

## BEVEZETÉS

Az EKB Kormányzótanácsa a rendszeres közgazdasági és monetáris elemzés alapján június 6-i ülésén változatlanul hagyta az irányadó kamatokat. Bár az inflációs ráták 2012 hátralevő részében valószínűleg 2% fölött maradnak, a Kormányzótanács arra számít, hogy az árak a monetáris politikai szempontból mérvadó időtávon az árstabilitásnak megfelelően alakulnak. Ennek megfelelően a pénzmennyiség bővülésének alapüteme változatlanul visszafogott. Az euroövezetben az inflációs várakozások továbbra is szilárdan rögzítve vannak, összhangban a Kormányzótanács azon céljával, hogy az árak középtávon 2% alatti, de ahhoz közeli ütemben emelkedjenek. Az övezetben a gazdasági növekedés ugyanakkor továbbra is gyenge, ahogy a megemelkedett bizonytalanság visszafogja a bizalmat és a piaci hangulatot, ami erősíti a gazdasági kilátásokkal kapcsolatos lefelé mutató kockázatokat.

Az elmúlt hónapokban az eurorendszer egyaránt végzett szokásos és rendkívüli monetáris politikai intézkedéseket. A vegyes intézkedéscsomag célja a monetáris politikai transzmisszió támogatása volt. A Kormányzótanács június 6-án arról is határozott, hogy amíg szükséges, de legalább a 2012. évi 12. tartalékolási időszak végéig, azaz 2013. január 15-ig folytatják a rögzített kamatú, teljes allokációs tender keretében nyújtott irányadó refinanszírozást. Ez az eljárás marad érvényben az eurorendszer egy tartalékperiódusnyi futamidejű, egyedi lejáratú refinanszírozási műveleteiben is, amelyeket addig folytatnak, amíg szükségesnek látják. A speciális lejáratú refinanszírozás rögzített kamata az adott időpontban érvényes IRM-kamattal egyezik meg. Ezenkívül döntöttek a hosszabb lejáratú, háromhavi refinanszírozási művelet 2012 végéig történő végrehajtásáról is rögzített kamat mellett, teljes allokációjú tender formájában. Ezek kamatát a megfelelő hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet futamideje alatt érvényes IRM átlagos kamatlában rögzítik. Figyelembe véve, hogy a rendkívüli monetáris politikai intézkedések mind eleve átmeneti jellegűek, a Kormányzótanács szoroson figyelemmel kíséri a további fejleményeket, és az euroövezet középtávú árstabilitásának biztosítása érdekében kész határozottan és idejében fellépni.

Közgazdasági elemzés: az euroövezet reál-GDP-je 2012 első negyedében nem bővült az előző negyedévhez képest. A rendelkezésre álló mutatók szerint a második negyedévben gyengült a növekedés, és bizonytalanság uralkodott. A rövid távnál messzebbre tekintve a Kormányzótanács továbbra is az euroövezeti gazdaság fokozatos élénkülésére számít. Az egyes euroövezeti államkötvénypiacokon ugyanakkor továbbra is tapasztalható feszültség; ennek a hitelfeltételekre gyakorolt hatása, a pénzügyi és egyéb szektorokban zajló mérlegkiigazítás, valamint a magas munkanélküliség előreláthatólag továbbra is visszafogja a növekedés alapütemét.

Az eurorendszer szakértőinek 2012. júniusi makrogazdasági prognózisa szerint az euroövezet éves reál-GDP-jének éves növekedési üteme 2012-ben a -0,5% és 0,3% közötti sávban, 2013-ban pedig 0,0% és 2,0% között lesz. Az EKB 2012. márciusi szakértői makrogazdasági prognózisával összevetve a 2012-re megadott sáv nem változott, a 2013-ra jósolt sáv viszont kissé szűkült.

A Kormányzótanács megítélése szerint az euroövezeti gazdasági kilátások lefelé mutató kockázatnak vannak kitéve, amely különösen az euroövezet több pénzügyi piacán érzékelhető feszültségek kiéleződéséhez kapcsolódnak, valamint ezeknek az övezet reálgazdaságába való potenciális átgyűrűzéséhez. További lefelé irányuló kockázat forrása, hogy a nyersanyagok középtávon ismét drágulnak.

Az Eurostat gyorsbecslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2012 májusában 2,4% volt, az előző havi 2,6% után. Az év hátralevő részében az infláció valószínűleg 2% fölött marad, ami elsősorban az energiaárak és közvetett adók alakulásának tudható be. Az aktuális tőzsdei határidős nyersanyagárfolyamok alapján az éves infláció 2013 elején valószínűleg ismét 2% alá süllyed. Előretekintve, az euroövezetben változatlanul visszafogott inflációs nyomással kell csak számolni a mérsékelt növekedési rátával és szilárdan rögzített hosszú távú inflációs várakozásokkal jellemezhető környezetben.

