

## BEVEZETÉS

Az EKB Kormányzótanácsa 2012. március 8-i ülésén a rendszeres közgazdasági és monetáris elemzés alapján változatlanul hagyta az EKB irányadó kamatait. A február eleje óta ismertté vált információk megerősítették a testület korábbi konjunkturális helyzetértékelését. A rendelkezésre álló felmérési adatok megerősítik a vélekedést, miszerint bizonyos jelek az euroövezet gazdaságának stabilizálódására utalnak. A kilátásokat azonban továbbra is lefelé mutató kockázatok övezik. Az energiaárak és a közvetett adók emelkedése miatt 2012-ben az inflációs ráták valószínűleg 2% felett maradnak, a felfelé ható kockázatok túlsúlya mellett. A Kormányzótanács ennek ellenére arra számít, hogy az árak a gazdaságpolitikai szempontból mérvadó időtávon az árstabilitással összhangban alakulnak. A pénzmenyiség-növekedés alapüteme változatlanul visszafogott, és középtávon korlátozott inflációs nyomást jelez. Ami a kilátásokat illeti, a testület szilárdan elkötelezett az euroövezet árstabilitásának megőrzése iránt, összhangban törvény szabta mandátumával. Rendkívül fontos, hogy az inflációs várakozások változatlanul szilárdan rögzítve maradjanak a testület azon céljának megfelelően, hogy az inflációs rátákat középtávon 2% alatt, de ahhoz közeli értéken tartsa.

Az eurorendszer az elmúlt hónapokban több újabb rendkívüli monetáris politikai intézkedést hozott, amelyeket – beleértve a hároméves hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteket is – 2011 negyedik negyedévének különleges gazdasági környezete tett szükségessé. Az intézkedések első hatása pozitív volt. A fiskális konszolidációt, több övezetbeli országban a strukturális reformok felgyorsítását, valamint az euroövezeti gazdasági kormányzási rendszer megerősítését is beleszámítva számottevően javult a pénzügyi környezet az elmúlt időszakban. A testület arra számít, hogy ezen műveletek hatására tovább folytatódik a pénzügyi piaci stabilizáció, és ezen belül is élénkül az euroövezeti hitelezés. Valamennyi rendkívüli monetáris politikai intézkedés természeténél fogva átmeneti jellegű. Megjegyzendő továbbá, hogy minden eszköz rendelkezésre áll a középtávú árstabilitást övező, a magasabb infláció irányába mutató kockázatok kezelésére.

A közgazdasági elemzés szerint az euroövezet reál-GDP-je 2011 negyedik negyedévében 0,3%-kal zsugorodott. A legfrissebb felmérési adatok szerint bizonyos jelek az euroövezeti konjunktúra stabilizálódására utalnak, jóllehet változatlanul alacsony növekedési ráta mellett. A Kormányzótanács arra számít, hogy az euroövezeti gazdaság az idén nagyon fokozatosan ugyan, de élénkülni kezd. A növekedési kilátásokat kedvezően befolyásolhatja a külföldi kereslet, az övezet rendkívül alacsony rövid lejáratú kamatszintje, valamint a pénzügyi rendszerének megfelelő működését elősegítő intézkedéscsomag. Az euroövezeti államkötvénypiacon továbbra is tapasztalható feszültségek, ezek hitelfeltételekre gyakorolt hatása, valamint a pénzügyi és egyéb szektorokban zajló mérlegkiigazítás azonban továbbra is visszafogja a növekedés alapütemét.

Hasonló értékelést tükröz az EKB szakértőinek 2012. márciusi euroövezeti makrogazdasági prognózisa, amely a reál-GDP éves növekedését 2012-ben a -0,5% és 0,3% közötti, 2013-ban pedig a 0,0% és 2,2%

közötti tartományba teszi. Az eurorendszer szakértőinek 2012 decemberi makrogazdasági prognózisával összehasonlítva a sávok némileg lefelé módosultak. A kilátásokat továbbra is lefelé mutató kockázatok övezik, amelyek az euroövezet adósságiacain a feszültség újbóli fokozódásával, illetve ennek a reálgazdaságba való potenciális átgyűrűzésével, valamint a nyersanyagárak további emelkedésével állnak összefüggésben.

