

BEVEZETÉS

Az EKB Kormányzótanácsa 2011. szeptember 8-i ülésén a rendszeres közgazdasági és monetáris elemzés alapján változatlanul hagyta az EKB irányadó kamatait. Az infláció változatlanul megemelkedett szinten van, és az elkövetkező hónapokban is valószínűleg 2% felett marad, csökkenésére a jövő év során lehet számítani. A monetáris expanzió alapüteme ugyanakkor továbbra is visszafogott, változatlanul bőséges monetáris likviditás mellett. A várakozásoknak megfelelően az euroövezeti gazdaság növekedési üteme az első negyedévi élénkülést követően a második negyedévben lelassult. A jövőt illetően a Kormányzótanács visszafogott növekedést valószínűsít különösen nagy bizonytalanság és fokozott lefelé mutató kockázatok mellett. A rövid távú kamatlábak mindazonáltal alacsonyak. Noha a monetáris politika továbbra is alkalmazkodó, egyes finanszírozási feltételek szigorodtak. Továbbra is rendkívül fontos, hogy a monetáris politika elsődleges feladatára, vagyis a középtávú árstabilitás megőrzésére összpontosítson, és ezáltal gondoskodjon arról, hogy az elmúlt időszak áralakulásai ne gerjesszenek az egész gazdaságra kiterjedő inflációs nyomást. Az elkövetkező időszakban valamennyi bejövő adatot és fejleményt rendkívül alapos elemzésnek kell alávetni. Az euroövezetben az inflációs várakozásoknak szilárdan rögzítve kell maradniuk, összhangban a Kormányzótanács azon céljával, hogy az árak középtávon 2% alatti, de ahhoz közeli ütemben emelkedjenek. A várakozások rögzítése nélkülözhetetlen ahhoz, hogy a monetáris politika támogatni tudja a gazdasági növekedést és munkahelyteremtést az euroövezetben. A Kormányzótanács továbbra is rendkívül szorosan figyelemmel kísér minden folyamatot.

A likviditásnyújtás és a refinanszírozási műveletek allokálási módozatai révén az euroövezet bankjai folyamatosan kielégíthetik likviditási igényüket. Az akut pénzügyi piaci feszültségek idején hozott összes rendkívüli intézkedés eredendően átmeneti jelleggel született.

Közgazdasági elemzés: az euroövezet reál-GDP-jének növekedése 2011 második negyedévében az előző negyedévi 0,8%-ról 0,2%-ra lassult. A várakozásoknak megfelelően, azok az átmeneti tényezők, amelyek az év első felében még serkentették a növekedést, lecsengtek, és a japán földrengésből, valamint az olajár-emelkedés késleltetett hatásából fakadó kedvezőtlen hatások érvényesültek. A későbbiekben számos folyamat gyengítheti az euroövezet növekedésének alapütemét, többek között a világgazdaság növekedési ütemének mérséklődése, ennek következtében a részvényárfolyamok és az üzleti bizalom csökkenése, valamint a számos ország államkötvénypiacán tapasztalható folyamatos feszültség kedvezőtlen hatásai. Mindezek következtében az év második felében igen mérsékelt reál-GDP-növekedésre lehet számítani. A Kormányzótanács ugyanakkor továbbra is arra számít, hogy az övezet konjunktúráját kedvezően befolyásolja a világgazdaság folyamatos növekedése, az alkalmazkodó monetáris politika, valamint a pénzügyi szektor működésének támogatására hozott különböző intézkedések.

Hasonló értékelést tükröz az EKB szakértőinek 2011. szeptemberi euroövezeti makrogazdasági prognózisa, amely a reál-GDP éves növekedését 2011-ben az 1,4% és 1,8%, 2012-ben pedig a 0,4% és

2,2% közötti tartományba teszi. Az eurorendszer szakértőinek 2011. júniusi prognózisával összehasonlítva a 2011-es és a 2012-es reál-GDP-növekedési prognózis sávjai lefelé módosultak.

A Kormányzótanács megítélése szerint az övezet gazdasági kilátásait övező kockázatok összességükben az alacsonyabb növekedés irányába mutatnak, különösen nagy bizonytalanság mellett. A lefelé mutató kockázatok elsősorban az euroövezet és a világ egyes pénzügyi piaci szegmenseiben folyamatosan ható feszültségekhez kapcsolódnak, továbbá ahhoz, hogy ezek a hatások az övezet reálgazdaságába is átgűrűzhetnek. Idesorolhatók még az esetleg tovább emelkedő energiaárak, a protekcionista nyomás és a globális egyensúlyi problémák esetleg szabálytalan korrekciója.

