

BEVEZETÉS

Az EKB Kormányzótanácsa a rendszeres közgazdasági és monetáris elemzés alapján szeptember 6-i ülésén változatlanul hagyta az EKB irányadó kamatait. A néhány euroövezeti országban megfigyelhető magas energiaárak és indirektadó- emelés miatt az inflációs ütemek várhatóan 2012-ben végig meghaladják a 2%-ot, majd jövőre visszaesnek az említett szint alá, és a monetáris politikai szempontból lényeges időszakban az árstabilitással összhangban maradnak. 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 infláció középtávon 2% alatti, de ahhoz közeli ütemben emelkedhet. Az övezet gazdasága várhatóan továbbra is gyengén növekszik, a pénzügyi piacokon folyamatosan tapasztalható feszültségek és a fokozott bizonytalanság gyengíti a bizalmat, és kedvezőtlenül hat a piaci hangulatra is. A feszültségek ismételt kiéleződése potenciálisan mind a növekedést, mind az inflációt övező kockázatok egyensúlyát befolyásolja.

A Kormányzótanács mindezeket figyelembe véve az ülésen döntött azokról a paraméterekről, amelyeket az euroövezeti másodlagos államkötvény-piacokon tervezett monetáris célú, végleges (outright) értékpapír-adásvételi műveletekben (OMT) alkalmazni fog. Az augusztusban elhangzottaknak megfelelően az EKB-nak lehetővé kell tennie az euroövezet minden országában a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának a működését. A testület arra törekszik, hogy megmaradjon az EKB monetáris politikájának egységessége, és a monetáris politikai irányvonal megfelelően érvényesüljön az egész övezet reálgazdaságában. Az OMT-k lehetővé teszik az EKB számára az államkötvény-piaci torzulások kezelését, amelyek elsősorban az euro visszafordíthatóságával kapcsolatos befektetői félelmekből táplálkoznak. Ebből eredően megfelelő feltételek mellett az EKB egy teljes mértékben hatásos védelmi eszközt kap, amellyel el tudja kerülni a jövőben azokat a destruktív helyzeteket, amelyek potenciálisan súlyos veszélyt jelentenek az euroövezet árstabilitására. A Kormányzótanács szigorúan az árstabilitás középtávon való fenntartásáról szóló felhatalmazásának keretein belül jár el; a monetáris politika meghatározása során függetlenül hozza intézkedéseit; az euro pedig visszafordíthatatlan.

Az euroövezeti döntéshozóknak a bizalom visszaállítása érdekében továbbra is igen eltökélt magatartást kell tanúsítaniuk a fiskális konszolidáció és a versenyképességet erősítő szerkezeti reformok, valamint az európai intézményrendszer kiépítése tekintetében. A kormányzatoknak ugyanakkor készen kell állniuk arra, hogy rendkívüli pénzügyi piaci körülmények és a pénzügyi stabilitást veszélyeztető kockázatok fennállása esetén működésbe hozzák a kötvénypiacon az EFSF/ESM eszközöket – a lefektetett iránymutatásoknak megfelelő szigorú és hathatós feltételrendszer mellett. A monetáris célú értékpapír-adásvételi művelet végrehajtásának és eredményességének nélkülözhetetlen feltétele, hogy a

kormányzatok ragaszkodjanak köteleességvállalásukhoz, valamint hogy az EFSF/ESM rendszerek felhasználásával betöltsék funkciójukat.¹

A Kormányzótanács egy további döntése arra irányul, hogy az eurorendszer refinanszírozási műveleteihez megfelelő biztosíték álljon rendelkezésre². Közgazdasági elemzés: a közelmúltban publikált statisztikák arra utalnak, hogy az euroövezet reál-GDP-je 2012 második negyedévében 0,2%-kal visszaesett az előző negyedévhez képest, miután az előző negyedévben nulla növekedést regisztráltak. A gazdasági mutatók alapján arra lehet számítani, hogy fokozott bizonytalanság mellett az év hátralevő részében is gyenge marad az euroövezet gazdasága. A rövid távnál messzebbre tekintve a Kormányzótanács arra számít, hogy az euroövezeti gazdaság csak igen fokozatosan fog magára találni. A növekedés lendületét változatlanul visszafogja a pénzügyi és egyéb szektorokban elkerülhetetlen mérlegkiigazítási folyamat, a magas munkanélküliség és a világgazdasági élénkülés kiegyensúlyozatlansága.

Az EKB szakértőinek 2012. szeptemberi makrogazdasági prognózisa szerint az euroövezet reál GDP-jének éves növekedési üteme 2012-ben a -0,6% és -0,2% közötti sávban, 2013-ban pedig -0,4% és 1,4% között alakul. Az eurorendszer szakértőinek 2012. júniusi prognózisával összehasonlítva mind a 2012-es, mind a 2013-as sáv lefelé módosult.

Az euroövezeti gazdasági kilátásokat övező kockázatok az alacsonyabb növekedési ütem irányába mutatnak. Ezek a kockázatok főleg a több euroövezeti pénzügyi piacon uralkodó feszültségekhez kapcsolódnak, valamint ezeknek az övezet reálgazdaságába való esetleges átgűrűzéséhez. A kockázatok kordában tartásához az euroövezet gazdaságpolitikai döntéshozóinak hatékony lépései szükségesek.

Az Eurostat gyorsbecslése szerint az övezet éves HICP-inflációja 2012 augusztusában az előző havi 2,4% után 2,6%-ra emelkedett. A változást jórészt az euroalapú energiaárak újbóli emelkedése okozta. A jelenlegi határidős tőzsdei olajárak alapján az inflációs ráták a néhány hónappal korábban vártnál némileg magasabbak lehetnek, ám jövőre várhatóan ismét 2% alá süllyednek. A monetáris politikai szempontból mérvado időtávon – az euroövezet szerény ütemű gazdasági növekedése és a szilárdan rögzített hosszú távú inflációs várakozások mellett – az áremelkedési nyomás várhatóan mérsékelt marad.

Az EKB szakértőinek 2012. szeptemberi makrogazdasági prognózisa szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2012-ben a 2,4% és 2,6% közötti tartományban, 2013-ban pedig 1,3% és 2,5% között lesz. Ezek az előrejelzési sávok némileg magasabbak, mint az eurorendszer szakértőinek 2012. júniusi makrogazdasági prognózisának mutatói.

¹ További részletekért lásd a 2012. szeptember 6-i sajtóközleményt: „A monetáris célú, végleges értékpapír-adásvételi művelet technikai jellemzői”.

² További részletekért lásd a 2012. szeptember 6-i sajtóközleményt: „A biztosítékok garantált rendelkezésre állására hozott intézkedések”.

Középtávon az áralakulási kilátásokra ható kockázatok továbbra is nagyjából kiegyenlítettek. A felfelé mutató kockázatok a fiskális konszolidáció miatti további közvetett-emeléssel állnak összefüggésben. A fő lefelé mutató kockázati tényező az euroövezet gazdaságának vártnál lassabb növekedése – amely jórészt a pénzügyi piaci feszültségek további fokozódásának következménye –, illetve ennek az infláció belföldi komponenseire gyakorolt hatása. Amennyiben az euroövezet gazdaságpolitikai döntéshozói nem hoznak hathatós intézkedéseket, az említett feszültségek fokozódása a kockázatok mérlegét lefelé billentheti el.