Az Eurostat gyorsbecslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2012 februárjában 2,7% volt, vagyis a januári 2,6%-hoz képest némileg emelkedett. Ami a kilátásokat illeti, az infláció előreláthatólag 2% felett marad 2012-ben, ami elsősorban az energiaár-emelkedésnek, valamint a közelmúltban beharangozott közvetett-adó-emeléseknek tudható be. Az aktuális határidős nyersanyagárfolyamok alapján az éves inflációs ráta 2013-ban valószínűleg ismét 2% alá kerül. A távolabbi jövőben változatlanul korlátozott inflációs nyomással kell csak számolni, mérsékelt növekedési ráta és szilárdan rögzített hosszú távú inflációs várakozások mellett.

Az EKB szakértőinek 2012. márciusi makrogazdasági prognózisa szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2012-ben a 2,1% és 2,7% közötti, míg 2013-ban a 0,9% és 2,3% közötti tartományban lesz. Az eurorendszeri szakértők 2011. decemberi makrogazdasági prognózisával összehasonlítva a HICP-inflációra adott sávok – nevezetesen a 2012-es sáv – felfelé módosult. Az elkövetkező évekre prognosztizált HICP-inflációs rátákat övező kockázatok még mindig nagyjából kiegyensúlyozottnak mondhatók, ahol a rövid távú felfelé mutató kockázatok elsősorban a vártnál magasabb energiaárakból és közvetett adókból erednek. A konjunktúra vártnál gyengébb alakulása miatt azonban továbbra is számolni kell az alacsonyabb infláció irányába mutató kockázatokkal.

A monetáris elemzés szerint a pénzmennyiség bővülésének alapüteme változatlanul visszafogott. Az M3 éves növekedési üteme 1,5% volt 2011. decemberében, majd 2,5% 2012. januárjában. A magánszektorban nyújtott hitelek növekedési üteme változatlanul visszafogott volt, még akkor is, ha (hitelértékesítéssel és értékpapírosítással kiigazított) éves növekedési üteme a decemberi 1,2%-ról januárban 1,5%-ra, tehát kissé megemelkedett. A nem pénzügyi vállalatoknak és a háztartásoknak nyújtott hitelek (hitelértékesítéssel és értékpapírosítással korrigált) növekedési üteme januárban is 0,8%, illetve 2,1% volt. Az MPI-k nem pénzügyi vállalatoknak kihelyezett hiteleinek volumene – a decemberi számottevő lassulás után – januárban csak kis mértékben vesztett növekedési üteméből. A háztartásoknak kihelyezett hitelek ugyanakkor pozitív kiáramlást mutattak januárban. Mivel a pénzügyi környezet javulásának jeleit lehet érzékelni, rendkívül fontos, hogy a bankok – többek között nyereségük visszaforgatásával – tovább erősítsék ellenálló képességüket. A banki mérlegek stabilitása alapvető szerepet játszik annak elősegítésében, hogy a gazdaság kellő mennyiségű hitellel legyen ellátva.

Összefoglalva: a közgazdasági elemzés alapján az árak középtávon változatlanul az árstabilitással összhangban alakulnak. Ezt a helyzetértékelést a monetáris elemzés eredményeivel való összevetés is alátámasztja.

A kilátásokat illetően a Kormányzótanács hangsúlyozza, hogy a kormányoknak haladéktalanul további erőfeszítéseket kell tenniük költségvetési helyzetük normalizálására és strukturális reformprogramjaik végrehajtására. Ezen intézkedések célja a tartós növekedés szempontjából kedvező környezet kialakítása, valamint a bizalom és a versenyképesség élénkítése. Az euroövezet több tagországában előrelépések történtek a fiskális konszolidáció területén. Továbbra is alapvető fontosságú az átfogó költségvetési konszolidáció és a vállalt kötelezettségek betartása. A 2012-es európai szemeszter kiváló alkalom a megerősített fiskális felügyeleti mechanizmus szabályainak szigorú alkalmazására. Nem kevésbé fontosak az övezeti országok alkalmazkodási képességét és versenyképességét növelő strukturális reformok, valamint a növekedési kilátások javítása és a munkahelyteremtés felgyorsítása. Ezen a területen további erőfeszítésekre van szükség. A Kormányzótanács üdvözli a Bizottságnak a tagállamok makrogazdasági egyensúlyi helyzetéről szóló jelentését (Alert Mechanism Report), és arra számít, hogy a mélyreható országelemzések aktívan beépülnek az övezeti országokban zajló reformokba.