Az árak alakulása: az euroövezet éves HICP-inflációja az Eurostat előzetes becslése szerint 2011 augusztusában 2,5% volt, vagyis július óta nem változott. Az inflációs ráták tavaly év vége óta viszonylag magas szinten maradtak, ami leginkább az energia- és más nyersanyagárak emelkedésének tudható be. Az elkövetkező hónapokban az infláció várhatóan egyértelműen a 2%-os szint felett marad. Az határidős piaci árakon alapuló olajárfeltevés mellett 2012-ben az inflációs ráta várhatóan 2% alá esik, ami a mérsékelt gazdasági növekedéssel összefüggő viszonylag stabil bérnövekedési várakozásokat tükrözi.

Mindezeket a megfontolásokat figyelembe véve az EKB szakértőinek 2011. szeptemberi makrogazdasági prognózisa szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2011-ben a 2,5% és 2,7% közötti tartományban, míg 2012-ben 1,2% és 2,2% között lesz. Az eurorendszer szakértőinek 2011. júniusi prognózisával összehasonlítva a 2011-es HICP-inflációra vonatkozó sáv nem változott, míg a 2012-es kissé szűkebb lett. Nem szabad elfelejteni ugyanakkor, hogy a szakértői prognózis megállapításait számos, pusztán technikai feltételezés befolyásolja.

A középtávú árstabilitási kockázatokat a Kormányzótanács összességében kiegyensúlyozottnak ítéli meg. Magasabb inflációt eredményezhet, ha a feltételezettnél jobban emelkedik a kőolaj és az egyéb nyersanyagok ára, továbbá ha az elkövetkező évek fiskális konszolidációs kényszeréből adódóan megemelkednek a közvetett adók és a szabályozott árak. Az ennél alacsonyabb infláció irányába hat az euroövezet és a világgazdaság vártnál gyengébb növekedése.

Monetáris elemzés: az M3 éves növekedési üteme a 2011. júniusi 1,9%-ról júliusban 2,0%-ra gyorsult. A magánszektorban nyújtott hitelek éves növekedési üteme a júniusi 2,5% után júliusban 2,4% volt. A havi adatokat és a különleges tényezők hatását figyelmen kívül hagyva elmondható, hogy a szélesebb értelemben vett pénz és a hitelnövekedés trendje többé-kevésbé stabilizálódott az elmúlt hónapokban. A pénzmennyiség bővülésének alapüteme összességében tehát mérsékelt marad. Változatlanul bőséges ugyanakkor a pénzügyi piaci feszültségek előtt felhalmozott monetáris likviditás.

Ami az M3 komponenseit illeti, az M1 éves növekedési üteme júliusban 0,9%-ra csökkent, míg az egyéb rövid lejáratú betéteké 3,7% maradt. Mindez változatlanul részben a rövid lejáratú betétek és a takarékbetétek hozamának az elmúlt hónapokban tapasztalható fokozatos emelkedését tükrözi. Ami az

ellenoldali tételeket illeti, a nem pénzügyi vállalatoknak kihelyezett hitelek növekedési üteme a júniusi 1,5%-ról júliusban 1,6%-ra tovább emelkedett, míg a háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme a jelek szerint 3% körül megállapodott.

A teljes MPI-mérlegnagyság az elmúlt hónapokban jobbra változatlan maradt. Azoknak a bankoknak, amelyeknek megfelelő mozgásteret kell teremteniük a magánszektorra irányuló hitelezési tevékenység bővítéséhez, alapvető feladatuk, hogy jövedelmüket visszaforgassák, tőkebázisukat a piacról tovább erősítsék, illetve maradéktalanul éljenek az újratőkésítést célzó kormányzati intézkedések nyújtotta lehetőségekkel, összhangban a közelmúltban végrehajtott stressztesztek eredményeivel.