A monetáris elemzés szerint a pénzmennyiség bővülésének alapüteme változatlanul visszafogott. Az M3 éves növekedési üteme 2012 júliusában 3,8% volt a júniusban mért 3,2% után. Az M3 növekedését elsősorban a likviditás iránti megemelkedett preferenciának lehet tulajdonítani, amit a szűkebb értelemben vett pénzmennyiség, az M1 aggregátum éves növekedési ütemének a júniusban mért 3,5%-ról júliusban 4,5%-ra való újabb emelkedése is jelez. A magánszektorban kihelyezett hitelek hitelértékesítéssel és értékpapírosítással korrigált éves növekedési üteme (a júniusi 0,3% után) júliusban is gyenge volt, 0,5%. A monetáris pénzügyi intézmények által a nem pénzügyi vállalatoknak és a háztartásoknak nyújtott hitelek visszafogottan alakultak, a hitelértékesítéssel és értékpapírosítással korrigált ütem -0,2%, illetve 1,1% volt. A visszafogott hitelkiáramlás nagyrészt a várhatóan gyenge GDP-növekedésnek, a fokozottan kockázatkerülő magatartásnak, valamint a háztartási és vállalati mérlegek folyamatban levő kiigazításának tudható be, amelyek mind visszafogják a hitelkeresletet. Ezenkívül több euroövezeti országban is a pénzügyi piacok széttagoaltsága és a bankok korlátozott tökeellátottságból eredő szűkebb mozgástere továbbra is csökkenti a hitelkínálatot.

A jövőben elengedhetetlen, hogy a bankok szükség szerint tovább erősítsék alkalmazkodó képességüket. A megfelelő állapotú banki mérlegszerkezet döntő szerepet játszik majd mind a gazdaság megfelelő hitelellátásában, mind a finanszírozási csatornák rendes működésének visszaállításában.

Összefoglalva: a közgazdasági elemzés arra enged következtetni, hogy az árak középtávú alakulása változatlanul összhangban lesz az árstabilitással. A monetáris elemzés eredményeivel való összevetés is ezt a helyzetértékelést támasztja alá.

Bár sok előrelépés történt, több európai országban változatlanul nagy szükség van a szerkezeti és fiskális kiigazításra. A szerkezeti reformok terén az euroövezet versenyképességének javítása, a kiigazítási kapacitás bővítése és a nagyobb fenntartható növekedés további gyors és határozott lépéseket kíván meg a termék- és a munkaerőpiacokon. A szerkezeti reformok emellett a fiskális konszolidációt és az adósság fenntartható szinten tartását is kiegészítik, támogatják. A fiskális politika terén elengedhetetlen, hogy a kormányok minden szükséges intézkedést meghozzanak annak érdekében, hogy idén és az elkövetkező években is teljesítsék a célkitűzéseket. Ebben a tekintetben a fiskális egyezség várt gyors megvalósítása az állami szféra szilárd pénzügyi helyzetébe vetett bizalom megerősítésének egyik legfontosabb eleme lesz. Végezetül döntő fontosságú, hogy az európai intézményrendszer kiépítésében további határozott erőfeszítéseket tegyenek.

A KORMÁNYZÓTANÁCS 2012. SZEPTEMBER 6-I MONETÁRIS POLITIKAI DÖNTÉSEI

A Kormányzótanács 2012. szeptember 6-i ülésén megállapodott az euroövezeti másodlagos államkötvény-piacokon tervezett monetáris célú, végleges értékpapír- adásvételi műveletek (Outright Monetary Transactions – OMT) végrehajtási módjairól. Az OMT-k célja valamennyi euroövezetbeli tagország transzmissziós mechanizmusának és a monetáris politika egységességének védelme. Segítségükkel az eurorendszer kezelni tudja mindazokat a súlyos államkötvény-piaci torzulásokat, amelyek elsősorban az euro visszafordíthatóságát valószínűsítő megalapozatlan befektetői félelmekből táplálkoznak, ami kitűnik többek között a rövid lejáratú államadósság árazási különbségeiből a 2012. júliusáig tartó időszakban (lásd az A] ábrát). Ilyen környezetben az OMT-k tökéletesen hatékony háttértámogatást biztosítanak az olyan destruktív forgatókönyvek teljesülésének elkerülésére, amelyek potenciálisan komoly kihívást jelenthetnek az euroövezeti árstabilitás szempontjából.

Az euroövezeten belüli monetáris politikai transzmisszió védelmének szükségessége

Az államkötvénypiacok a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának több fázisában is kulcsszerepet játszanak. Elengedhetetlenek továbbá a bankok finanszírozási helyzetének meghatározásához. Először is, amennyiben a kedvezőtlen államkötvény-piaci folyamatokkal kapcsolatos félelmek teret nyernek, ez a bankok és a hitelfelvevők helyzetére vonatkozó negatív várakozásokhoz vezet. Másodsorban, a bankok azáltal, hogy betéteiken és a piacon kibocsátott kötvényeken hozamot ígérnek ügyfeleiknek, lakossági szinten „versengenek” a magas államkötvény- és kincstárjegy-hozamokkal, ami hozzájárul a bankok finanszírozási költségeinek megemelkedéséhez. Harmadszor, a bankok fedezett bankközi hitelekhez rendszerint államkötvényeket használnak fedezetként. Következésképpen az adósságpiacon feszültségek miatt csökken a bankok fedezeti bázisa, és ezáltal a likviditáshoz való hozzáférése. Negyedszer, az államkötvény-portfólió értékelésének romlása kedvezőtlen hatással van a banki mérlegekre.

Az államkötvény-piaci feszültségek tehát súlyosan aláássák a bankok hitelezési tevékenységét, aminek kedvezőtlen reálgazdasági hatásai is vannak, és a banki eszközök minősége is tovább romolhat. A feszültségek az euroövezeti bankok CDS-ének (hitel-nemteljesítési swap ügylet) emelkedésében mutatkoznak meg, továbbá abban, hogy egyes euroövezeti tagországokban a bankok egyre nehezebben jutnak finanszírozási forrásokhoz. 2010 tavasza óta az euroövezeti bankok CDS-e szoros korrelációt mutatott a legnagyobb euroövezeti országok államkötvényeinek CDS-ei által meghatározott sáv felső régiójának alakulásával (lásd a B] ábrát).

Mindennek összességében súlyos következményei vannak a források mennyisége és a finanszírozási költségek szempontjából. A banki finanszírozási költségek, például a betéteken keresztül, egyre jobban elváltak egymástól a 2012 júliusáig tartó időszakban (lásd a C] ábrát). A nehéz finanszírozási feltételekkel rendelkező országokban jelentősen megemelkedtek, míg a finanszírozási többlettel rendelkezőkben számottevően visszaestek. Ami a forrásokhoz való hozzáférést illeti, a D) ábrából kitűnik, hogy a spanyolországi és, kisebb mértékben, az olaszországi székhelyű monetáris pénzügyi intézményeknek (MPI) komoly finanszírozási igényük volt a 2011 decembere és a 2012 júliusa közötti időszakban. Mindez (i) az övezeten belüli (az eurorendszert nem beleértve) bankközi hitelfelvételből és a nem rezidens forrásból eredő nettó finanszírozás csökkenésének; valamint (ii) a nem-MPI szektor hitelviszonyt megtestesítő értékpapír-állománya nettó visszaváltásának az eredőjeként jelentkezett. A német és, kisebb mértékben, a francia MPI-k finanszírozási helyzete ettől lényegesen eltért. Az eurorendszer likviditásvitő műveletei – különösen a két végrehajtott hároméves lejáratú refinanszírozási művelet – némileg enyhítették azt a hatást, amelyet a lakossági és a nagybani finanszírozás csökkenése gyakorolt a banki tevékenységre. A bankok finanszírozási helyzetében kialakult különbségek – az országspecifikus