Az eurorendszer szakértőinek 2012. júniusi makrogazdasági prognózisa szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2012-ben a 2,3% és 2,5% között, 2013-ban pedig 1,0% és 2,2% között lesz. Az EKB 2012. márciusi szakértői prognózisával összevetve szűkültek a 2012-re és 2013-ra megadott sávok.

A középtávú árstabilitási kilátásokat övező kockázatok a Kormányzótanács vélekedése szerint összességében továbbra is egyensúlyban vannak. A felfelé mutató kockázatok középtávon a fiskális konszolidációs igény miatti további közvetettadó-emeléssel és a nyersanyagok vártnál nagyobb mértékű drágulásával függenek össze. Az alacsonyabb infláció irányába elsősorban az euroövezet vártnál gyengébb növekedése hat.

A monetáris elemzés alapján a pénzmennyiség növekedésének alapüteme 2012 első négy hónapjában visszafogott volt. Az M3 éves növekedési üteme áprilisban 2,5%-ra esett vissza a márciusi 3,1%-ról azután, hogy az első negyedévben erős ütemben bővült. Az M3-növekedés áprilisi mérséklődése mögött elsősorban a nem monetáris pénzügyi közvetítők (idetartoznak például a központi szerződő felek, a befektetési alapok és az értékpapírosításban résztvevő céltársaságok) egynapos betétállományából való kiáramlás áll.

A magánszektorban nyújtott hitelek éves növekedési üteme (hitelértékesítéssel és értékpapírosítással korrigálva) áprilisban (a márciusi 1,2%-ról) 0,8%-ra csökkent, ami a nem monetáris pénzügyi közvetítőkhez irányuló negatív hitelkiáramlásnak tudható be. Ugyanakkor a nem pénzügyi társaságoknak és a háztartásoknak nyújtott havi hitelkiáramlás áprilisban mérsékeltén pozitív ütemű volt, és az éves növekedési ütemek (hitelértékesítéssel és értékpapírosítással korrigálva) áprilisban gyakorlatilag a márciusi szinten, azaz 0,7%-on, illetve 1,5%-on álltak.

Az áprilisig terjedő időszak pénzmennyiség és hiteladatai azt bizonyítják, hogy a Kormányzótanács által hozott monetáris politikai intézkedések céljának megfelelően nem került sor a hitelintézeti mérlegek hirtelen és kontrollálatlan korrekciójára. Az üzleti ciklus mostani helyzetét és a háztartási és vállalati

mérlegek folyamatban levő kiigazítását figyelembe véve az elkövetkező időszakban visszafogott hitelkereslet valószínűsíthető.

A jövőben elengedhetetlen, hogy a bankok tovább erősítsék teherbíró és ellenálló képességüket. A banki mérlegek stabilitása alapvető szerepet játszik mind annak elősegítésében, hogy a gazdaság kellő mennyiségű hitellel legyen ellátva, mind a különféle finanszírozási csatornák normalizálásában.

Összefoglalva: a közgazdasági elemzés arra enged következtetni, hogy az árak középtávon változatlanul az árstabilitással összhangban alakulnak. Ezt a helyzetértékelést támasztja alá a monetáris elemzés eredményeivel való összevetés is.

Fiskális és gazdaságpolitikai téren az elmúlt években jelentős eredmények születtek a fiskális konszolidáció terén. Döntő fontosságú ezeknek az erőfeszítéseknek a továbbvitele, hogy visszaállítsák a szilárd fiskális pozíciókat és visszanyerjék a versenyképességet, ami a stabil gazdasági növekedés előfeltétele. Ennek természetes kiegészítéseképpen van szükség az új makrogazdasági felügyeleti rendszer EU szemeszter alatti bevezetésére. Több euroövezeti országban is túlzott mértékű egyensúlyhiány áll fenn, amit korrigálni kell. Ennek érdekében a termékpiacon, a munkaerőpiacon és a pénzügyi szektorban reformokkal kell elősegíteni a fenntartható növekedést. A termékpiaci versenyt meg kell erősíteni, nem utolsósorban az egységes piac kiteljesítése révén, valamint biztosítani kell, hogy a munkabérek rugalmasan igazodjanak a munkaerő-piaci helyzetnek és a termelékenységnek megfelelően. A növekedést serkentő reformok várhatóan felgyorsítják a szükséges kiigazítási folyamatot és elősegítik az új munkahelyek teremtését.

A Kormányzótanács örömmel fogadja, hogy az Európai Tanács utolsó találkozásán a vezetők megállapodtak abban, hogy átgondolják a Gazdasági és Monetáris Unió jövőjével kapcsolatos hosszú távú elképzeléseiket, amit a Kormányzótanács igen fontos lépésnek tekint.