Összefoglalva: a Kormányzótanács a rendszeres közgazdasági és monetáris elemzés alapján változatlanul hagyta az EKB irányadó kamatait. Az infláció változatlanul megemelkedett szinten van, és az elkövetkező hónapokban is valószínűleg 2% felett marad, csökkenésére a jövő év során lehet számítani. A monetáris elemzésből származó információkkal való összevetés megerősíti, hogy a pénzmennyiség-növekedés alapüteme továbbra is visszafogott, bőséges monetáris likviditás mellett. A várakozásoknak megfelelően az euroövezeti gazdaság növekedési üteme az első negyedévi élénkülést követően a második negyedévben lelassult. A jövőt illetően a Kormányzótanács visszafogott növekedést valószínűsít különösen nagy bizonytalanság és fokozott lefelé mutató kockázatok mellett. A rövid távú kamatlábak mindazonáltal alacsonyak. Noha a monetáris politika továbbra is alkalmazkodó, egyes finanszírozási feltételek szigorodtak. Továbbra is rendkívül fontos, hogy a monetáris politika elsődleges feladatára, vagyis a középtávú árstabilitás megőrzésére összpontosítson, és ezáltal gondoskodjon arról, hogy az elmúlt időszak áralakulásai ne gerjesszenek az egész gazdaságra kiterjedő inflációs nyomást. Az elkövetkező időszakban valamennyi bejövő adatot és fejleményt rendkívül alapos elemzésnek kell alávetni. Az euroövezetben az inflációs várakozásoknak szilárdan rögzítve kell maradniuk, összhangban a Kormányzótanács azon céljával, hogy az árak középtávon 2% alatti, de ahhoz közeli ütemben emelkedjenek. A várakozások rögzítése nélkülözhetetlen ahhoz, hogy a monetáris politika támogatni tudja a gazdasági növekedést és munkahelyteremtést az euroövezetben. A Kormányzótanács továbbra is rendkívül szorosan figyelemmel kísér minden folyamatot.

Költségvetési politika: több kormány is további intézkedéseket jelentett be konszolidációs célkitűzéseinek tartása, valamint fiskális szabályai jogi alapjának megerősítése érdekében. A hitelesség szempontjából elengedhetetlen a bejelentett intézkedések korai időszakra időzítése és teljes körű végrehajtása. Amennyiben a jelenlegi célkitűzések megvalósulását övező kockázatok realizálódnának, a kormányoknak készen kell állniuk további – elsősorban kiadási oldali – konszolidációs intézkedések végrehajtására. A vártnál jobb gazdasági és fiskális fejleményeknek örvendő országoknak maradéktalanul ki kell használniuk az így adódó mozgásteret a gyorsabb adósság- és hiánycsökkentésre. Az euroövezet valamennyi tagországának bizonyosságot kell tennie rendíthetetlen elkötelezettségéről az iránt, hogy maradéktalanul tiszteletben tartja saját adósságszolgálati kötelezettségét, ez ugyanis döntően hozzájárul az övezet egészének pénzügyi stabilitásához.

A költségvetési konszolidációnak és a szerkezeti reformoknak együtt kell erősíteniük a bizalmat, javítaniuk a növekedési kilátásokat és fokozniuk a munkahelyteremtést. A Kormányzótanács éppen ezért sürgeti az euroövezet valamennyi kormányát, hogy határozottan és gyorsan hajtson végre érdemi és átfogó strukturális reformokat. A reformok révén az érintett tagországokban erősödhet a versenyképesség, növekedhet gazdaságuk rugalmassága és javulhat hosszabb távú növekedési potenciáljuk. Ebből a szempontból kulcsszerepet játszanak azok a munkaerő-piaci reformok, amelyek a rugalmatlanságok felszámolására, illetve a bér rugalmasságot fokozó intézkedések végrehajtására összpontosulnak. Idetartozik az automatikus bérindexálási klauzulák eltörlése, továbbá a vállalati szintű megállapodások elterjesztése oly módon, hogy a béreket és a munkakörülményeket az adott vállalat konkrét igényeihez lehessen igazítani. Ezeknek az intézkedéseknek olyan strukturális reformokkal kell párosulniuk, amelyek növelik a termékpiaci versenyképességet, különösen a szolgáltatások területén – beleértve az úgynevezett zárt szakmák liberalizációját –, és indokolt esetben a jelenleg az állam által nyújtott egyes közszolgáltatások privatizációját, ezáltal segítve a termelékenység növekedését és fokozva a versenyképességet.

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

GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK

1 AZ EUROÖVEZET ÉS A NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK

Globális szinten az elmúlt hónapokban mérséklődött a növekedési dinamika. Ez részben számos átmeneti tényezőnek tudható be, amelyek hatása fokozatosan csökken, így némileg élénkülhet a konjunktúra a jövőben. Ezeket a pozitív impulzusokat azonban valószínűleg ellensúlyozzák majd azok az ellenkező irányba mutató strukturális hatások, amelyek különösen a fejlett gazdaságokat érintik. Emellett a pénzügyi piacokon újra jelentkező feszültségek is negatív hatással vannak a bizalomra, a jólétre és ezáltal a növekedésre. Ezzel szemben a feltörekvő gazdaságok növekedése mérséklődik ugyan, de a várakozások szerint továbbra is erőteljes marad. Az éves inflációs ráták az elmúlt hónapokban stabilizálódtak a fejlett gazdaságokban, míg a feltörekvő gazdaságokban továbbra is jelentős az inflációs nyomás.