gazdasági különbségek mellett – elengedhetetlenek annak megértéséhez, hogy az övezetbeli MPI-k nem pénzügyi vállalatoknak és háztartásoknak nyújtott hitelkamatai miatt szakadtak el egymástól. Ez a folyamat gyengíti a monetáris politikai intézkedések átgyűrűzését egyes euroövezeti országokban. Az E) ábra (bal oldali grafikon) azt mutatja, hogy a bankok nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott rövid lejáratú hitelkamatai az euroövezeti tagországokban gyorsan és, ami a legfontosabb, egyöntetűen reagáltak az EKB által 2002 novembere és 2003 augusztusa között végrehajtott, összesen 125 bázispontos alapkamatcsökkentésre. A 2011 októbere és a 2012 júliusa közötti 75 bázispontos kamatcsökkentésre viszont az euroövezeti banki hitelkamatok nem reagáltak szisztematikus módon. Az E) ábrából (jobb oldali grafikon) jól látszik, hogy a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott rövid lejáratú MPI-hitelkamatok tekintetében a változások eloszlásának alsó széle – a várakozásoknak megfelelően – lejjebb került az euroövezeti országokban, míg felső széle az EKB alacsony irányadó kamatai ellenére feljebb toldott. Mindez arra enged következtetni, hogy a monetáris politikai irányvonal transzmissziója nem megfelelő. Az OMT-ket alátámasztó legfontosabb szempont, hogy a reálgazdaság finanszírozási helyzetét megkísérlik jobban összhangba hozni az EKB irányadó kamataival.

Az OMT-k végrehajtási módjai

Az OMT-k eredményességének biztosítása érdekében döntés született több műveleti alaplómódozatról és feltételről.¹

Az OMT-k végzésének szükséges előfeltétele, hogy szigorú, hathatós feltételrendszert kapcsoljanak az Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz (EFSF) és az Európai Pénzügyi Stabilitási Mechanizmus (ESM) megfelelő programjához. Ez öltheti teljes körű EFSF/ESM makrogazdasági kiigazítási program vagy ún. elővigyázatossági program (nehezített feltételek mellett elérhető hitelkeret – ECCL) formáját, amennyiben magában foglalja az EFSM/ESM elsődleges piacon való vásárlás lehetőségét. Az egyes országok külön feltételrendszerének kialakításába és a program nyomon követésébe az IMF-et is be kell vonni.

A Kormányzótanács abban az esetben veszi fontolóra OMT alkalmazását, amennyiben monetáris politikai szempontból azt indokoltnak látja, a programhoz kapcsolódó feltételrendszer maradéktalan betartásának biztosításával. Amint az intézkedéssel elérendő célok teljesülnek, vagy amennyiben a makrogazdasági kiigazítást vagy elővigyázatossági programot nem tartják be, az OMT-ket leállítja. A Kormányzótanács alapos mérlegelés után saját hatáskörben és monetáris politikai felhatalmazásával összhangban dönt az OMT kezdeményezéséről, lebonyolításáról és felfüggesztéséről.

Az OMT-k alkalmazását a fent leírt módon a jövőbeli EFSF/ESM makrogazdasági kiigazítási programokkal vagy elővigyázatossági programokkal összefüggésben veszik fontolóra. Ezenkívül olyan tagállamok esetében is számításba jöhetnek, amelyekben jelenleg makrogazdasági kiigazító program van folyamatban, amint ezek az országok ismét beléphetnek a kötvénypiacra.

Az OMT-k elsősorban a hozamgörbe rövidebb, egy-három éves lejáratú szakaszán kerülnek alkalmazásra. Fontos ugyanis, hogy mint ahogy az A) ábrán is látható, a rövid lejáratú államkötvények hozamát általában súlyosabban érinti a feszültségek kieleződése. A hozamgörbe rövid végén tapasztalható mozgások várhatóan átgyűrűznek a hosszabb lejáratokra is. A rövid lejáratok emellett közelebb vannak a monetáris politika aktuális fókuszához, és a rövid lejáratú banki hitelkamatok referenciaértékével is közelebbi kapcsolatban állnak.

A vásárolt értékpapírok jellemzően rövid futamidejének köszönhetően várhatóan könnyebben érvényesíthető a hozzákapcsolt feltételrendszer, és határt lehet szabni az eurorendszer mérlege tartós expanziójának. Ez fontos aspektusa a fiskális fegyelem fenntartásának és az erkölcsi kockázat kezelésének.

A monetáris finanszírozás (az Európai Unió működéséről szóló szerződés 123. cikkében előírt) tilalmának betartása érdekében a vételre csak a másodlagos piacon kerül sor. A szigorú feltételrendszer biztosítja az OMT alkalmazására jogosult országokban a fiskális fegyelmet. A tranzakciókra vonatkozó döntéshozatal során az EKB-t az a szándék vezérli, hogy kivédje az árstabilitást középtávon fenyegető kockázatokat, amelyek a kis valószínűséggel bekövetkező destruktív forgatókönyvek miatt az euroövezet árstabilitására nézve potenciálisan súlyos problémákat okozhatnak. Az OMT-k tehát tökéletesen összhangban vannak az EKB elsődleges megbízatásával. Mindamellet a Kormányzótanács az OMT alkalmazásával kapcsolatos minden döntést teljes mértékben függetlenül hoz.

Az OMT eredményességének fokozása érdekében az eurorendszer a vonatkozó jogszabályban pontosítani fogja, hogy az euroövezeti országok által kibocsátott, az OMT-k révén az eurorendszer által megvásárolt kötvények vonatkozásában – az ezekre vonatkozó feltételekkel összhangban – elfogadja ugyanazt a (pari passu) bánásmódot, mint a magán- vagy egyéb befektetők. Az OMT-k által teremtett likviditás továbbá teljes mértékben sterilizálásra kerül.

A megfelelő biztosíték rendelkezésre állásának megőrzése érdekében hozott további rendkívüli (nem standard) intézkedések

Abból a célból, hogy továbbra is megfelelő biztosíték álljon rendelkezésre az eurorendszer refinanszírozási műveleteinek igénybevételéhez, a Kormányzótanács úgy döntött, hogy a következő eszközök esetében felfüggeszti a minimális hitelminősítési küszöb alkalmazását az eurorendszer hitelműveleteiben használt biztosítékokra vonatkozó elfogadhatósági követelményként: a központi kormányzat által kibocsátott vagy garantált forgalomképes adósságinstrumentumok és hitelkövetelések olyan országok esetében, amelyek jogosultak az OMT alkalmazására vagy amelyek részt vesznek az EU és az IMF közös programjában, és a Kormányzótanács értékelése alapján teljesítik a kapcsolódó feltételeket². Elfogadottak lesznek még további értesítésig az euroövezetben kibocsátott és állományban tartott USA-dollár, font- és japán jen alapú forgalomképes adósságinstrumentumok, amelyek az eurorendszer hitelműveleteiben alkalmazhatóak. Ezzel az intézkedéssel egyben a 2008 októbere és 2010 decembere között alkalmazott hasonló döntést léptetik újra érvénybe.