# AZ EKB 2012. JÚNIUSI HAVI JELENTÉSE – A FEJEZETEK KIVONATOS ISMERTETÉSE

## GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK

### 1. AZ EUROÖVEZET ÉS A NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK

A világgazdaság fellendülése változatlanul törékeny. Az elmúlt hónapokban napvilágot látott információk megerősítik a vélekedést, miszerint a globális konjunktúra fokozatosan magára talál. A legtöbb fontosabb euroövezeten kívüli fejlett gazdaságban a mérsékelt fellendülés további jelei érzékelhetők, a strukturális akadályok miatt azonban a középtávú növekedési kilátások továbbra is visszafogottak. A feltörekvő gazdaságokban a növekedési ütem némileg mérséklődött ugyan az elmúlt időszakban, ám összességében még mindig stabil növekedésről beszélhetünk. A világkereskedelem – a globális konjunktúrával összhangban – némileg élénkül 2012 első negyedében. A legtöbb országban tovább enyhült az infláció az elmúlt hónapokban, ami elsősorban az energiaárak alakulását tükrözte.

### 2. MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

#### 2.1 A PÉNZMENNYISÉG ÉS A MONETÁRIS PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK KIHELYEZÉSEI

A pénzmennyiséget és a hitelállományt 2011 negyedik negyedében szűkítő folyamatokat 2012 első negyedében ellensúlyozta az előző év decemberében bejelentett rendkívüli monetáris politikai intézkedések támogató hatása. Ennek következtében 2012 első negyedében felgyorsult az M3 növekedési üteme, komoly havi beáramlás mellett. Ezzel egyidejűleg az M3-növekedés trendje elvált a magánszektorban kihelyezett hitelekétől, amelyek körében csak kismértékű beáramlást regisztráltak, bővülési ütemük így visszafogott maradt. Az M3-ba való beáramlás jórészt az ellenoldali tételekben csapódott le, államkötvény-vásárlás formájában. Az M3-növekedés első negyedévi erősödése áprilisban részben visszajára fordult, ami komoly havi kiáramlást tükrözött. Mindennek hátterében azonban a pénzügyi szféra, nem pedig a háztartások és a nem pénzügyi vállalatok tranzakciói álltak. Megjegyzendő továbbá, hogy az áprilisi kiáramlás a nem pénzügyi magánszektorban nyújtott hitelezés felfutásával, valamint a nettó külföldi eszközök korlátozott kiáramlásával összefüggésben alakult ki, ellentétben a 2011 végi folyamatokkal. Összefoglalva, mivel a pénzmennyiség-növekedés alapüteme változatlanul visszafogott, a monetáris elemzésből arra lehet következtetni, hogy a középtávú árstabilitást övező kockázatok összességében egyensúlyban vannak. Az inflációs kilátások tekintetében ugyanakkor változatlanul megemelkedett kockázati szinttel kell számolni.

#### 2.2 A NEM PÉNZÜGYI SZEKTOROK ÉS AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSEI

2011 negyedik negyedében jelentősen visszaesett a nem pénzügyi szektorok pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme, ami részben a háztartások jövedelmének lassabb növekedését, részben pedig a történelmi összehasonlításban alacsony megtakarítási rátát tükrözte. Jelentősen visszaesett a biztosítótársaságok és a nyugdíjpénztárak pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme, ami a háztartások biztosítástechnikai tartalékokba történő befektetéseinek jelentős csökkenését tükrözte. A pénzügyi piaci feszültségek 2011 negyedik negyedévi kiéleződése a legtöbb jelentősebb befektetési alap esetében további jelentős nettó visszavásárlást generált. A folyamat azonban 2012 első negyedében

megfordult, aminek háttérében az eurorendszer rendkívüli monetáris politikai intézkedéseinek támogató hatása állt.

### 2.3 PÉNZPIACI KAMATLÁBAK

A 2012. március 7. és június 5. közötti időszakban összességében a pénzügyi kamatlábak csökkenése volt megfigyelhető. Mindez összhangban áll az év eleje óta alacsony szinten ingadozó EONIA csökkenésével, ami az egynapos (O/N) pénzügyi piac jelentős likviditásbőségéről árulkodik. Hosszabb lejáratokon nőtt a pénzügyi kamatláb-volatilitás a vizsgált időszakban.

### 2.4 KÖTVÉNYPIACOK

A 2012. március 1. és június 5. közötti időszakban az euroövezeti hosszabb lejáratú AAA minősítésű államkötvények hozama nagyjából 70 bázisponttal csökkent az euroövezetben, illetve hozzávetőleg 50 bázisponttal az Egyesült Államokban. A hosszú lejáratú euroövezeti államkötvények hozama március első felében összességében emelkedett, majd tartósan csökkenni kezdett, aminek háttérében elsősorban a rövid távú gazdasági kilátások miatti piaci aggodalmak, a romló bizalom és az euroövezeti adósságválság kedvezőtlen alakulása állt. Az amerikai hosszú lejáratú államkötvény-hozamok jórészt az euroövezetiekkel összhangban alakultak a vizsgált időszakban. Az euroövezeti államkötvény-hozamok német hozamokhoz viszonyított különözete összességében emelkedett, különösen április és május során, miközben az AAA minősítésű állampapírok hozama jelentősen csökkent. A kötvénypiacok jövőbeli alakulását övező bizonytalanság – amelyet az implikált kötvénypiaci volatilitással mérnek – március eleje óta némileg növekedett az euroövezetben, miközben ugyanebben az időszakban az Egyesült Államokban nem változott számottevően. A piaci alapú mutatók továbbra is arra engednek következtetni, hogy a közép- és hosszú távú inflációs várakozások változatlanul teljes mértékben az árstabilitással összhangban alakulnak.