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

## GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK

### 1 AZ EUROÖVEZET ÉS A NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK

A pénzügyi piaci helyzet javulása mellett a gazdasági felmérések mutatói is megerősítik a gazdasági növekedés stabilizációjára utaló további jeleket. Míg a fejlett gazdaságokban a strukturális akadályok visszafogják a növekedést, a feltörekvő piacokon továbbra is dinamikus növekedés tapasztalható. A fejlett országokban az elmúlt hónapokban továbbra is viszonylag mérsékelt maradt az infláció. A feltörekvő gazdaságokban az utóbbi időben csökkentek az inflációs ráták, az inflációs nyomás ugyanakkor továbbra is fennmaradt.

### 2 MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

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

Az M3 éves növekedése 2012 januárjában a számottevő havi beáramlásnak köszönhetően jelentősen felgyorsult, ami bőven ellensúlyozta a 2011 decemberében megfigyelt erős visszaesést. A szélesebb értelemben vett pénz növekedési ütemének erősödése a gazdaság valamennyi fő összetevőjében és az összes ágazatban látható volt. 2012 januárjában jelentősen nőtt a magánszektorban nyújtott hitelek értékesítéssel és értékpapírosítással korrigált éves növekedési üteme, ami nem csak a biztosítók és a nyugdíjalapokat nem tartalmazó monetáris pénzügyi közvetítőknek (egyéb pénzügyi közvetítők, EPK-k) nyújtott hiteleknek tudható be, hanem a nem pénzügyi szektorban nyújtott hitelek mérsékelt beáramlásának is köszönhető. Ez a növekedés részben megfordította a 2011 decemberében tapasztalt csökkenő tendenciát. A pénzmennyiség-növekedés és a hitelkiáramlás alapüteme mindazonáltal továbbra is gyenge. Mindez arra utal, hogy a december 8-án elfogadott rendkívüli intézkedések – különösen a hároméves hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek – enyhítették az euroövezeti hitelintézetekre nehezedő finanszírozási nyomást, ami csökkentette a bankszektor szabályozatlan tőkeáttétel-csökkentésének kockázatát. Ugyanakkor ezeknek az intézkedéseknek még nincs kézzel fogható hatása a magánszektorban nyújtott hitelekre, hiszen egy ilyen hatás csak hosszabb távon érvényesül.

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

2011 harmadik negyedévében a nem pénzügyi szektorok pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme változatlan maradt, ami részben a lakossági jövedelmek növekedésének mérséklődésével és a történelmi mélypontra lévő megtakarítási rátával magyarázható. A biztosítótársaságok és nyugdíjpénztárak pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme szintén változatlan maradt, ami a háztartások biztosítástechnikai tartalékokba történő befektetéseinek szerény mértékével indokolható. A 2011 negyedik negyedévében tapasztalt fokozott pénzügyi piaci feszültségek valamennyi jelentősebb befektetésialap-típusnál további számottevő nettó visszavásárlásokhoz vezettek.

## 2.3 PÉNZPIACI KAMATLÁBAK

2011. december 7. és 2012. március 7. között túlnyomórészt csökkentek a pénzügyi kamatlábak. A csökkenés annak tudható be, hogy a rövid lejáratú kamatlábak jövőbeli alakulásával kapcsolatos várakozásokat lefelé módosították, valamint, hogy a Kormányzótanács 2011. december 8-i döntésében 25 bázisponttal csökkentette az EKB irányadó kamatait. A döntés az irányadó refinanszírozási művelet 2011. december 14-i kihelyezésével lépett hatályba. Az év eleje óta csökkent a pénzügyi kamatlábak volatilitása, és az EONIA alacsony szinten stabilizálódott, ami nagymértékű többletlikviditást tükröz.

## 2.4 KÖTVÉNYPIACOK

2011. november vége és 2012. március eleje között az euroövezeti AAA minősítésű hosszú lejáratú államkötvények hozama jelentősen esett, miközben az egyesült államokbeli államkötvények hozama csak csekély mértékben csökkent. Ebben az időszakban számos tényező befolyásolta az államkötvénypiacok alakulását. Az euroövezetben az államadósság-válság felszámolásának irányába tett pozitív gazdaságpolitikai lépések mellett visszaestek a kötvényhozamok. A vegyes gazdasági és politikai hírek, beleértve több euroövezeti állam leminősítését, látszólag nem befolyásolták jelentős mértékben a piaci hangulatot. Az Egyesült Államokban a pozitív piaci hangulat az összességében véve a vártnál jobb makrogazdasági adatoknak volt köszönhető. A vizsgált időszakban, különösen az euroövezetben, jelentősen mérséklődött a kötvénypiacok várható alakulásához kapcsolódó, implikált kötvénypiaci volatilitással mért bizonytalanság. A piaci mutatók arra engednek következtetni, hogy az inflációs várakozások továbbra is teljes mértékben az árstabilitással összhangban alakulnak.