¹Az OMT-k technikai jellemzőiről lásd az EKB alábbi weblapját:

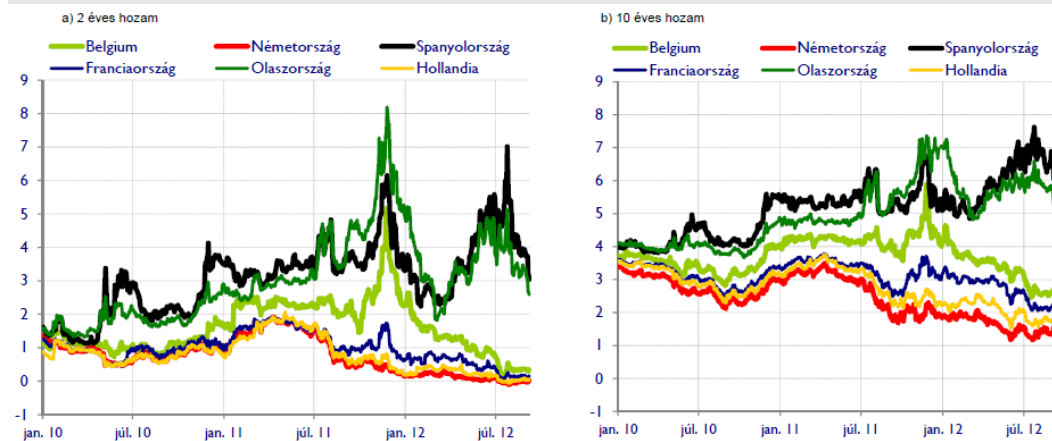
http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html.

²A fenti intézkedések további részleteiről lásd az EKB alábbi weblapját:

http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_2.en.html.

A) ábra: 2 és 10 éves államkötvény-hozamok az euroövezet bizonyos országaiban

(éves adatok, százalék)

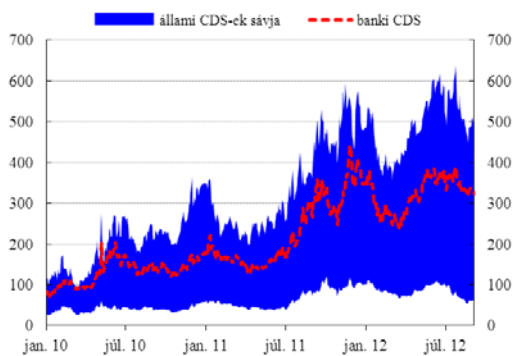


Forrás: Thomson Reuters.

Megjegyzés: Utolsó megfigyelés időpontja: 2012. szeptember 6.

B) ábra: Az euroövezeti állami CDS-ek sávja és a banki CDS-ek

(bázispont)

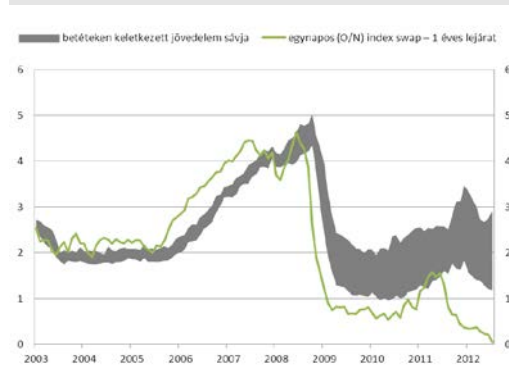


Forrás: Thomson Reuters, Bloomberg és az EKB számításai.

Megjegyzések: 5 éves CDS. Az euroövezetre vonatkozó sáv Franciaország, Németország, Olaszország és Spanyolország CDS-ének minimális és maximális értékét mutatja. Utolsó megfigyelés időpontja: 2012. szeptember 4.

C) ábra: A háztartások MPI-knél elhelyezett, maximum egyéves lejáratú betéteinek kamatai

(éves adatok, százalék)

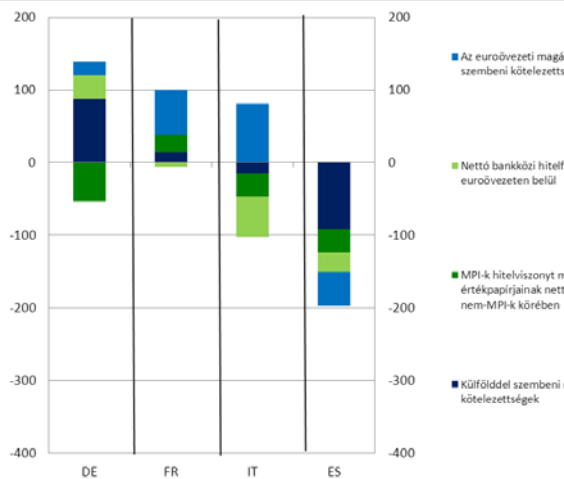


Forrás: az EKB számításai.

Megjegyzés: A 20. és a 80. percentilis által meghatározott sáv a rövid lejáratú banki hitelkamatok alakulását mutatja az euroövezeti országokban gyűjtött kamatlábadatok három ötödében. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy ebbe nem tartozik bele az adatoknak a vonalak fölötti, illetve alatti egy-egy ötöde. Utolsó megfigyelés időpontja: 2012. július.

D) ábra: Az MPI-k euroövezeti rezidensekkel és a külfölddel szembeni nettó kötelezettségállománya az euroövezet bizonyos országában

(kumulált forgalmi adatok; 2011. december–2012. július; mrd. EUR)

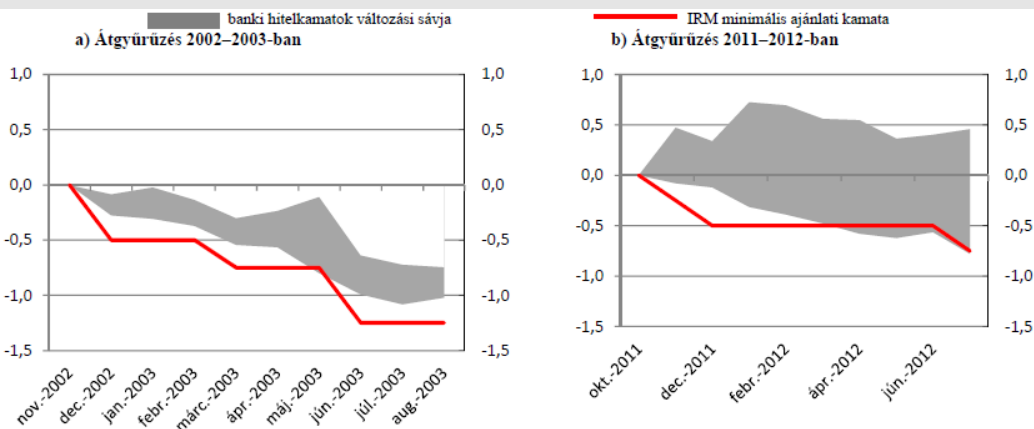


Forrás: EKB.

Megjegyzések: Beszámoló MPI-szektor az eurorendszert nem beleértve. Az euroövezeten belüli bankközi hitelezés nem tartalmazza sem az eurorendszerrel elhelyezett betéteket, sem az általa nyújtott hiteleket.

E) ábra: Az EKB irányadó kamatainak és az euroövezeti nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott rövid lejáratú MPI-hitelek kamatainak kumulált változásai

(változás, százalékpont)



Forrás: az EKB számításai.

Megjegyzés: A 20. és a 80. percentilis által meghatározott sáv a rövid lejáratú banki hitelkamatok alakulását mutatja az euroövezeti országokban gyűjtött kamatlábadatok három ötödében. Megjegyzendő ugyanakkor, hogy ebbe nem tartozik bele az adatoknak a vonalak fölötti, illetve alatti egy-egy ötöde. Utolsó megfigyelés időpontja: 2012. július.