### 2.5 RÉSZVÉNYPIACOK

A 2012. március 1. és június 5. közötti időszakban a részvényárfolyamok nagyjából 17%-kal estek az euroövezetben és hozzávetőleg 6,5%-kal az Egyesült Államokban. A hosszú lejáratú államkötvény-hozamokhoz hasonlóan az euroövezeti részvényárfolyamok is megemelkedtek március első felében, ami a kedvező adatoknak, a piaci hangulat második hároméves, hosszabb lejáratú refinanszírozási művelethez köthető javulásának, valamint a görög adósságátütemezés lezárásának tudható be. Ezután azonban az övezeti részvényárfolyamok, különösen a pénzügyi szektorban, csökkenő pályára álltak, ami a rövid távú gazdasági kilátások gyengülésére utaló új adatoknak, valamint a pénzügyi és politikai helyzetet övező aggodalmak újraéledésének tudható be. Március közepe óta az amerikai részvényárfolyamok összesített indexe is esik, a pénzügyi és a nem pénzügyi szektorban összességében egymással összehasonlítható mértékben. Az implikált volatilitással mért részvénypiaci bizonytalanság mindkét gazdasági térségben számottevően megemelkedett, így jelenlegi értéke a 2011. december közepi szint közelében van.

### 2.6 A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2012. január és április között csökkentek az euroövezeti nem pénzügyi vállalatok finanszírozási reálköltségei, ami a piaci alapú adósság költségében és a rövid távú hitelkamatokban tükröződött. Ami a pénzügyi piacokat illeti, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme 2012 első negyedévében 0,3%-ra esett vissza. A hitel-növekedés szerény üteme jórészt a gazdaság gyengülkedésének, a megemelkedett hitelkockázatnak és a visszafogott hitelkeresletnek tulajdonítható. 2012 első negyedévében tovább fokozódott a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátása a nem pénzügyi vállalatok körében.

## 2.7 A HÁZTARTÁSOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

Az euroövezeti háztartások pénzügyi helyzete a legtöbb banki hitelkamat csökkenésével volt jellemezhető 2012 első negyedévében és áprilisában. A 2012. áprilisi banki hitelezési felmérésből az is kiderül, hogy a bankok visszafogták a háztartásoknak kihelyezett hitelek nettó szigorítását. Az MPI-k háztartásoknak nyújtott hiteleinek – hitelértékesítéssel és értékpapírosítással kiigazított – éves növekedési üteme fokozatosan tovább csökkent 2012 első négy hónapjában. A legfrissebb adatok tehát változatlanul a háztartások hitelfelvételeinek visszafogottságára utalnak. A háztartások kamatterhei és az adósságnak a bruttó rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított aránya a becslések szerint nagyjából változatlan maradt 2012 első negyedévében.

## 3. ÁRAK ÉS KÖLTSÉGEK

Az Eurostat előzetes becslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2,4% volt 2012 májusában (az egy hónappal korábbi inflációs adat 2,6% volt). Az áremelkedés üteme az év hátralévő részében valószínűleg 2% felett marad, ami elsősorban az energia- és élelmiszeráraknak tudható be. Az aktuális tőzsdei határidős nyersanyagárakból ugyanakkor arra lehet következtetni, hogy az éves infláció ismét 2% alá kerül 2013 elején. Ami pedig a távolabbi jövőt illeti, az áremelkedés alapüteme várhatóan visszafogott marad mérsékelt növekedés, és szilárdan rögzített inflációs várakozások mellett. Az eurorendszer szakértőinek 2012. júniusi makrogazdasági prognózisa 2012-re 2,3% és 2,5% közötti, míg 2013-ra 1,0% és 2,2% közötti éves HICP-inflációs rátát valószínűsít. Az EKB 2012. márciusi szakértői prognózisához képest szűkültek a 2012-re és 2013-ra megadott sávok. Az árak középtávú alakulását övező kockázatok nagyjából egyensúlyban vannak. Magasabb infláció kockázatát hordozza a közvetett adók további emelkedése, ami a fiskális konszolidáció iránti igény és középtávon a vártnál magasabb nyersanyagárak eredőjeként jelentkezik. Az alacsonyabb infláció irányába hat elsősorban az euroövezet vártnál gyengébb növekedése.

