lejáratú kamatokra vonatkozó feltevés tisztán technikai jellegű. Utóbbi kamatot a három hónapos EURIBOR alapján mérjük, a piaci várakozásokat pedig a határidős tőzsdei hozamok alapján számítjuk. A módszertan alapján a rövid lejáratú átlagos kamatszint 2011-ben 1,6%, 2012-ben pedig 2,3%. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2011-ben átlagosan 4,5%-os szinten vannak, 2012-ben pedig 4,8%-on. A finanszírozási helyzetre vonatkozó alapprognózis szerint az előrejelzési időszakban a banki hitelkamatok rövid lejáratú kamatokhoz viszonyított felárai szűkülnek, mivel a határidős piaci hozamráta-emelkedés hatása fokozatosan begyűrűzik, a nem pénzügyi vállalatok és a háztartások nemfizetési kockázata pedig csökken. A hosszú lejáratú kamatokhoz viszonyított felárak a 2010. utolsó negyedévi határozott esés után az előrejelzési időszak alatt várhatóan fokozatosan emelkednek, majd az időszak végére visszatérnek a hosszú távú átlagnak megfelelő szintre. Az egész euroövezetet tekintve a hitelkínálati feltételek várhatóan tovább normalizálódnak, de az előrejelzési időszakban még mindig negatív hatással lesznek a konjunktúra alakulására. A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés zárónapja előtti kéthetes periódus határidős tőzsdei árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent nyersolajár 2011-ben 111,1 USA-dollár, 2012-ben pedig 108,0 USA-dollár. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú árának emelkedése 2011-ben 20,4%-os ütemben, 2012-ben pedig 1,2%-os ütemben valószínűsíthető.

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az adatgyűjtés zárónapját megelőző két hétben uralkodó átlagos szinten maradnak az előrejelzési időszakban. Ebből az következik, hogy az EUR/USD árfolyam 2011-ben 1,42, 2012-ben 1,43, tehát az euro effektív árfolyama 2011-ben átlagosan 0,8%-kal, 2012-ben pedig 0,4%-kal enyhén felértékelődik.

¹ Az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisát az EKB és az euroövezeti nemzeti központi bankok szakértői közösen készítik. Az évente kétszer összeállított anyagot a Kormányzótanács a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelése során használja fel. 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 fiskális politikai feltevések az euroövezet egyes országainak 2011. május 24-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 feltevéseket az előrejelzési horizont végéig érvényes tőzsdei határidős (futures) árakból számoltuk. Egyéb nyersanyagok esetében feltesszük, hogy az árak 2012 második negyedévéig a határidős tőzsdei árakat követik, majd a világgazdasági konjunktúra szerint alakulnak.

NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

A világgazdasági fellendülés folyamatban van, és jellege egyre inkább önfenntartó. Miközben a fejlett gazdaságok fellendülése egyre szilárdabb, a pénzügyi válság káros következményei várhatóan továbbra is visszafogják a fellendülést, ami rontja a munkaerőpiac gyors magára találásának esélyét. Ez éles ellentétben áll a gyorsan növekvő feltörekvő gazdaságok helyzetével, amelyek teljes kapacitással, sőt néhány esetben kapacitás felett növekednek, ezért a túlfűtött növekedés nyomása lépett fel. Az előző, 2011. márciusi prognózis óta a közel-keleti és az észak-afrikai politikai zavargások kiéleződtek, Japán pedig természeti és nukleáris csapást szenvedett el. Noha ezek az események további bizonytalanságot okoztak a világgazdasági kilátásokban, nem valószínű, hogy megakasztják a fellendülést. Az euroövezeten kívüli térségek reál-GDP-jének növekedése a prognózis szerint 2011-ben 4,5%, 2012-ben pedig 4,7% lesz. Az euroövezet exportpiacainak növekedése 2011-ben 8,3%-ra, 2012-ben pedig 7,9%-ra becsülhető.

REÁL-GDP-NÖVEKEDÉSI PROGNÓZIS

Azután, hogy a reál-GDP 2010 második felében viszonylag visszafogottan bővült, különösen 2011 első negyedévében a növekedés megugrott, és negyedéves szinten elérte a 0,8%-ot. A növekedési tényezőket vizsgálva látható, hogy a belföldi kereslet, különösen a beruházások jelentősen hozzájárultak a növekedéshez az időszak alatt. Az építőipar különösen felélénkült az időjárás miatt az utolsó negyedévben tapasztalt visszaesés után. Ahogy ez a növekedést erősítő átmeneti hatás megszűnőben van, a reál-GDP növekedése a második negyedévben valószínűleg mérséklődik. Az ennél távolabbi időszakban további élénkülés prognosztizálható, aminek háttérben elsősorban a tartósan nagyobb világgpiaci kereslet és a beruházások bővülése áll. A belföldi kereslet a prognózis szerint egyre jobban hozzájárul a reál-GDP növekedéséhez, a nettó külkereskedelem ugyanakkor csökkenő mértékben, bár még mindig pozitív előjellel járul hozzá az előrejelzési időszak alatti növekedéshez. Mindent egybevéve a régebbi pénzügyi válságok nyomán kialakult mintának megfelelően a növekedés csak lassan áll vissza, a válság előtti szintet pedig csak 2012 folyamán éri el. A reál-GDP éves szintű bővülése 2011-ben 1,5% és 2,3% között, 2012-ben pedig 0,6% és 2,8% között valószínűsíthető.