AZ EKB 2012. SZEPTEMBERI HAVI JELENTÉSE – A FEJEZETEK KIVONATOS ISMERTETÉSE

GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK

1. AZ EUROÖVEZET ÉS A NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK

A világgazdaság ugyan fokozatosan fellendül, 2012 második negyedévében mégis mindenütt egyidejűleg gyengült a növekedés. A legfrissebb felmérési adatok arra engednek következtetni, hogy a harmadik negyedév során a stabilizálódás jeleit lehetett érzékelni – igaz alacsony szinten. A negyedik negyedévtől a konjunktúra fokozatos élénkülésére lehet számítani. A feltörekvő gazdaságok növekedési üteme lelassult, noha még így is szilárd maradt a fejlett gazdaságokéhoz képest. Az infláció mind a fejlett, mind a feltörekvő gazdaságokban tovább enyhült az elmúlt hónapokban.

2. MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

2.1 A PÉNZMENNYISÉG ÉS A MONETÁRIS PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK KIHELYEZÉSEI

Alacsony kamatlábak és fokozott bizonytalanság mellett a pénzmennyiség dinamikája változatlanul a pénztartó szektor likviditás iránti preferenciáját tükrözte a 2012 áprilisa és júliusa közötti időszakban. Az M3 leglikvidebb komponenseibe a széles értelemben vett monetáris aggregátumon belüli és kívüli átrendeződések eredőjeként beáramlás volt megfigyelhető. Az első negyedévhez hasonlóan a pénzteremtés második forrása változatlanul az államháztartást célzó hitelezés volt. A magánszektorban nyújtott hitelek növekedési üteme viszont mérséklődött ugyanebben az időszakban. A tőkebeáramlást regisztrált országok, a készpénzben bővelkedő vállalatok és a nagyvállalatok a belső, illetve a piaci alapú külső finanszírozási forrásokat részesítették előnyben az MPI-hitelekkel szemben. Más euroövezeti országokban a hitelkereslet továbbra is visszafogott volt, aminek hátterében a fokozott bizonytalanság, a bizalom alacsony foka, valamint az állt, hogy korrigálni kell a magánszektor nagyfokú eladósodottságát. Ugyanakkor az ezen országok banki mérlegeiben jelentkező korlátok továbbra is visszafogták a hitelkínálatot. A pénzmennyiség-növekedés és a hitelkiáramlás alapüteme összességében mérsékelt maradt, ami az euroövezet egészét tekintve kiegyensúlyozott árstabilitási kockázatokat jelez. Az egyes országok közötti nagyfokú eltérések miatt azonban a helyzetet folyamatosan figyelemmel kell kísérni.

2.2 A NEM PÉNZÜGYI SZEKTOROK ÉS AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSEI

2012 első negyedévében élénkült a nem pénzügyi szektorok pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme, ami részben a likvid eszközök iránti preferenciájukat tükrözi, nagyfokú bizonytalanság mellett. A biztosítótársaságok és a nyugdíjpénztárak pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme stabilizálódott, ami a háztartások biztosítástechnikai tartalékokba történő befektetéseire erőteljes növekedésének tudható be. A kötvényalapok kivételével valamennyi jelentősebb befektetési alap tekintetében nettó visszaváltást regisztráltak 2012 második negyedévében, miután a kötvénypiacokon – az eurorendszer rendkívüli monetáris politikai intézkedéseinek következtében – konszolidálódás volt tapasztalható.

2.3 PÉNZPIACI KAMATLÁBAK

A 2012. június 5. és szeptember 5. közötti időszakban általában csökkentek a pénzügyi kamatlábak. Ezzel párhuzamosan az év eleje óta alacsony szinten ingadozó EONIA is folyamatosan csökkent, ami az EKB irányadó kamatainak – 2012. július 11. óta hatályos – 25 bázispontos csökkenését, valamint az

egynapos (O/N) pénzpiac jelentős likviditásfeleslegét tükrözi. A pénzpiaci kamatlábak volatilitása csökkent.

2.4 KÖTVÉNYPIACOK

2012. június 1. és szeptember 5. között összességében 10 bázisponttal emelkedett az AAA minősítésű hosszú lejáratú euroövezeti államkötvények hozama. Az Egyesült Államokban a hosszú lejáratú államkötvények hozama jobbra változatlan maradt. Az euroövezeti hosszú lejáratú államkötvények hozamai emelkedtek júniusban, majd hosszabb csökkenésük volt tapasztalható, aminek háttérben elsősorban a piacok rövid távú gazdasági kilátások miatti aggodalmai és az euroövezeti adósságválság állt. Az amerikai hosszú lejáratú kötvényhozamok összességében oldalirányú mozgást fejtettek ki júniusban, július első felében csökkentek, ám a hónap végén és augusztusban ez a trend megfordult. Az euroövezeten belül a német államkötvényekhez viszonyított hozamkülönbség a legtöbb tagország esetében csökkent. Az euroövezeti kötvénypiaci kilátásokat övező bizonytalanság – amelyet az implikált piaci volatilitás segítségével mérnek – összességében nem változott június eleje óta. Ugyanezen időszak alatt az amerikai államkötvények implikált piaci volatilitása csökkent, így alacsonyabb szinten maradt az euroövezetnél. Az övezetbeli piaci alapú mutatók továbbra is arra engednek következtetni, hogy a közép- és hosszú távú inflációs várakozások változatlanul teljes mértékben összhangban vannak az árstabilitással.

2.5 RÉSZVÉNYPIACOK

A 2012. június 1. és szeptember 5. közötti időszakban a részvényárfolyamok nagyjából 13%-kal emelkedtek az euroövezetben és 7%-kal az Egyesült Államokban. Az árfolyammozgást az euroövezetben a pénzügyi stabilitás megerősítését célzó politikai kezdeményezések támogatták. A pénzügyi részvények árfolyama július végétől emelkedni kezdett annak nyomán, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozók kijelentéseikben kifejezték elkötelezettségüket a válság leküzdéséhez szükséges lépések megtétele iránt. A pénzügyi szektor részvényárfolyamai összességében jobban teljesítettek, mint az egyéb részvényekéi. Az implikált volatilitással mért részvénypiaci bizonytalanság jelentősen mérséklődött mind az euroövezetben, mind az Egyesült Államokban.

2.6 A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2012. áprilisa és júliusa között az euroövezetbeli nem pénzügyi vállalatok finanszírozásának reálköltsége csak csekély mértékben csökken, ami a valamennyi alkategóriában – de különösen a hosszú lejáratú hitelkamatokban – széles körben tapasztalható csökkenést tükrözte. Ami a pénzmozgásokat illeti, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme 2012. második negyedévében -0,6%-ra mérséklődött. A hitelnövekedés szerény üteme jórészt a gazdaság gyengélkedésének, a még mindig megemelkedett hitelkockázatnak, kínálati oldali korlátoknak és a visszafogott hitelkeresletnek tulajdonítható. 2012. második negyedévében tovább élénkült a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátása a nem pénzügyi vállalatok körében.