## 4. A KIBOCSÁTÁS, A KERESLET ÉS A MUNKAERŐPIAC ALAKULÁSA

Az euroövezet reál-GDP-je az előző negyedévhez képest nem változott 2012 első negyedévében. A második negyedévről rendelkezésre álló adatok a növekedési ütem visszaesésére és általános bizonytalanságra utalnak. A rövid távnál hosszabb időhorizonton még mindig az látszik, hogy az övezet gazdasága fokozatosan talpra áll. Az egyes euroövezeti államkötvénypiacokon továbbra is tapasztalható feszültség, ennek a hitelfeltételekre gyakorolt hatása, a pénzügyi és egyéb szektorokban zajló mérlegkiigazítás, valamint a magas munkanélküliség azonban előreláthatólag továbbra is visszafogja a növekedés alapütemét. Az eurorendszer szakértőinek 2012. júniusi makrogazdasági prognózisa szerint az euroövezet reál-GDP-jének éves növekedési üteme 2012-ben a -0,5% és 0,3% közötti sávban, 2013-ban pedig 0,0% és 2,0% között lesz. Az EKB szakértőinek 2012. márciusi makrogazdasági prognózisával összevetve a 2012-re megadott sáv nem változott, a 2013-ra jószolt sáv viszont kissé szűkült. Az euroövezet gazdasági kilátásait fokozottan lefelé mutató kockázatok övezik.

## 5. FISKÁLIS HELYZET

A költségvetési konszolidáció terén az eurorendszer jelentős eredményeket könyvelhetett el 2011-ben, ám a fenntarthatóság és a piaci bizalom visszaállításához ennél többre van szükség. Az Európai Bizottság 2012. tavaszi gazdasági előrejelzése szerint idén tovább csökken az euroövezet államháztartási hiánya, 2013-ban pedig a referenciaérték alá kerül, jóllehet az egyes tagok között jelentősek maradnak a különbségek. Azoknak az országoknak, amelyek ellen túlzott hiány esetén követendő eljárás folyik, gondoskodniuk kell arról, hogy a megállapított ütemterv szerint korrigálják a költségvetési deficitjuket. Néhány ország esetében mindez további konszolidációs intézkedéseket tesz szükségessé.

## 6. AZ EURORENDSZER SZAKÉRTŐINEK MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL

Az eurorendszer szakértői a 2012. május 24-ig rendelkezésre álló információk alapján elkészítették az euroövezet makrogazdasági folyamatainak prognózisát.<sup>1</sup> Feltételezve, hogy a pénzügyi válság nem fokozódik tovább, a reál-GDP-növekedés várhatóan fokozatosan magára talál az előrejelzési horizonton, ami erőteljesebb külső, illetve fokozatosan élénkülő belföldi kereslet tükröz. Utóbbit egyre jobban támogatja a rövid lejáratú kamatlábak rendkívül alacsony szintjének kedvező hatása, továbbá az energia- és élelmiszerárak növekedési ütemének visszaesése, ami kedvezően hat a reáljövedelmekre. A pénzügyi rendszer helyreállítását célzó intézkedések szintén élénkítik a belföldi keresletet. A konjunktúra fellendülését azonban várhatóan visszafogja a több szektorban is zajló mérlegkiigazítás. A reál-GDP éves átlagos növekedési üteme a prognózis szerint -0,5% és 0,3% lesz 2012-ben, illetve 0,0% és 2,0% 2013-ban. Az euroövezeti HICP-infláció 2012-ben átlagosan 2,3% és 2,5% közé tehető, ami a megemelkedett energiaárakból, az alacsonyabb euro-árfolyamból és a közvetett adók emeléséből adódik. A magas nyersanyagárak hatásának fokozatos lecsengésével a teljes infláció várhatóan csökkenni fog, így üteme 1,0% és 2,2% közé tehető 2013-ban. Az élelmiszerek és az energia árát nem tartalmazó HICP nagyjából stabil marad mind 2012-ben, mind 2013-ban, mivel a közvetett adók és a szabályozott árak várható emelkedése ellensúlyozza a belföldi kereslet gyengélkedéséből és a munkaerőköltség visszafogott emelkedéséből adódó lefelé ható nyomást.

<sup>1</sup> 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.

# AZ EURORENDSZER SZAKÉRTŐINEK MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL

Az eurorendszer szakértői a 2012. május 24-ig rendelkezésükre álló információk alapján elkészítették az euroövezet makrogazdasági folyamatainak prognózisát.<sup>1</sup> Feltételezve, hogy a pénzügyi válság nem mélyül tovább, a prognózis szerint a reál-GDP fokozatosan magára talál az előrejelzési időszak során, ami az erősebb külső keresletnek és a belföldi kereslet fokozatos erősödésének tudható be. A belföldi kereslet élénkülését várhatóan egyre jobban támogatja az igen alacsony rövid lejáratú kamatszint kedvező hatása, valamint az energia- és élelmiszerárak inflációjának a csökkenése, ami jótékonyan hat a reáljövödelmekre. Emellett a pénzügyi rendszer működésének helyreállítását szolgáló intézkedések is támogatónak hatnak a belföldi keresletre. A fellendülést viszont várhatóan fűkezi a több szektort érintő mérlegkiigazítási folyamat. Az éves átlagos reál-GDP-növekedés 2012-ben várhatóan -0,5% és 0,3%, 2013-ban pedig 0,0% és 2,0% között lesz.