2 MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

2.1 A PÉNZMENNYISÉG ÉS A MONETÁRIS PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK KIHELYEZÉSEI

A monetáris növekedés alapüteme 2011 második negyedévében mérsékelt szinten stabilizálódott. Ez az M3 és a magánszektorok nyújtott hitelek éves növekedésének lassú ütemét tükrözi. Az éves növekedési ütem lényegében változatlan maradt 2011 második negyedéve és júliusa folyamán. Ugyanakkor a pénzpiaci feszültségek előtt felhalmozódott monetáris likviditás – az elmúlt negyedévek további lefelé irányuló kiigazításainak ellenére – továbbra is bőséges. A magánszektorok kihelyezett hitelek ágazatonkénti alakulása azt jelzi, hogy enyhe mértékben ugyan, de folyamatosan élénkül a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme, míg a háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme stabilizálódni látszik.

2.2 A NEM PÉNZÜGYI SZEKTOROK ÉS AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSEI

2011 első negyedévében a nem pénzügyi szektorok pénzügyi összbefektetéseinek éves növekedési üteme 3,3%-ra csökkent, ami a háztartások és nem pénzügyi vállalatok pénzügyi befektetéseinek gyengébb növekedésére vezethető vissza. Az elmúlt négy negyedév csökkenő tendenciái után 2011 második negyedévében nőtt a befektetési alapok jegyeinek éves beáramlása. 2011 első negyedévében, immár négy egymást követő negyedévben, ismét csökkent a biztosítótársaságok és nyugdíjpénztárak pénzügyi összbefektetéseinek éves növekedési üteme.

2.3 PÉNZPIACI KAMATLÁBAK

2011. június 9. és szeptember 7. között a legtöbb ágazatban csökkentek a pénzpiaci kamatlábak, ami azt tükrözi, hogy a kiújult pénzpiaci feszültségekre reagálva módosultak a rövid távú kamatláb-várakozások. Korábban, 2011. július 7-én a Kormányzótanács 25 bázisponttal megemelte az EKB irányadó kamatait. A döntés a 2011. július 13-án elszámolt irányadó refinanszírozási művelettel lépett hatályba. A pénzpiaci kamatlábak ugyanakkor emelkedtek.

2.4 KÖTVÉNYPIACOK

2011. május vége és szeptember eleje között az euroövezeti és egyesült államokbeli AAA minősítésű hosszú lejáratú államkötvények hozama számottevően csökkent. Ez a jelentősebb fejlett országok növekedési kilátásainak csökkenését tükrözi és a biztonságosabb eszközök iránti megnövekedett befektetési hajlandóságot. A piaci hangulatot nagymértékben befolyásolta továbbá az euroövezet államadósság-válságához köthető feszültségek jelentős fokozódása, valamint az a tény, hogy az egyik hitelminősítő intézet leminősítette az Egyesült Államok államadósságát. Emellett nőttek a kötvénypiacok jövőbeni alakulásához kapcsolódó, implikált kötvénypiaci volatilitással mért bizonytalanságok. Az euroövezeten belüli államkötvényhozam-különbségek a legtöbb országban nőttek. A hosszú távú kiegyenlítő inflációs ráták szeptember eleji adatai ugyanakkor továbbra is azt mutatják, hogy az inflációs várakozások szilárdan rögzítve maradtak.

2.5 RÉSZVÉNYPIACOK

Május vége és szeptember eleje között mind az euroövezetben, mind pedig az Egyesült Államokban csökkentek a részvényárak, ami a globális gazdasági növekedésre vonatkozó várakozások lefelé módosításának tulajdonítható. Az euroövezet államadósság-válságához és az amerikai államadósság leminősítéséhez köthető jelentős feszültségek szintén hozzájárultak ahhoz, hogy csökkent a befektetők kockázati hajlandósága. Mindeközben az egy részvényre eső nyereség tényleges és várt növekedési üteme csökkent. A részvénytőke bizonytalanság tehát az Atlanti óceán mindkét partján nőtt.

2.6 A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2011 áprilisa és júliusa között nőtt az euroövezetbeli nem pénzügyi vállalatok finanszírozásának reálköltsége. Az általános emelkedés mögött a fő összetevők eltérő trendje húzódik meg. Ami a finanszírozást illeti, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme 2011 második negyedévében 1,5%-ra tovább emelkedett. A hitelfinanszírozás lényegében összhangban van az euroövezet gazdasági fellendülésének pályájával. A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátása a nem pénzügyi vállalatok körében tovább mérséklődött a második negyedévében.