2.7 A HÁZTARTÁSOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

Az euroövezeti háztartások finanszírozási helyzetét 2012. második negyedévében a banki hitelkamatok csökkenése jellemezte. A csökkenés az EKB irányadó kamatainak begyűrűzését, valamint a bankok likviditási és finanszírozási helyzetének az EKB rendkívüli monetáris politikai intézkedései (különösen három éves hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet [LTRO]) által kiváltott javulását tükrözte. Noha az államadósság-válság fokozódása negatívan hatott a bankok finanszírozási helyzetére, a monetáris politikai intézkedések tompították ugyanennek a folyamatnak a háztartásoknak kihelyezett hitelek költségére és volumenére gyakorolt hatását. Az MPI-k hitelértékesítéssel és értékpapírosítással kiigazított háztartási hitelkihelyezéseinek éves növekedési üteme 2012. második negyedévében 1,4%-ra esett vissza, majd júliusban 1,1%-ra tovább csökkent. A legfrissebb adatok tehát változatlanul a háztartások hitelfelvételének visszafogottságára utalnak. Ennek ellenére az egyes országok között a hitelezés tekintetében továbbra is eltérések figyelhetők meg. A háztartások adósságállományának a bruttó

rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított aránya a becslések szerint kissé megemelkedett 2012 második negyedévében, miközben kamatterhek jobbra változatlanok maradtak.

3. ÁRAK ÉS KÖLTSÉGEK

Az Eurostat gyorsbecslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2,6% volt 2012 augusztusában, az előző havi 2,4% után. Az emelkedés jórészt az energia euróban kifejezett árának újbóli emelkedéséből adódott. A tőzsdei határidős olajárak jelenlegi szintje alapján az inflációs ráták a néhány hónappal ezelőtt vártnál némileg magasabbak lehetnek, ám jövőre várhatóan ismét 2% alá süllyednek. A monetáris politikai szempontból mérvado időtávon is – szerény ütemű euroövezeti gazdasági növekedés és szilárdan rögzített hosszú távú inflációs várakozások mellett – mérsékelt marad az árak emelkedése irányába ható nyomás. Az EKB szakértőinek 2012. szeptemberi makrogazdasági prognózisa szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2012-ben a 2,4% és 2,6% közötti tartományban, míg 2013-ban 1,3% és 2,5% között lesz. A 2012-re és 2013-ra vonatkozó előrejelzési sávok némileg magasabbak, mint az eurorendszer szakértőinek 2012. júniusi makrogazdasági prognózisában szereplők. Középtávon az áralakulási kilátásokra ható kockázatok továbbra is nagyjából egyensúlyban vannak. A felfelé mutató kockázatok a közvetett adóknak a fiskális konszolidáció miatti további emelkedéséből adódnak. A fő lefelé mutató kockázati tényező az euroövezet a vártnál lassúbb növekedése – amely jórészt a pénzügyi piaci feszültségek további fokozódásának következménye –, illetve ennek az infláció belföldi komponenseire gyakorolt hatása. Amennyiben az euroövezet gazdaságpolitikai döntéshozói nem lépnek fel hatékonyan e helyzet ellen, a kockázatok mérlege az alacsonyabb infláció irányába mutató tényezők felé billenhet el.

4. A KIBOCSÁTÁS, A KERESLET ÉS A MUNKAERŐPIAC ALAKULÁSA

A közelmúltban napvilágot látott statisztikák arra utalnak, hogy az euroövezet reál-GDP-je 2012 második negyedévében 0,2%-kal visszaesett az előző negyedévhez képest, miután az előző negyedévben nulla növekedést regisztráltak. A gazdasági mutatók alapján az euroövezeti konjunktúra további gyengélkedésére lehet számítani az év fennmaradó részében, fokozott bizonytalanság mellett. A rövid távnál hosszabb időhorizonton megállapítható, hogy az övezet gazdasága várhatóan csak fokozatosan talál magára. A növekedés lendületét várhatóan változatlanul visszafogja a pénzügyi és egyéb szektorokban kikerülhetetlen mérlegkiigazítási folyamat, a magas munkanélküliség és a világgazdaság kiegyensúlyozatlan magára találása. Az EKB szakértőinek 2012. szeptemberi makrogazdasági prognózisa szerint az euroövezet reál-GDP-jének éves növekedési üteme 2012-ben a -0,6% és -0,2% közötti sávban, 2013-ban pedig -0,4% és 1,4% között alakul. Az eurorendszer szakértőinek 2012. júniusi prognózisával összehasonlítva mind a 2012-es, mind a 2013-as sáv lefelé módosult. Az euroövezeti gazdasági kilátásokat övező kockázatok az alacsonyabb növekedési ütem irányába mutatnak.

5. FISKÁLIS HELYZET

A legfrissebb euroövezeti államháztartási statisztikák szerint – amelyek 2012 első negyedévéig szolgáltatnak adatokat – az övezet egészének államháztartási hiánya tovább csökkent, noha lassabb ütemben, míg a GDP-arányos államadósság tovább emelkedett. A jövőt illetően rendkívül fontos, hogy az euroövezeti kormányok szigorúan tartsák magukat költségvetési célkitűzéseikhez, és a megállapított határidőre korrigálják túlzott költségvetési hiányukat. A jelenleg kidolgozás alatt álló 2013-as költségvetési terveknek kellően ambiciózus és konkrét intézkedésekkel kell gondoskodniuk arról, hogy a fiskális célok teljesüljenek. Emellett újabb kezdeményezések indultak az euroövezeti fiskális kormányzás megerősítésére: már zajlanak a tárgyalások az úgynevezett „kettes csomag” rendeleteiről, és készül a jelentése annak a munkacsoportnak, amelyet a fiskális unió létrehozásával kapcsolatos javaslat kidolgozásával bíztak meg.

AZ EKB SZAKÉRTŐINEK MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL

A jelenlegi gazdasági kilátások nagyon bizonytalanok, mivel jelentősen függenek a soron következő szakpolitikai döntésektől, valamint a magánszektor szereplőinek és a pénzügyi piacoknak a reakciójától. Mindezeket figyelembe véve és a 2012. augusztus 24-ig rendelkezésre álló információk alapján az EKB szakértői elkészítették az euroövezet makrogazdasági folyamatainak prognózisát.¹ Az átlagos éves reál-GDP-növekedés 2012-ben -0,6% és -0,2% között, 2013-ban pedig -0,4% és 1,4% között prognosztizálható. Az infláció értéke 2012-ben 2,4% és 2,6%, 2013-ban pedig 1,3% és 2,5% közé valószínűsíthető.

Technikai feltevések a kamatokról, árfolyamokról, nyersanyagárakról és a fiskális politikákról

A kamatlábakra, továbbá az energiaárakra és az energián kívüli nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések a 2012. augusztus 16-ával záruló időszak piaci várakozásain alapulnak.

A rövid lejáratú kamatokra vonatkozó feltevés tisztán technikai jellegű. Utóbbiak mérése a három hónapos EURIBOR, a piaci várakozások számítása pedig a határidős tőzsdei (futures) hozamok alapján történik. A módszertan által eredményezett rövid lejáratú átlagos kamatszint 2012-ben 0,6%, 2013-ban pedig 0,3%. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2012-ben átlagosan 4,0%-os szintre utalnak, 2013-ban pedig 4,2%-ra. Az euroövezeti nem pénzügyi magánszektorban nyújtott, rövid és hosszú lejáratú kompozit hitelek kamatai – amelyek egyfelől a határidős piaci hozamok pályáját követik, másfelől a piaci hozamoknak a hitelkamatokba való fokozatos átgyűrűzéséről tanúskodnak – várhatóan elérik mélypontjukat: a hosszú lejáratú hitelek kamatai 2012 közepén, a rövid lejáratúakéi pedig az év végén. Az euroövezet egészét tekintve 2012-ben és 2013-ban a hitelkínálati feltételek várhatóan kedvezőtlenül hatnak a konjunktúrára.