## 2.5 RÉSZVÉNYPIACOK

2011. november vége és 2012. március eleje között mind az euroövezetben, mind pedig az Egyesült Államokban meredeken nőttek a részvényárak. A pozitív piaci hangulat a jelek szerint annak köszönhető, hogy az Egyesült Államokban összességében véve a vártnál jobb makrogazdasági adatok láttak napvilágot, valamint feléledt a remény az euroövezeti államadósság-válság tartós megoldásával kapcsolatban. A finanszírozási feltételek könnyítése, amely az eurorendszer hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteinek köszönhető, szintén elősegítette az euroövezet részvénypiaci folyamatainak alakulását, különösen ami a pénzügyi eszközök erőteljes teljesítményét illeti. Az implikált volatilitással mért részvénypiaci bizonytalanság a vizsgált időszakban a 2011 közepén tapasztalt szintre csökkent.

## 2.6 A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2011 októbere és 2012 januárja között csökkent az euroövezetbeli nem pénzügyi vállalatok finanszírozásának reálköltsége, ami a legtöbb alkategóriát – de elsősorban a hosszú lejáratú hitelkamatlábakat – érintő, átfogó csökkenésre vezethető vissza. Ami a finanszírozást illeti, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme 2011 negyedik negyedévében 1,1%-ra mérséklődött. A gyengülő hiteldinamika lényegében összhangban van az euroövezet továbbra is gyenge gazdasági feltételeivel. A hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok kibocsátása a nem pénzügyi vállalatok körében enyhén mértékben nőtt 2011 negyedik negyedévében.

## 2.7 A HÁZTARTÁSOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2011 negyedik negyedévében és 2012 januárjában az euroövezeti háztartások finanszírozási feltételeit a némileg visszaeső banki hitelkamatok jellemezték. Ugyanakkor a 2012. januári banki hitelezési felmérésben a bankok a háztartásoknak nyújtott hitelek feltételeinek újabb nettó szigorítását jelezték. Az MPI-k hitelértékesítéssel és értékpapírosítással kiigazított háztartási hitelkihelyezéseinek éves növekedési üteme 2011 decemberében 1,9%-ra csökkent, majd kissé növekedett, és 2012 januárjában elérte a 2,1%-

ot. A legfrissebb adatok tehát továbbra is a háztartási hitelfelvételek visszafogott alakulására utalnak. A háztartások kamatterhei és a bruttó rendelkezésre álló jövedelem lakossági adóssághoz mért aránya a becslések szerint nagyjából változatlan maradt 2011 negyedik negyedévében.

### 3 ÁRAK ÉS KÖLTSÉGEK

Az Eurostat előzetes becslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2012 februárjában 2,7% volt, vagyis a 2011. januári 2,6%-hoz képest enyhén növekedett. Ami a kilátásokat illeti, az infláció előreláthatólag 2% felett marad 2012-ben, ami elsősorban az energiaár-emelkedésnek, valamint a közelmúltban beharangozott közvetett-adó-emeléseknek tudható be. Az aktuális határidős nyersanyagárfolyamok alapján az éves infláció 2013-ban valószínűleg ismét 2% alá kerül. A távolabbi jövőben változatlanul korlátozott inflációs nyomással kell csak számolni, mérsékelt növekedési ráta és szilárdan rögzített hosszú távú inflációs várakozások mellett. Az EKB szakértőinek 2012. márciusi makrogazdasági előrejelzései szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2012-ben a 2,1% és 2,7% közötti tartományban, míg 2013-ban 0,9% és 2,3% között lesz. Az elkövetkező évekre prognosztizált HICP-inflációs rátákat övező kockázatok még mindig nagyjából kiegyensúlyozottnak mondhatók, ahol a rövid távú felfelé mutató kockázatok elsősorban a vártnál magasabb energiaárakból és közvetett adókból erednek. A konjunktúra vártnál gyengébb alakulása miatt azonban továbbra is számolni kell az alacsonyabb infláció irányába mutató kockázatokkal.