2.7 A HÁZTARTÁSOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2011 második negyedévében az euroövezeti háztartások finanszírozási feltételeit az enyhén emelkedő banki hitelkamatok jellemezték. Ebben az időszakban tovább szigorodtak mind a fogyasztási célú, mind a lakáscélú lakossági hitelek hitelfeltételei, noha az utóbbi csak kisebb mértékben, mint az előző negyedévében. A háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek éves növekedési üteme a közelmúltban 3% körül megállt. A háztartások jövedelemarányos adósságrátája tovább csökkent 2011 második negyedévében, míg a GDP-arányos adósságrátája és kamatterhei lényegében változatlanok maradtak.

3 ÁRAK ÉS KÖLTSÉGEK

Az Eurostat előzetes becslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2011 augusztusában a júliusi értékkel megegyező 2,5% volt. Az inflációs ráták tavaly év vége óta viszonylag magas szinten maradtak, ami leginkább az energia- és nyersanyagárak emelkedésének tudható be. Az elkövetkező hónapokban az infláció várhatóan egyértelműen a 2%-os szint felett marad. A kőolajpiaci árakon alapuló feltevés szerint 2012-ben az inflációs ráta várhatóan 2% alá esik. Ez a mérsékelt gazdasági növekedéssel összefüggő viszonylag stabil bérnövekedési várakozásokat tükrözi. Mindezeket a megfontolásokat figyelembe véve az EKB szakértőinek 2011. szeptemberi makrogazdasági prognózisa szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2011-ben a 2,5% és 2,7% közötti tartományban, míg 2012-ben 1,2% és 2,2% között lesz. Középtávon az áralakulási kilátások továbbra is nagyjából kiegyenlítettek.

4 A KIBOCSÁTÁS, A KERESLET ÉS A MUNKAERŐPIAC ALAKULÁSA

Az euroövezet reál-GDP-növekedése 2011 második negyedévében az előző negyedévi 0,8%-ról 0,2%-ra lassult. A várakozásoknak megfelelően azok az átmeneti tényezők, amelyek az év első felében serkentették a növekedést, megszűntek, és a japán földrengésből, valamint az olajár-emelkedés késleltetett hatásából fakadó kedvezőtlen hatások érvényesültek. A későbbiekben számos folyamat gyengítheti az euroövezet növekedésének alapütemét, többek között a világgazdaság növekedési ütemének mérséklődése, ennek következtében a részvényárfolyamok és az üzleti bizalom csökkenése, valamint a számos ország államkötvénypiacán tapasztalható folyamatosan jelenlévő feszültségek kedvezőtlen hatásai. Mindezek következtében az év második felében igen mérsékelt reál-GDP-növekedésre lehet számítani. Az euroövezeti gazdasági konjunktúrára ugyanakkor várhatóan kedvező hatással lesz a világgazdaság folyamatban lévő fellendülése, az alkalmazkodó monetáris politika és a pénzügyi szektor működését elősegítő számos intézkedés.

Hasonló értékelést tükröz az EKB szakértőinek az euroövezetre vonatkozó, 2011. szeptemberi makrogazdasági prognóza is, amely a reál-GDP éves növekedését 2011-ben a 1,4% és 1,8% közötti, 2012-ben pedig a 0,4% és 2,2% közötti tartományba teszi. Az eurorendszer szakértőinek 2011. júniusi prognózisával összehasonlítva a 2011-es és a 2012-es reál-GDP-növekedési prognózis sávjai lefelé módosultak. Az euroövezet gazdasági kilátásait övező kockázatok összességükben az alacsonyabb növekedés irányába mutatnak, különösen nagy bizonytalanság mellett.

5 FISKÁLIS HELYZET

Az euroövezet legfrissebb államháztartási statisztikái az euroövezet államháztartási hiányának további csökkenéséről és a GDP-arányos államadósság mérsékeltebb növekedéséről árulkodnak. A rendkívüli pénzügyi bizonytalanság és az adósságállomány fenntarthatóságával kapcsolatosan továbbra is terjedő aggodalmak közepette ugyanakkor számos euroövezeti ország újabb konszolidációs terveket jelentett be a túlzott hiány korrigálására és a GDP-arányos adósság fenntartható pályára állítására. A fiskális helyzetet érintő aggodalmak megfelelő kezeléséhez a kormányoknak korai időszakra időzített konszolidációra kell törekedniük, amely a fiskális pozíció és a hosszú távú növekedési kilátások javítását célzó átfogó reformstratégiába illeszkedik. Emellett nemzeti költségvetési keretrendszereiket is meg kell erősíteniük.

AZ EKB SZAKÉRTŐINEK MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL

A 2011. augusztus 25-ig rendelkezésre álló információk alapján az EKB szakértői elkészítették az euroövezet makrogazdasági folyamatainak prognózisát.¹ Az átlagos éves reál-GDP-növekedés 2011-ben 1,4% és 1,8% között, 2012-ben pedig 0,4% és 2,2% között prognosztizálható. Az infláció értéke 2011-ben 2,5% és 2,7%, 2012-ben 1,2% és 2,2% között valószínűsíthető.