A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés zárónapja előtti kéthetes periódus határidős tőzsdei árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent-nyersolajár 2012-ben 111,7 USA-dollár, 2013-ban pedig 107,3 USA-dollár lesz. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú ára 2012-ben a feltevés szerint 8,3%-kal, 2013-ban pedig 0,3%-kal csökken.

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az adatgyűjtés zárónapját megelőző két hétben uralkodó átlagos szinten maradnak az előrejelzési időszakban. Mindebből 2012-ben 1,26 USD/EUR, 2013-ban pedig 1,23 USD/EUR árfolyam következik. Az euro effektív árfolyama a feltevés szerint 2012-ben 6,3%-kal, 2013-ban pedig 2,1%-kal értékelődik le.

A fiskális politikai feltevések alapja a nemzeti parlamentek által már elfogadott intézkedések vagy a kormányok által megfelelő részletességgel kidolgozott minden olyan intézkedés, amelyet a jogalkotók nagy valószínűséggel elfogadnak. 2012-ben jelentős konszolidációs intézkedésekre lehet számítani,

¹ Az EKB szakértői prognózisa az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisát egészíti ki. Utóbbi az EKB és az euroövezet nemzeti központi bankjainak szakértői évente két alkalommal közösen állítják össze. Az alkalmazott módszerek összhangban vannak az euroövezeti szakértők által használtakkal, amelyeket az EKB „Útmutató az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának készítéséhez” című 2001. júniusi kiadványa mutat be. 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.

² 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 2013 harmadik negyedévéig a határidős tőzsdei árakat követik, majd a világgazdasági konjunktúra szerint alakulnak.

beleértve a számos országban tervezett adóemelést, míg 2013-ban kisebb és inkább a kiadási oldalra koncentrált intézkedések várhatóak.

A nemzetközi környezetre vonatkozó feltevések

A világ reál-GDP-je (az euroövezet kivételével) a 2012. évi 3,8%-ról várhatóan 4,0%-ra nő 2013-ban. Noha a 2012 második negyedévi reál-GDP-növekedésre vonatkozó legfrissebb adatok a globális növekedés egyöntetű gyengüléséről tanúskodnak, 2012 második felében a globális növekedés fokozatos erősödése várható, amit a javuló pénzügyi feltételek és a lazább monetáris politika segít elő. A fejlett gazdaságokban viszont a növekedés ütemét várhatóan visszafogja az ingatlan- és munkaerőpiac gyengesége, valamint az, hogy szükséges az állami és magánszektor mérlegszerkezetének további javítása. A feltörekvő piacokon mérséklődött a növekedés, ugyanakkor továbbra is stabil, ezáltal jelentősen hozzájárul a globális konjunktúrához. Az euroövezet külső kereslete 2012-ben várhatóan 4,2%-kal, 2013-ban pedig 5,8%-kal növekszik.

Reál-GDP-növekedési prognózis

A reál-GDP 2012 második negyedévében, az előző negyedévi stagnálás után 0,2%-kal csökkent. A folyamatosan és tartósan gyenge gazdasági növekedés, amely először 2011 tavaszán volt megfigyelhető, nagyrészt a belföldi kereslet törékenységét tükrözi, amelynek a negatív hatása erősebb, mint a külföldi kereslet növekedéshez való pozitív hozzájárulása. 2012 második felében a reál-GDP várhatóan kissé csökken, mivel a magas nyersanyagárak kedvezőtlen hatása, a fiskális politika szigorodása, az alacsony fogyasztói és üzleti bizalom, valamint a néhány államban jellemző kedvezőtlen hitelkínálati feltételek továbbra is negatívan hatnak a konjunktúrára. Előre tekintve, a reál-GDP növekedése várhatóan fokozatosan lendületet vesz 2013-ban. Az exportra eleinte élénkítően hat a világgazdaság fokozatos erősödése és a javuló versenyképesség. A fellendülést az energia- és élelmiszerárak feltételezett csökkenésének a rendelkezésre álló reáljövedelemre gyakorolt hatása mellett valószínűleg a rendkívül alacsony rövid lejáratú kamatszintnek a magánkeresletre gyakorolt kedvező hatása is támogatja. Továbbá a pénzügyi rendszer helyreállítását célzó intézkedések is élénkítik a belföldi keresletet. Azonban a jelenlegi mérleg-átstrukturálás és az egyes tagállamokban jellemző kedvezőtlen pénzügyi helyzet valószínűleg továbbra is visszafogja az előrejelzési időszakra prognosztizált fellendülést. Összességében véve, a jelzett fellendülés várhatóan visszafogott lesz hosszú távú összehasonlításban, ami az egész előrejelzési időszakra negatív kibocsátási rést eredményez. A reál-GDP éves szinten 2012-ben várhatóan -0,6% és -0,2% közötti, 2013-ban pedig -0,4% és 1,4% közötti ütemben bővül.

A kereslet összetevőit részletesebben megvizsgálva megállapítható, hogy 2012 második felében az euroövezeten kívülre irányuló export növekedése várhatóan lendületet vesz, majd a későbbiekben tovább fokozódik, ami az euroövezet külső keresletének fokozatos erősödését és az exportárok javuló versenyképességét tükrözi. A vállalati beruházások 2012 hátralévő részében várhatóan visszaesnek, ami a fokozott bizonytalanságra és gyenge piaci hangulatra, valamint az egyes államokban jellemző, kedvezőtlen hitelkínálati helyzetre vezethető vissza. A vállalati beruházások 2013-ban újra megélnék, a belföldi és a külső kereslet, a rendkívül alacsony kamatszint, a várhatóan alacsonyabb költségoldali nyomás, valamint a javuló haszonkulcsok révén. A lakáscélú ingatlanberuházás a közeljövőben várhatóan visszaesik, majd 2012 végétől enyhén élénkül. Egyes országokban várhatóan továbbra is visszafogja a lakáscélú beruházásokat, hogy az előző időszak ingatlanpiaci túlkapasai miatt további korrekcióra van szükség. E kedvezőtlen hatásokat azonban valószínűleg részben ellensúlyozni fogja, hogy néhány országban viszonylag megerősödött az ingatlanpiaci befektetések vonzereje, köszönhetően a hosszú időszakot tekintve is igen alacsony jelzáloghitel-kamatoknak. Az állami beruházások várhatóan csökkenni fognak az egész előrejelzési időszakban, ami a több euroövezeti tagországban tervezett fiskális konszolidációs csomagoknak tudható be.

A magánszektor fogyasztása várhatóan csökkeni fog egész 2012-ben a rendelkezésre álló reáljövedelem visszaesése miatt, ami a foglalkoztatás és az egy főre jutó reáljövedelem csökkenésével, a fiskális konszolidációs intézkedésekkel, valamint a nem munkából származó jövedelmek gyenge alakulásával magyarázható. A megtakarítási ráta csökkenése – ahogy a háztartások próbálják fogyasztásukat időben „simítani” – részben kompenzálja a rendelkezésre álló reáljövedelem esését. A megtakarítási ráta csökkenését azonban várhatóan mérsékli majd a munkanélküliség tartós emelkedése és a kedvezőtlen fogyasztói hangulat, amelyek valószínűleg növelik az óvatossági megtakarításokat. A magánszektor fogyasztása várhatóan mérsékelten növekszik majd 2013-ban, ami a rendelkezésre álló reáljövedelem fellendülését tükrözi, mivel a fenti tényezők kedvezőtlen hatása fokozatosan megszűnik, és a nyersanyagárak felől érkező kisebb nyomás is kedvezően hat a reáljövedelmekre. A kormányzati felhasználás 2012-ben és 2013-ban a fiskális konszolidációs erőfeszítések révén várhatóan csökken.