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

2011 negyedik negyedévében az euroövezetben 0,3%-kal csökkent a reál-GDP. A legfrissebb felmérési adatok szerint bizonyos jelek az euroövezeti konjunktúra stabilizálódására utalnak, jóllehet változatlanul alacsony növekedési ráta mellett. Az elkövetkező évben az euroövezet gazdaságának fokozatos fellendülése várható. A növekedési kilátásokat kedvezően befolyásolhatja a külföldi kereslet, az övezet rendkívül alacsony rövid lejáratú kamatszintje, valamint a pénzügyi rendszerének megfelelő működését elősegítő intézkedéscsomag. Az euroövezeti államkötvénypiacon továbbra is tapasztalható feszültségek, ezek hitelfeltételekre gyakorolt hatása, valamint a pénzügyi és egyéb szektorokban zajló mérlegkiigazítás azonban továbbra is visszafogja a növekedés alapütemét.

Hasonló értékelést tükröz az EKB szakértőinek 2012. márciusi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről, amikor a reál-GDP éves növekedését 2012-ben a -0,5% és 0,3% közötti, 2013-ban pedig a 0,0% és 2,2% közötti tartományba teszi. Az eurorendszer szakértőinek 2012. decemberi makrogazdasági prognózisával összehasonlítva a sávok némileg lefelé módosultak. A kilátásokat továbbra is lefelé mutató kockázatok övezik.

### 5 FISKÁLIS HELYZET

A legfrissebb államháztartási statisztikák az euroövezet államháztartási hiányának további csökkenésére és az államadósság lassabb mértékű felhalmozódására engednek következtetni. Már tapasztalhatók az első jelei annak, hogy a fiskális konszolidáció terén elért eredmények és az EU fiskális és gazdasági keretrendszerének megerősítését célzó intézkedések hozzájárultak a kiszolgáltatottabb helyzetben lévő euroövezeti országok államadósság-piaci feszültségeinek csökkenéséhez. A pénzügyi piacon uralkodó hangulat azonban továbbra is instabil. Elengedhetetlen, hogy az euroövezet kormányai folytassák a fiskális konszolidációs stratégia végrehajtását, és eleget tegyenek a Stabilitási és növekedési paktumban vállalt valamennyi kötelezettségüknek. A 2012-es európai szemeszter kiváló alkalom a megerősített fiskális felügyeleti mechanizmus szabályainak szigorú alkalmazására.

## AZ EKB SZAKÉRTŐINEK MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL

A 2012. február 23-ig rendelkezésre álló információk alapján az EKB szakértői elkészítették az euroövezet makrogazdasági folyamatainak prognózisát.<sup>1</sup> Az átlagos éves reál-GDP-növekedés 2012-ben -0,5% és 0,3% között, 2013-ban pedig 0,0% és 2,2% között prognosztizálható. Az infláció értéke 2012-ben 2,1% és 2,7%, 2013-ban pedig 0,9% és 2,3% 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. február 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 hozamok alapján történik. A módszertan alapján a rövid lejáratú átlagos kamatszint 0,9%, mind 2012-ben, mind 2013-ban. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2012-ben átlagosan 4,6%-ot, 2013-ban pedig 5,0%-ot mutatnak. Az euroövezeti nem pénzügyi magánszektorban nyújtott rövid és hosszú lejáratú hitelek kamatai – amelyek egyfelől határidős piaci hozamok pályáját követik, másfelől a piaci hozamoknak a hitelkamatokba való fokozatos átgyűrűzéséről tanúskodnak – várhatóan mérséklődnek az elkövetkező negyedévekben: a hosszú lejáratú hitelek kamatai 2012 közepén, a rövid lejáratúakéi pedig az év végén érik el mélypontjukat. Az euroövezet egészének hitelkínálati feltételei várhatóan továbbra is összességében viszonylag szigorúak maradnak, annak ellenére, hogy az eurorendszer monetáris politikai intézkedései támogatólag hatnak rájuk.