Az euroövezeti HICP-inflációt 2012-ben 2,3% és 2,5% között prognosztizálják, ami a magasabb energiaárakkal, a gyengébb euroárfolyammal és a közvetett adók emelésével hozható összefüggésbe. Ahogy fokozatosan gyengül a magas nyersanyagárak hatása, az infláció is csökken, és 2013-ban üteme 1,0% és 2,2% között várható. Az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP-infláció 2012 és 2013 folyamán összességében stabil marad, mivel a közvetett adók és szabályozott árak várható emelése ellensúlyozza majd azokat az inflációcsökkentő hatásokat, amelyek a gyenge belföldi keresletből és a szerény munkaerőköltség-növekedésből erednek.

## 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 2012. május 15-ével záruló időszak piaci várakozásain alapulnak.<sup>1</sup> A rövid lejáratú kamatokra vonatkozó feltevés pusztán technikai jellegű. Utóbbiakat a három hónapos EURIBOR-ral mérik, a piaci várakozásokat pedig a határidős tőzsdei hozamok alapján számítják. A módszertan alapján számított rövid lejáratú átlagos kamatszint 2012-ben 0,8%, 2013-ban pedig 0,7%. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások átlagos szintje 2012-ben 4,2%, 2013-ban pedig 4,5%. A rövid lejáratú banki hitelkamatok az előrejelzési időszak során összességében várhatóan szinten maradnak, a hosszú lejáratú kamatok viszont 2013 folyamán kissé megemelkednek, ami a határidős piaci kamatok alakulásával és a piaci kamatok változásának a hitelkamatokba való fokozatos átgyűrűzésével magyarázható. Az euroövezet egészének hitelkínálati feltételei 2012-ben összességében negatívan hatnak a konjunktúrára, 2013-ban viszont semleges hatás várható. A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés zárónapja előtti kéthetes periódus határidős tőzsdei árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent nyersolajár 2012-ben 114,6 USA-dollár, 2013-ban pedig 107,9 USA-dollár lesz. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú árának emelkedése 2012-ben 8,0%-os ütemben, 2013-ban pedig 1,6%-os ütemben valószínűsíthető.

<sup>1</sup> 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 megfigyelt átlagos szinten maradnak az előrejelzési időszak során. Mindebből 2012-ben és 2013-ban 1,30 USD/EUR árfolyam következik. Az euro effektív árfolyama a feltevés szerint 2012-ben átlagosan 4,4%-kal, 2013-ban pedig 0,3%-kal értékelődik le.

A fiskális politikai feltevések az euroövezet egyes országainak 2012. 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 vélhetőleg elfogadnak.

<sup>1</sup> Az olaj- és az élelmiszerárakra vonatkozó feltevések kiszámítása az előrejelzési horizont végéig érvényes tőzsdei határidős (futures) árakon alapul. Az egyéb, nem energia jellegű szilárd nyersanyagok esetében feltesszük, hogy az árak 2013 második negyedévéig a határidős tőzsdei árakat követik, majd a világgazdasági konjunktúra szerint alakulnak.

## NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

A világgazdaság fokozatos gyorsulását az előrejelzési időszakban várhatóan a javuló pénzügyi helyzet és a lazább monetáris politikai környezet támogatja. Emellett a Japánt és Tájföldet sújtó természeti katasztrófákat követő újjáépítés és az ellátási lánc fennakadásainak enyhülése nyomán is élénkül 2012-ben a világgazdaság. Középtávon az euroövezet külső környezetének növekedési ütemét várhatóan visszafogja a munkaerőpiac és lakáspiac jelentős gyengesége, valamint az állami és magánszektorban egyaránt meglévő igény a további mérlegkorrekcióra. A feltörekvő piacokon a közelmúltban mérséklődött ugyan a növekedés, de még mindig szilárdnak nevezhető, ami nagyban hozzájárul a világgazdasági növekedéshez. Az euroövezeten kívüli térségek reál-GDP-jének növekedése a prognózis szerint a 2011-es 4,1%-ról 2012-ben 3,8%-ra esik vissza, majd 2013-ban ismét 4,3%-ra emelkedik. Az euroövezet külső kereslete a becslések szerint 2012-ben 4,0%-kal, 2013-ban pedig 6,4%-kal nő.

## REÁL-GDP-NÖVEKEDÉSI PROGNÓZIS

Az euroövezet reál-GDP-je a 2011 utolsó negyedéves 0,3%-os visszaesés után 2012 első negyedévében stagnált, a második negyedévben pedig várhatóan gyengül. A konjunktúra közelmúltban tapasztalható lassulásának háttérében elsősorban az euroövezeti adósságválság üzleti és fogyasztói bizalomra gyakorolt kedvezőtlen hatásával összefüggő gyenge belföldi kereslet, a magas olajárak, a kedvezőtlen hitelkínálati feltételek és egyes euroövezeti országok fiskális politikájának további szigorodása áll.