A részletesebb képet tekintve a magánszektor fogyasztása 2011-ben visszafogottan bővül, mivel az emelkedő nyersanyagárak kedvezőtlenül hatnak a rendelkezésre álló jövedelem növekedésére. A későbbiekben, ahogy az inflációs nyomás várhatóan gyengül, és mind a foglalkoztatás, mind az egy munkavállalóra jutó jövedelem emelkedik, a rendelkezésre álló reáljövedelem, és ebből kifolyólag a magánszektor fogyasztása javulni fog. A megtakarítási ráta 2011-ben csökken, ami a javuló bizalomnak tudható be, majd a későbbiekben nagyjából szinten marad. Mivel a foglalkoztatás csak fokozatosan javul, a munkanélküliségi ráta várhatóan 2011 legnagyobb részében stabil lesz, a későbbiekben pedig csak lassan fog csökkenni.

A nem lakáscélú magánberuházások várhatóan viszonylag erős ütemben növekednek az előrejelzési időszakban, amit a kedvező üzleti bizalom, a kereslet fokozatos élénkülése, a kapacitásban keletkező szűk keresztmetszetek és a csökkenő finanszírozási korlátok támogatnak. Ezzel ellentétben a lakáscélú beruházások igen visszafogott ütemben bővülnek 2012-ig, ami a néhány országban folyamatban levő lakáspiaci kiigazításnak tudható be. A több euroövezeti országban bejelentett fiskális konszolidációs csomagoknak megfelelően a kormányzati beruházások az előrejelzési időszakban várhatóan visszaesnek.

A 2010-ben tapasztalt erős külső keresletnövekedés nyomán az export várhatóan gyengébb ütemben bővül, ugyanakkor 2011-ben és 2012-ben viszonylag erőteljes marad. Az importnövekedés esetében is hasonló pályát prognosztizálunk. A nettó export az előrejelzési időszakban összességében véve csökkenő, de még mindig pozitív irányban hat a GDP növekedésére.

1. táblázat: Az euroövezet makrogazdasági prognózisa

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

	2010	2011	2012
HICP	1,6	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3
Reál-GDP	1,7	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8
Magánszektor fogyasztása	0,8	0,6 – 1,2	0,4 – 2,2
Kormányzat fogyasztása	0,6	-0,4 – 0,6	-0,5 – 0,9
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-0,9	2,0 – 4,2	1,1 – 5,9
Kivitel (árúk és szolgáltatások)	11,1	5,8 – 9,6	2,6 – 10,6
Behozatal (árúk és szolgáltatások)	9,3	4,3 – 7,9	2,6 – 10,0

1) A reál-GDP-re és tényezőire vonatkozó prognózison munkanap-hatással kiigazított 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 összetételét tükrözik, tehát Észtország adatait is tartalmazzák.

A válság vélhetően kedvezőtlenül hatott a potenciális növekedésre, bár a hatás pontos mértéke erősen bizonytalan. A potenciális növekedésre, tehát a kibocsátási résre vonatkozó prognózist ezért a szokottnál is nagyobb bizonytalanság övezi. Ennek ellenére a potenciális kibocsátás az előrejelzési időszakban várhatóan valamelyest javulni fog, bár jelentősen a válság alatti szinten marad, ami mind a munkaerő, mind a tőke kisebb hozzájárulásával magyarázható. Az ennek megfelelő, becsült negatív kibocsátási rés az időszak folyamán szűkül.

ÁR- ÉS KÖLTSÉGPROGNÓZIS

A prognózis szerint a HICP-infláció elsősorban a kőolaj árának közelmúltbeli jelentős emelkedése miatt 2012 elejéig 2,0% felett marad. A további időszakban a nyersanyagárak okozta nyomás a feltételezés szerint visszafogott lesz, és – a korábbi áremelkedések közvetlen hatásának lecsengésével – az átlagos éves infláció csökkenése valószínűsíthető. Várhatóan növekedni fog ugyanakkor a belföldi inflációs nyomás, aminek oka a magasabb kapacitáskihasználtság, a szigorúbb munkaerő-piaci feltételek, valamint a korábbi nyersanyagár-emelkedések fokozatos és részleges begyűrűzése. A HICP átlagos növekedési üteme 2011-ben 2,5% és 2,7%, 2012-ben pedig 1,1% és 2,3% között várható. Az élelmiszereket és energiát nem tartalmazó HICP növekedési üteme a teljes előrejelzési időszakban várhatóan fokozatosan élénkül.