A nyersanyagárakra vonatkozó, az adatgyűjtés zárónapja előtti kéthetes periódus határidős tőzsdei árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent-nyersolajár 2012-ben 115,1 USA-dollár, 2013-ban pedig 110,2 USA-dollár lesz. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú ára<sup>2</sup> 2012-ben 3,1%-kal csökken, 2013-ban pedig 3,8%-os ütemben emelkedik. A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az adatgyűjtés zárónapját (2012. február 16.) megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak az előrejelzési időszakban. Mindebből 2012-ben 1,31 USD/EUR, 2013-ban pedig 1,32 USD/EUR árfolyam következik. Az euro effektív árfolyama a feltevés szerint 2012-ben 4,0%-kal leértékelődik, 2013-ban pedig változatlan marad. A fiskális politikai feltevések az euroövezet egyes országainak 2012. február 22-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.

<sup>1</sup> 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 weboldalon.

<sup>2</sup> Az olaj- és élelmiszerárakra vonatkozó feltevések kiszámítása az előrejelzési horizont végéig érvényes tőzsdei határidős (futures) árakon alapul. Egyéb nyersanyagok esetében a feltevés az, hogy az árak 2013 első negyedévéig a határidős tőzsdei árakat követik, majd a világgazdasági konjunktúra szerint alakulnak.

## A nemzetközi környezetre vonatkozó feltevések

A világ reál-GDP-je a becslések szerint 2011-ben 4,1%-kal növekedett, 2012-ben, illetve 2013-ban pedig a prognózis szerint 3,8%-kal, illetve 4,3%-kal bővül majd. A világgazdasági növekedés 2011 második felében tapasztalt lassulása elsősorban a reáljövedelmek visszaesésével, valamint a fokozott bizonytalansággal és kockázatkerüléssel állt összefüggésben, amely globális pénzügyi piaci feszültségeket eredményezett. A legfrissebb – elsősorban amerikai – adatok viszont arra utalnak, hogy az év végén némileg stabilizálódott a konjunktúra: így az üzleti és fogyasztói bizalmat mérő mutatókban a stabilizáció előzetes jelei mutatkoznak, a pénzügyi piaci feltételek pedig némileg enyhülni látszanak. A középtávú növekedési kilátások azonban – különösen a fejlett gazdaságokban – változatlanul visszafogottak, mivel a mérlegek továbbra is rendbetételre várnak, ami pedig akadályozza a növekedést. Ezzel kapcsolatban megemlítendő, hogy noha a magánszféra eladósodottságának korrekciója jó úton halad, a lakosság továbbra is komoly adósságállománnyal rendelkezik több fejlett gazdaságban. Ehhez járul, hogy az állami szférában zajló kiadáscsökkentés, amelynek célja a költségvetési egyenlegek fenntartható pályára terelése, több fejlett gazdaság belföldi keresletét is visszafogja. A feltörekvő gazdaságok ezzel szemben továbbra is ennél jóval gyorsabb ütemben növekednek az előrejelzési horizonton. Növekedési rátájukban azonban némi visszaesés prognosztizálható, ami várhatóan enyhíti a csoport egyes tagjainál (pl. Kína) korábban jelentkező túlfűtöttségi nyomást. A prognózis szerint a feltörekvő ázsiai régióban összességében változatlanul a „puha földet érés” forgatókönyve valószínűsíthető, miközben a kelet-közép-európai országokban ennél alacsonyabb növekedési rátára lehet számítani. A globális konjunktúra fellendülése nyomán az euroövezet külső keresletének növekedési üteme 2012-ben várhatóan 4,3%, 2013-ban pedig 6,5% lesz.