A kamatokra, az árfolyamokra, a nyersanyagárakra és a fiskális politikákra vonatkozó technikai feltevések

A kamatlábakra, továbbá az energiaárakra és az energián kívüli nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések a 2011. augusztus 18-ával záruló időszak piaci várakozásain alapulnak.

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 1,3%, 2012-ben pedig 1,0%. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások szintje mind 2011-ben, mind 2012-ben átlagosan 4,2%. A piaci kamatok banki hitelkamatokba való átgűrűzése a feltevés szerint az euroövezet nagy részére vonatkozóan a múltbeli szabályszerűségek szerint alakul. Az övezet egyes régióiban azonban – nevezetesen ott, ahol az államkötvénypiacon komoly feszültségek vannak – az átgűrűzés várhatóan a bankok hitelkockázati felárainak kedvezőtlen alakulásával párosul. Az időszak során a hitelkínálati feltételek további fokozatos normalizálódására számítunk, ez a tényező azonban továbbra is némi visszafogó hatást fejt ki a konjunktúrára.

A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés zárónapja előtti kéthetes periódus határidős tőzsdei árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent-nyersolajár 2011-ben 110,1 USA-dollár, 2012-ben pedig 106,5 USA-dollár lesz. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú árának² emelkedése 2011-ben 19,6%-os ütemben, 2012-ben pedig 0,8%-os ütemben valószínűsíthető.

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az adatgyűjtés zárónapját (2011. augusztus 18.) megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak az előrejelzési időszakban. Ebből következően, az EUR/USD árfolyamra vonatkozó feltevés 2011-ben 1,42, 2012-ben 1,43 lesz, tehát az euro effektív árfolyama 2011-ben átlagosan 0,2%-kal felértékelődik, amit 2012-ben 0,2%-os leértékelődés követ.

A fiskális politikai feltevések az euroövezet egyes országainak 2011. augusztus 19-én rendelkezésre álló költségvetési terveit veszik alapul. A feltevések figyelembe veszik a nemzeti parlamentek által már elfogadott összes fiskális politikai intézkedést, illetve a kormányok által elegendő részletességgel kidolgozott minden olyan intézkedést, amelyet a jogalkotók nagy valószínűséggel elfogadnak.

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 sáv szélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. Az alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekciót is magában foglal, az „Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávos számítására” című 2009. decemberi kiadvány ismerteti, amely szintén megtalálható az EKB honlapján.

² Az olaj- és az élelmiszerárakra vonatkozó feltevéseket az előrejelzési horizont végéig érvényes tőzsdei határidős (futures) árból számoltuk. Egyéb nyersanyagok esetében feltesszük, hogy az árak 2012 harmadik negyedévéig a határidős tőzsdei árakat követik, majd a világgazdasági konjunktúra szerint alakulnak.

A nemzetközi környezetre vonatkozó feltevések

Az elmúlt hónapokban enyhült a világgazdaság növekedési üteme. A lassulás egyfelől átmeneti tényezőknek (a japán természeti és atomkatasztrófa hatása a japán gazdaságra és a globális ellátóláncra), másfelől a magas nyersanyagárak jövedelem-visszafogó hatásának tudható be a legjelentősebb fejlett országokban. Ami a kilátásokat illeti, az ellátólánc fokozatos normalizálódása az év második felében várhatóan némileg élénkíti a növekedést. A fejlett gazdaságokban a vártnál magasabb munkanélküliség, az alacsonyabb üzleti és fogyasztói bizalom, valamint az amerikai ingatlanpiac folytatódó gyengélkedése azonban kedvezőtlenül hathat a növekedésre. A globális pénzügyi piacokon az elmúlt időszakban tapasztalt hangultváltás – noha valószínűleg nem téríti le a világgazdaságot növekedési pályájáról – előreláthatólag mind a bizalmi, mind a vagyonhaftáson keresztül szintén további negatív hatást fejt ki 2011 második felében. Középtávon a pénzügyi válság továbbra is éreztetni fogja visszafogó hatását a fellendülésre a fejlett gazdaságokban, mivel a gazdaság különböző területein mérlegkiigazításra van szükség. Mindez rontja a munkaerő-piaci helyzet gyors javulásának esélyét néhány fejlett gazdaságban. A feltörekvő gazdaságok növekedése ugyanakkor várhatóan változatlanul dinamikus marad, jóllehet tartós túlfűtöttségi nyomás mellett. Az euroövezeten kívül a világ reál-GDP-je 2011-ben átlagosan 4,1%-kal, 2012-ben pedig 4,4%-kal bővül. Az euroövezet külgazdasági keresletének növekedési rátája 2011-ben 7%, 2012-ben pedig 6,8% lesz. Ezek az adatok alacsonyabbak, mint az eurorendszer 2011. júniusi szakértői elemzésében szereplők, ami az amerikai gazdaság növekedési prognózisának lefelé módosítását tükrözi.