Részletesebben arról van szó, hogy a 2011 első negyedévében tapasztalt erős emelkedés után, ami főként a világpiacon energiadrágulásnak tudható be, az időszak hátralevő részében várhatóan gyengül a külföldi ároldali nyomás. Ez a pálya nagyrészt a nyersanyagárak változásának feltételezett mérséklődését és az euro közelmúltbeli felértékelődését tükrözi. Ezzel ellentétben a belföldi ároldali nyomás az időszakban kissé erősödik. Az egy főre jutó nominális munkavállalói jövedelem növekedésének feltételezett üteme fokozatosan emelkedik, ami a javuló munkaerőpiacnak és kisebb mértékben a 2011-ben mért nagyobb fogyasztóiár-infláció késleltetett hatásának tudható be, ami a néhány euroövezeti országban alkalmazott bérindexálási mechanizmussal függ össze. A nominális béralku lépcsőzetes lefutása és a fogyasztói árak inflációjának megugrása miatt az egy munkavállalóra jutó reáljövedelem 2011-ben várhatóan csökken, majd az előrejelzési időszak hátralevő részében valamelyest ismét emelkedik. A 2010-es visszaesés után a

fajlagos munkaerőköltség 2011-ben várhatóan pozitív előjelet ölt, majd 2012-ben tovább emelkedik, ami a munkaerő-termelékenység növekedésének mérséklődésével és az egy főre jutó nominális munkavállalói jövedelem növekedésének fokozatos gyorsulásával magyarázható. A profitráták, amelyek 2010-ben ismét megugrottak, a prognózis szerint 2011-ben már valószínűleg lassabban nőnek, később pedig növekedésük kissé gyorsul. A kezdeti visszaesés a fajlagos munkaerőköltségek trendjének megfordulásából eredő tompító hatásnak is betudható, míg a későbbi időszakban várt gyorsulás az aggregált kereslet javulásával magyarázható. Mindemellett a profitráták az előrejelzési időszakban nem érik el a 2007-es szintet. A már bejelentett intézkedések alapján a közvetett adók és a szabályozott árak emelése is vélhetően növelni fogják a 2011-es HICP-inflációt.

ÖSSZEVETÉS A 2011. MÁRCIUSI PROGNÓZISSAL

Az EKB szakértőinek a Havi jelentés 2011. márciusi számában publikált makrogazdasági prognózisával összehasonlítva a 2011-es reál-GDP-növekedési prognózis sávját felfelé módosítottuk, aminek háttérben elsősorban 2011 első negyedének a vártnál kedvezőbb növekedési adata áll. A 2012-es sáv ugyanakkor változatlan. A HICP-infláció esetében a 2011-re prognosztizált sávot is kissé felfelé módosítottuk, ami főként a magasabb energiaárnak tudható be, a 2012-re jelzett sáv pedig némileg szűkült.

2. táblázat: Összevetés a 2011. márciusi prognózissal

(átlagos éves változás, százalék)

	2011	2012
Reál-GDP – 2011. március	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8
Reál-GDP – 2011. június	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8
HICP – 2011. március	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4
HICP – 2011. június	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3

2. keretes írás

MÁS INTÉZMÉNYEK ELŐREJELZÉSEI

Számos nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény is készít előrejelzést az euroövezetről, amelyek azonban közvetlenül sem egymással, sem az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisával nem vethetők össze, mivel különböző időpontokban véglegesítik őket. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külgazdasági változókra – például a kőolajárakra és egyéb nyersanyagárakra – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben meg nem határozott) 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 1,6% és 2,0% közötti, 2012-ben pedig 1,7% és 2,0% közötti ütemben bővül. Valamennyi előrejelzés az eurorendszer szakértői által prognosztizált tartományokba esik.

Az inflációt tekintve a többi intézmény előrejelzései az átlagos éves HICP-inflációt 2011-ben 2,3% és 2,6%, 2012-ben pedig 1,6% és 1,9% közé teszik. Az IMF 2011-es inflációs előrejelzésének kivételével, amely más nyersanyagár-feltevéseket vesz figyelembe, minden előrejelzés az eurorendszer szakértői prognózisának sávjába esik.

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

(átlagos éves változás, százalék)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés		HICP-infláció	
		2011	2012	2011	2012
IMF	2011. április	1,6	1,8	2,3	1,7
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2011. május	1,7	1,7	2,5	1,9
A Consensus Economics előrejelzései	2011. május	1,7	1,7	2,5	1,9
OECD	2011. május	2,0	2,0	2,6	1,6
Európai Bizottság	2011. május	1,6	1,8	2,6	1,8
Az eurorendszer szakértői prognózisa	2011. június	1,5 – 2,3	0,6 – 2,8	2,5 – 2,7	1,1 – 2,3

Forrás: Az Európai Bizottság gazdasági előrejelzése, 2011. tavasz; a Nemzetközi Valutaalap (IMF) világgazdasági előrejelzése, 2011. április; az OECD gazdasági előrejelzése, 2011. május; a Consensus Economics előrejelzései; és az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített felmérése.

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 az adatok munkanappal igazítottak-e.

© 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
 Honlap: <http://www.ecb.europa.eu>

Minden jog fenntartva.

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