A 2012 első felét jellemző csökkenést követően, az euroövezeten kívülről származó import az év második felében várhatóan újra növekedni fog, majd a későbbi időszakban további lendületet vesz, noha a gyenge összereslet továbbra is korlátozza a növekedést. A nettó export – a kivitel gyorsabb növekedése révén – az egész előrejelzési időszak során várhatóan jelentős mértékben pozitívan járul hozzá a reál-GDP növekedéséhez. A folyó fizetési mérleg, amely 2011-ben egyensúlyban volt, várhatóan növekvő többletet mutat az előrejelzési időszakban, ami a nagyobb külkereskedelmi többletnek köszönhető.

A táblázat Az euroövezet makrogazdasági prognózisa

(átlagos éves változás, százalék)¹⁾

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

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.

Ár- és költségprognózis

A fogyasztói index alapján mért inflációs ráta, amely augusztusban 2,6% volt, várhatóan 2% fölött marad egész 2012-ben, amely a magas energiaárakra, az euro leértékelődésére, valamint egyes országokban a közvetett adók emelésére vezethető vissza. Az inflációs ráta 2012-ben 2,4% és 2,6%, 2013-ban pedig 1,3% és 2,5% között valószínűsíthető. Ez nagyjából annak tudható be, hogy az energiaárak inflációja az előrejelzési időszakban előreláthatóan jelentős mértékben lassul, ami az olajárak feltételezett fokozatos csökkenését tükrözi. Az élelmiszerárak inflációja is várhatóan csökkenni fog 2013-ban. Az élelmiszerek és az energia árát nem tartalmazó HICP-infláció a prognózis szerint nagyjából stabil marad az előrejelzési időszakban. Az euro közelmúltbeli leértékelődésével és az egyes országokban végrehajtott közvetettadó- és szabályozottár-emeléssel összefüggő inflációs nyomást várhatóan nagyjából ellensúlyozza a gyenge belföldi keresletnek és a magas munkanélküliségnek az inflációcsökkentő hatása.

Részletesebben, az árak emelkedésének irányába ható nyomás, amelyet a múltban a növekvő olajárak és az euro leértékelődése okozott, várhatóan enyhül az előrejelzési időszakban. Elsősorban az euro-árfolyam stabilizálódására és az olajárnövekedésre vonatkozó feltevésekből az importdeflátor éves növekedési

ütemének fokozatos csökkenése következik. A belföldi áremelkedési nyomást tekintve, az egy főre jutó munkajövedelem éves növekedési üteme az előrejelzés szerint 2012-ben csökken, 2013-ban pedig visszafogott marad, ami az egyes országok romló munkaerő-piaci helyzetét és fiskális konszolidációs intézkedéseit tükrözi. Mivel 2012-ben a jövedelmek az áraknál várhatóan kisebb mértékben növekednek, az egy főre jutó reáljövedelem valószínűsíthetően csökkenni fog, majd 2013-ban stabilizálódik, mindazonáltal jóval elmarad majd a termelékenységnövekedéstől. A fajlagos munkaerőköltség 2012-ben várhatóan emelkedik, majd 2013-ban csökken, ami leginkább a termelékenységnövekedésre vezethető vissza. A profitráta mutatója 2012-ben várhatóan csökken, ami a gyenge kereslet mellett enyhíti a fajlagos munkaerőköltség emelkedésének hatását. Ezt követően, a fajlagos munkaerőköltség csökkenése és a gazdasági helyzet javulása várhatóan támogatni fogja a nyereségráták emelkedését. A fiskális konszolidációs tervek részeként, a szabályozott árak és a közvetett adók emelése 2012-ben és 2013-ban várhatóan a HICP-infláció alakulásának egyik fő meghatározója lesz.

Összevetés a 2012. júniusi prognózissal

Az eurorendszer szakértőinek a 2012. júniusi havi jelentésben publikált makrogazdasági prognózisával összehasonlítva az övezet reál-GDP-növekedésének 2012-es és 2013-as előrejelzési sávjai lejjebb tolódtak. A legtöbb lefelé irányuló módosítás 2012 utolsó két negyedévére vonatkozik, és 2013-ra negatív statisztikai áthúzó hatást okoz. A HICP-inflációt tekintve a 2012-re és 2013-ra vonatkozó prognózis némileg felfelé módosult a 2012. júniusi prognózishoz képest, ami nagyrészt az euroárfolyam gyengülésének hatását tükrözi.

B táblázat Összevetés a 2012. júniusi prognózissal

(átlagos éves változás, százalék)

	2012	2013
Reál-GDP – 2012. június	-0,5 – 0,3	0,0 – 2,0
Reál-GDP – 2012. szeptember	-0,6 – -0,2	-0,4 – 1,4
HICP – 2012. június	2,3 – 2,5	1,0 – 2,2
HICP – 2012. szeptember	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

Összehasonlítás más intézmények előrejelzéseivel

Számos nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény is készít előrejelzést az euroövezetről (lásd a C táblázatot). Ezek azonban közvetlenül sem egymással, sem az EKB szakértőinek makrogazdasági prognózisával nem vethetők össze, mivel különböző időpontokban véglegesítették őket. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külgazdasági változókra – például a kölölajarakra és egyéb nyersanyagárakra – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben meg nem határozott) módszerekkel alakítják ki. Végül a munkanapok szerinti kiigazítás módszere is eltér a különféle előrejelzésekben.

A más szervezetektől és intézményektől jelenleg rendelkezésre álló előrejelzések szerint az euroövezet reál-GDP-növekedése 2012-ben várhatóan -0,5% és -0,1% közé esik, ami közel van az EKB szakértői által prognosztizált sávokhoz. A 2013-ra vonatkozó 0,3–1,0%-os előrejelzések az EKB szakértői által megadott sávba esnek. Az inflációt illetően, a rendelkezésre álló előrejelzések szerint az éves HICP-inflációs ráta 2012-ben 2,0% és 2,4% között van, ami alatta van az EKB szakértői által megadott sávnak. A 2013-ra vonatkozó előrejelzés a HICP-inflációt 1,6% és 1,9% közé teszi, ami az EKB szakértői által megadott sávba esik.

C táblázat 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
OECD	2012. május	-0,1	0,9	2,4	1,9
Európai Bizottság	2012. május	-0,3	1,0	2,4	1,8
IMF	2012. július	-0,3	0,7	2,0	1,6
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2012. augusztus	-0,3	0,6	2,3	1,7
A Consensus Economics előrejelzései	2012. augusztus	-0,5	0,3	2,3	1,7
Euro Zone Barometer (Eurozóna barométer)	2012. augusztus	-0,5	0,3	2,3	1,8
Az EKB szakértőinek prognózisa	2012. szeptember	-0,6 – 0,2	-0,4 – 1,4	2,4 – 2,6	1,3 – 2,5

Forrás: Az Európai Bizottság tavaszi előrejelzése (2012. tavasz); a Nemzetközi Valutaalap világgazdasági előrejelzése (2012. április) az infláció és ennek 2012. júliusi aktualizált változata a reál-GDP-növekedés tekintetében; az OECD gazdasági előrejelzése (2012. május); a Consensus Economics előrejelzései; MJEconomics; 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 adatai nincsenek az éves munkanapok számával korrigálva. A többi előrejelzés nem közli, hogy munkanap szerint kiigazított adatok szerepelnek-e benne vagy sem.

© Európai Központi Bank (2012)

Cím: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Németország
 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.