Ami a kilátásokat illeti, feltételezve hogy a pénzügyi válság nem mélyül tovább, a prognózis szerint az előrejelzési időszakban a reál-GDP-növekedés erősödni fog. A fellendülés a világkereskedelem, tehát a külső kereslet gyorsabb növekedésével, valamint a belső kereslet fokozatos erősödésével hozható összefüggésbe. A belföldi kereslet élénkülését várhatóan támogatja az igen alacsony rövid lejáratú kamatszint, valamint a csökkenő energia- és élelmiszerár-inflációnak a háztartások rendelkezésre álló jövedelmére tett kedvező hatása. Emellett a pénzügyi rendszer működésének helyreállítását szolgáló intézkedések is ösztönzik a belföldi keresletet. A fellendülés összességében, különösen hosszú távú összehasonlításban meglehetősen visszafogott lesz, aminek oka a több euroövezeti országban tapasztalható állami és magánszektorbeli mérlegkonszolidáció iránti igény megléte. Éves adatokban kifejezve: az euroövezet reál-GDP-je 2012-ben várhatóan -0,5% és 0,3% közötti ütemben bővül, 2013-ban pedig 0,0% és 2,0% között.

Részletesebben, az euroövezeten kívüli export az előrejelzési időszak folyamán a prognózis szerint élénkebb ütemben bővül, ami főként a külső kereslet erősödésének és az exportárak terén a múltban szerzett versenyképesség-előnynek tudható be. Az euroövezeti exportpiaci részesedések, amelyek az utóbbi időszakban javuló tendenciát mutatnak az előrejelzési időszakban várhatóan stabilizálódnak.

Az euroövezeti magánszektor nem lakáscélú beruházásai rövid távon várhatóan még jobban visszaesnek, az időszak során később viszont ismét élénkülni fognak, ami a kereslet erősödésének, az alacsony kamatszintnek és a javuló profitmarzsoknak köszönhető. Az időszakban a lakásberuházások várhatóan csak kevésbé élénkülnek, ahogy a néhány országban zajló lakáspiaci korrekció továbbra is visszafogja a

lakáspiaci fellendülést. A kedvezőtlen folyamatokat azonban részben ellensúlyozza, hogy néhány országban a lakásberuházásnak nagyobb a vonzereje, mint az egyéb befektetési lehetőségeknek, ezért ott az alacsony jelzáloghitel-kamatok is hozzájárulnak a lakásberuházás élénküléséhez. Az állami beruházások várhatóan visszaesnek az időszak során, ami az övezet több tagországában már bejelentett fiskális konszolidációs csomagok alapján is megállapítható.

A magánszektor fogyasztása a prognózis szerint 2012-ben végig visszafogott lesz, mivel a rendelkezésre álló reáljövedelem nagy visszaesését csak részben kompenzálja a megtakarítási ráta csökkenése, ami a fogyasztás időbeli simítását tükrözi. A rendelkezésre álló reáljövedelem nagy visszaesését mind a foglalkoztatottság, mind az egy főre jutó munkavállalói reáljövedelem csökkenése, a fiskális konszolidációs intézkedések és a nem munkavégzésből származó jövedelmek gyenge alakulása okozza. A magánszektor fogyasztása 2013-ban várhatóan mérsékelten növekszik, ami főként a rendelkezésre álló reáljövedelem megemelkedésének tudható be, ahogy az említett tényezők kedvezőtlen hatása fokozatosan gyengül, és a nyersanyagárak miatti nyomás is várhatóan enyhül. A kormányzati szektor reálfogyasztása a prognózis szerint mind 2012-ben, mind 2013-ban összességében stabil marad.

Az euroövezeten kívülről származó import növekedési üteme várhatóan lendületet vesz az előrejelzési horizonton, bár ezt a hatást továbbra is korlátozza a gyenge belföldi kereslet. A nettó export – az erősebb exportnövekedés révén – a teljes előrejelzési időszak során várhatóan jelentősen pozitív arányban járul hozzá a reál-GDP növekedéséhez.

#### 1. táblázat: Az euroövezet makrogazdasági prognózisa

(átlagos éves változás, százalék)<sup>1)</sup>

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

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

A még mindig tartó válság vélhetően kedvezőtlenül hatott a potenciális növekedésre, bár a hatás pontos nagysága továbbra is erősen bizonytalan. A gyenge foglalkoztatottság és beruházások valószínűleg tovább csökkentik a kibocsátás potenciális növekedési ütemét. A gyenge növekedési kilátások fényében a negatív kibocsátási rés 2012-ben kiszélesedik, majd 2013-ban némileg szűkül.

#### ÁR- ÉS KÖLTSÉGPROGNÓZIS

A HICP-infláció 2012-ben várhatóan átlagosan 2,3% és 2,5% közé esik. Ez a viszonylag magasabb szint az olajáremeléseknek, a gyengébb euro-árfolyamnak és a közvetett adók emelésének tudható be. Az infláció 2013-ban várhatóan átlagosan 1,0% és 2,2% között lesz, tehát jelentősen csökken, ami elsősorban az energiakomponens várható alakulásának tudható be. Mivel a feltevés szerint a nyersolaj ára az előrejelzési időszakban fokozatosan csökken, és az előző emelések hatása is elmúlik, az energiaárak 2013-ban várhatóan kevésbé erősítik az inflációt. Emellett az élelmiszerkomponens hatása is csökken, bár kisebb mértékben. Az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP-infláció 2012 és 2013 folyamán összességében stabil marad, mivel a közvetett adók és szabályozott árak várható emelésének

inflációemelő hatása ellensúlyozza majd azokat az inflációcsökkentő hatásokat, amelyek a gyenge belföldi keresletből és a szerény munkaerőköltség-növekedésből erednek.