Reál-GDP-növekedési prognózis

Az euroövezet 2011 első negyedévi erőteljes növekedését követően – aminek háttérében az építőipari kibocsátás felfutása állt –, az elmúlt hónapokban a konjunktúra jelentős lelassulása volt tapasztalható. A világgazdasági konjunkturális folyamatokhoz hasonlóan, az övezet növekedését is visszafogták a japán természeti és atomkatasztrófa kedvezőtlen hatásai, valamint az olajár-emelkedés késleltetett hatása. A térség növekedésének alapüteme szintén gyengült, ami mögött különböző belföldi tényezők álltak, nevezetesen a részvényárfolyamok esése, a fiskális szigorítás, a hitelezési feltételek szigorodása, az államadósság-válsággal összefüggésben a kockázatfelár-emelkedésben lecsapódó fokozott bizonytalanság, valamint az üzleti és a fogyasztói bizalom romlása. Mivel rövid távon ezek a tényezők továbbra is éreztetni fogják negatív hatásait, a reál-GDP-nek csak visszafogott növekedése prognosztizálható 2011 második felére. Hosszabb távon várhatóan fokozatosan fellendül a növekedés: egyfelől az élénkülő külföldi kereslet kedvezően hathat az exportra, másfelől a belföldi kereslet is fokozatosan erőre kaphat, aminek háttérében az alkalmazkodó monetáris politika, a pénzügyi rendszer működésének normalizálását célzó intézkedések, valamint az erőteljes globális kereslet belföldi jövedelemre gyakorolt hatása áll. A reál-GDP éves szinten 2011-ben várhatóan 1,4% és 1,8% között, 2012-ben pedig 0,4% és 2,2% között bővül.

Ami a kereslet összetevőit illeti részletesebben: az euroövezeten kívülre irányuló export várhatóan továbbra is viszonylag erőteljes ütemben bővül 2012-ig, noha az euroövezeti külföldi kereslet 2012-es növekedési üteménél alacsonyabb értékre esik vissza, összhangban az euroövezet exportpiaci részesedésének trendszerű zsugorodásával. 2011 első negyedévének felfutását követően az összeruházásoknak csak visszafogott növekedése prognosztizálható az év fennmaradó részére, majd a lendület némi erősödése 2012-re. Az üzleti beruházások várhatóan stabil ütemben növekednek az előrejelzési időszak során, amit a növekvő nyereségesség, a tartós exportnövekedés és a kapacitásban keletkező szűk keresztmetszetek támogatnak. A lakáscélú ingatlanberuházások növekedése azonban várhatóan viszonylag visszafogott marad az egész időszakban, ami az egyes országok lakáspiacain végbemenő kiigazításnak tudható be, és ami várhatóan visszafogott ingatlanár-növekedésben tükröződik majd. A feltételezés szerint 2012 végéig a kormányzati beruházások szintén visszaesnek, amint arra a több euroövezeti tagországban bejelentett fiskális konszolidációs csomagokból következtetni lehet.

A prognózis szerint a magánfogyasztás növekedése is igen visszafogottan alakul 2011-ben, 2012-ben viszont már némileg magára talál, ami jórészt a rendelkezésre álló reáljövedelem alakulását követi. Noha a nyersanyagárak múltbeli emelkedésének kedvezőtlen alakulása visszafoghatja a rendelkezésre álló reáljövedelem növekedési ütemét 2011 hátralévő részében, ezt követően várhatóan enyhül az inflációs nyomás, támogatva a rendelkezésre álló reáljövedelem 2012-es dinamikáját. A prognózis szerint a kormányzati felhasználás reálértéken csak visszafogottan emelkedik 2012-ig, ami a több euroövezeti tagországban bejelentett fiskális konszolidációs csomagok hatását tükrözi. Az euroövezeten kívülről származó import várhatóan 2011 során némileg fellendül, 2012-ben stabilizálódik, az előrejelzési horizonton pedig már az összeresetnél gyorsabb ütemben bővül. A nettó export – az export némileg gyorsabb növekedése révén – az előrejelzési időszak során várhatóan pozitív lesz, jóllehet egyre csökkenő arányban járul hozzá a GDP-növekedéshez.

A táblázat Az euroövezet makrogazdasági prognózisa

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

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

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.