A fentiek háttérében az áll, hogy az év legvégén növekedett a külső tényezők árakra gyakorolt nyomása, amit az emelkedő olajár és a gyengébb euroárfolyam váltott ki. A devizaárfolyamra és a nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések azonban azt jelentik, hogy ezek a külső hatások az időszak során enyhülnek. Ehhez járul még, hogy az importdeflátor éves növekedési üteme a csökkenés irányába ható jelentős bázishatásnak lesz kitéve, mivel az előző év emelései már nem kerülnek bele az éves összevetésbe. Az éves növekedési ütem tehát az előrejelzési időszakban várhatóan jelentősen lelassul. <0> A belföldi árakra ható nyomással kapcsolatban megállapítható, hogy az egy főre jutó munkavállalói jövedelem éves növekedési üteme a prognózis szerint 2012-ben kicsit, 2013-ban pedig némileg tovább csökken, aminek háttérében a romló munkaerő-piaci helyzet áll. A 2012-es év magasabb átlagos inflációját figyelembe véve az egy munkavállalóra jutó reáljövedelem várhatóan csökken, majd 2013-ban az inflációs ráta megjósolt csökkenése nyomán ismét emelkedik, bár az időszak egészét tekintve lassabb ütemben, mint a termelékenység. A fajlagos munkaerőköltség éves növekedési üteme a termelékenységnövekedés ciklikus gyengeségét tükrözve 2012-ben várhatóan újra megélné. <0> Ezután, 2013-ban várhatóan mérséklődik, ahogy javul a termelékenység és a béroldali nyomás korlátozott marad. A profitmarzsok ismételt emelkedését 2013-ra prognosztizálják, aminek háttérében az erősebb termelékenységnövekedés és a keresletélénkülés miatti gyengébb fajlagos munkaerőköltség-növekedés áll. A több euroövezeti országban zajló fiskális konszolidációs program keretében végzett szabályozottár- és közvetettadó-emelés előreláthatólag mind 2012-ben, mind 2013-ban átlagon felüli mértékben növeli a HICP-inflációt.

## ÖSSZEVETÉS A 2012. MÁRCIUSI PROGNÓZISSAL

Az EKB szakértőinek a 2012. márciusi Havi jelentésben közzétett euroövezeti makrogazdasági prognózisához képest a 2012. évi reál-GDP-növekedésre adott prognózis sávja változatlan, a 2013. évi sáv viszont némileg szűkült. A HICP-infláció tekintetében mind 2012-ben, mind 2013-ban szűkült a prognosztizált sáv.

### 2. táblázat: Összevetés a 2012. márciusi prognózissal

(átlagos éves változás, százalék)

	2012	2013
Reál-GDP – 2012. március	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,2
Reál-GDP – 2012. június	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
HICP – 2012. március	2,1 – 2,7	0,9 – 2,3
HICP – 2012. június	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

### 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 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 2012-ben 0,1% és 0,4% közötti ütemben zsugorodik, ami beleesik az eurorendszer szakértői által prognosztizált sávba. A 2013-ra prognosztizált 0,8% és 1,0% közötti reál-GDP-növekedés szintén az eurorendszer szakértői prognózisán belül található.

Az átlagos éves HICP-inflációt az egyéb intézmények 2012-ben 2,0% és 2,4% között valószínűsítik, ami az eurorendszer szakértői elemzésének sávján belül van, illetve valamivel az alá esik. A 2013-ra adott prognózis szerint a HICP-infláció 1,6% és 1,9% között lesz, ami az eurorendszer által prognosztizált sávon belül van.

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

(átlagos éves változás, százalék)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés		HICP-infláció	
		2012	2013	2012	2013
IMF	2012. április	-0,3	0,9	2,0	1,6
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2012. május	-0,2	1,0	2,3	1,8
A Consensus Economics előrejelzései	2012. május	-0,4	0,8	2,4	1,8
OECD	2012. május	0,1	0,9	2,4	1,9
Európai Bizottság	2012. május	-0,3	1,0	2,4	1,8
Az eurorendszer szakértői prognózisa	2012. június	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2

Forrás: Az Európai Bizottság gazdasági előrejelzése, 2012. tavasz; a Nemzetközi Valutaalap világgazdasági előrejelzése, 2012. április; az OECD gazdasági előrejelzése, 2012. május; a Consensus Economics előrejelzései; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített felmérése.

Megjegyzés: 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 korrigálva vannak-e a munkanaphatással.

© Európai Központi Bank (2012)

Cím: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Germany  
 Postacím: Postafiók 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.