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

Ár- és költségprognózis

Az euroövezet éves HICP-inflációja 2011 augusztusában 2,5% volt. A teljes HICP a prognózis szerint 2% fölött marad az elkövetkező hónapokban, jórészt az olaj- és más nyersanyagárak múltbeli fokozott növekedésének energia- és élelmiszerárakra kifejtett hatása miatt. A jelenlegi határidős nyersanyagárak alapján, az importár-emelkedések későbbi mérséklődése prognosztizálható. A belföldi inflációs nyomás ezzel szemben várhatóan lassan erősödni fog, ami a munkaerőköltségek növekedését, valamint a múltbeli nyersanyagár-emelkedések átgyűrűzését tükrözi. Mindez az élelmiszert és energiát nem tartalmazó HICP növekedési ütemének fokozatos emelkedését eredményezi az előrejelzési horizonton. A fogyasztóiár-index alapján mért éves infláció értéke 2011-re 2,5% és 2,7%, 2012-re pedig 1,2% és 2,2% között valószínűsíthető. Az egy munkavállalóra eső jövedelem növekedése az előrejelzési horizonton várhatóan változatlanul viszonylag visszafogott marad, ami a munkaerő-piaci feltételek enyhe várható javulását tükrözi. Mivel a nominálbérek csak részben, illetve lemaradással reagálnak a fogyasztói árak emelkedésére, az egy munkavállalóra jutó reáljövedelem csökkenése prognosztizálható 2011-re, majd lassú emelkedése az ezt követő időszakra. A termelékenység-növekedés szintén visszafogott lesz, a fajlagos munkaerő-költségek 2011-ben megemelkednek, 2012-ben pedig ennél is gyorsabb ütemű emelkedésük valószínűsíthető. Ennek következményeként a nyereségráták csak korlátozott ütemben növekednek majd mind 2011-ben, mind 2012-ben, ami az aggregált kereslet visszafogott növekedési ütemét is tükrözi.

Összevetés a 2011. júniusi prognózissal

Az eurorendszer szakértőinek a 2011. júniusi Havi jelentésben publikált makrogazdasági prognózisával összehasonlítva az övezet reál-GDP-növekedésének 2011-es és 2012-es előrejelzési sávjai kissé lejjebb tolódtak. A 2011-es és 2012-es kilátások korrekcióját az alacsonyabb külföldi és belföldi kereslet indokolja, utóbbi többek között a fokozottabb bizonytalanságból, a gyengébb bizalomból, a részvényárfolyamok eséséből és a hitelezési feltételek szigorodásából ered. Ezeknek a tényezőknek a hatása felülírja azt a pozitív hatást, amely az átlagos euroövezeti hitelkamatokra vonatkozó technikai feltételezés jelentős lefelé korrigálásából adódik. A 2012-es növekedési prognózis lefelé módosítása emellett a bizonyos országokban zajló további fiskális szigorítás hatását is tükrözi. A 2011-es HICP-inflációs prognózis sávja nem változott, míg a 2012-es sáv kissé szűkebb, mint a 2011. júniusi prognózisban szereplő.

B táblázat Összevetés a 2011. júniusi prognózissal

(átlagos éves változás, százalék)

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

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 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.

Más szervezetek és intézmények jelenleg rendelkezésre álló előrejelzéseiben az euroövezet reál-GDP-jének növekedési sávja 1,6% és 2,0% közé tehető 2011-ben (amely kevéssel magasabb, mint az EKB szakértői elemzésében szereplő adat), és 1,5% és 2,0% közé 2012-ben (amely pedig az EKB szakértői elemzésének felső sávszélhez esik közel). Az átlagos éves HICP-inflációt 2011-ben 2,6%-ra valószínűsítik (amely az EKB szakértői elemzésének sávján belülre esik), 2012-re pedig 1,6% és 2,0%-os közé eső sávot határoznak meg (amely szintén az EKB szakértői által megadott sávban található).

C táblázat 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
OECD	2011. május	2,0	2,0	2,6	1,6
Európai Bizottság	2011. május	1,6	1,8	2,6	1,8
IMF	2011. június	2,0	1,7	2,6	1,8
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2011. augusztus	1,9	1,6	2,6	2,0
A Consensus Economics előrejelzései	2011. augusztus	1,9	1,5	2,6	1,9
Az EKB szakértőinek prognózisa	2011. szeptember	1,4 – 1,8	0,4 – 2,2	2,5 – 2,7	1,2 – 2,2

Forrás: Az Európai Bizottság gazdasági előrejelzése, 2011. tavasz; a Nemzetközi Valutaalap világgazdasági előrejelzése, 2011. június; 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 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 (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
 Web: <http://www.ecb.europa.eu>

Minden jog fenntartva.

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