## Reál-GDP-növekedési prognózis

Az euroövezet reál-GDP-növekedésének lendülete alábbhagyott 2011 során, olyannyira, hogy a negyedik negyedévben negatív növekedési ütemet regisztráltak. A konjunktúra lassulásának háttérben többek között a világgazdasági növekedés lelassulása, a nyersanyagárak magas szintje, az euroövezeti adósságválság üzleti és fogyasztói bizalomra gyakorolt kedvezőtlen hatása, a hitelkínálati feltételek romlása, valamint egyes euroövezeti országok fiskális politikájának további szigorodása állt. Ezek a tényezők várhatóan 2012 első felében is éreztetik hatásukat, jóllehet egyre jobban ellensúlyozza őket a belföldi kereslet erősödése, az effektív árfolyam gyengülése, valamint a hagyományos és a rendkívüli monetáris politikai intézkedések hatása. Ami a kilátásokat illeti, feltéve, hogy a pénzügyi válság nem kezd ismét mélyülni, a reál-GDP némileg emelkedni fog 2012 második felében, majd kissé tovább javul 2013-ban, ami a belföldi kereslet fokozatos magára találását, valamint a nettó exportnak a külföldi kereslet élénküléséből és a gyenge árfolyamból adódó kedvező hatását tükrözi. A belföldi kereslet fellendülését alátámasztja az energia és az élelmiszerek áremelkedésének lassulása – ami kedvezően hat a rendelkezésre álló jövedelemre –, valamint a rendkívül alacsony rövid lejáratú kamatláb és a pénzügyi rendszer működését támogató intézkedések kedvező hatása. A fellendülés azonban várhatóan visszafogott lesz, mivel folytatódik a fiskális konszolidáció, a hitelkínálat kedvezőtlen feltételei várhatóan csak fokozatosan enyhülnek, továbbá több olyan szektor van, amelyben még nem zárult le a mérlegkorrekció. Az előrejelzési időszak végére a reál-GDP növekedési üteme meghaladja a potenciális növekedési rátát, aminek révén csökkenni fog a negatív kibocsátási rés. A fellendülés üteme mindent egybevéve lassúnak ígérkezik. A reál-GDP éves szinten 2012-ben várhatóan -0,5% és 0,3% közötti, 2013-ban pedig 0,0% és 2,2% közötti ütemben bővül.

A kereslet összetevőit kicsit részletesebben megvizsgálva megállapítható, hogy 2012-ben az euroövezeten kívüli export növekedési ütemének élénkülésére, 2013-ban pedig e lendület fokozódására lehet számítani, ami elsősorban az euroövezet külföldi keresletének alakulását, valamint az euro alacsonyabb effektív árfolyamából adódó versenyképesség-javulást tükrözi. A prognózis szerint rövid távon visszaesnek, majd 2013-ban fokozatosan magukra találnak a vállalati beruházások, aminek háttérben a fokozódó

exportnövekedés, az élénkülő belföldi kereslet, az alacsony kamatlábak és a viszonylag tartós nyereségesség áll. A lakáscélú ingatlanberuházások 2012-ben változatlanul rendkívül gyengén alakulnak, 2013-ra pedig fokozatos növekedésükre lehet számítani. Noha egyes országok növekedését továbbra is visszafogja az ingatlanpiacon zajló alkalmazkodás, más országokban a jelek szerint javult az ingatlanbefektetések vonzereje egyéb befektetési formákhoz képest, ami az alternatív befektetések magasabb érzékelt kockázatosságának tudható be. A feltevés szerint 2012-ben visszaesnek, 2013-ban pedig stabilizálódnak az állami beruházások, ami jól látható az övezet több tagországában már bejelentett fiskális konszolidációs csomagokból.

A magánfogyasztás a becslések szerint visszaesett 2011 negyedik negyedévében. A prognózis szerint meglehetősen visszafogottan alakul 2012-ben, majd a későbbiekben fokozatosan magára talál. A prognózis szerint a rendelkezésre álló nomináljövedelmet kezdetben visszafogja a foglalkoztatás csökkenése, majd annak mérsékelt ütemű emelkedése. Ráadásul mind a munka-, mind a transzferjövedelmek körében korlátozott ütemű emelkedés valószínűsíthető, részben a több országban végrehajtott fiskális szigorítás eredményeként. Kedvezően befolyásolja ugyanakkor a rendelkezésre álló reáljövedelem alakulását, hogy várhatóan enyhül a múltbeli nyersanyagár-emelkedések kedvezőtlen hatása. A megtakarítási ráta némileg csökken az előrejelzési időszakban. Ennek hátterében az a várakozás áll, hogy annak ellenére, hogy a megtakarításokat emeli a visszafogott környezet, a reáljövedelmek kedvezőtlen alakulására válaszul a fogyasztás simításával is számolni kell, ami mind 2012-ben, mind 2013-ban visszafogja a megtakarításokat. Az alacsony kamatláb szintén a megtakarítási ráta csökkenésének irányába hat. A prognózis szerint a kormányzati fogyasztás reálértéken továbbra is csak visszafogottan emelkedik az előrejelzési horizonton, ami a több euroövezeti tagországban bejelentett fiskális konszolidációs csomagok hatását tükrözi.

Az euroövezeten kívüli import növekedése várhatóan fokozatosan lendületet vesz az előrejelzési horizonton. Ez az importkategória a prognózis szerint gyorsabban növekszik majd, mint az összkereslet, ami nagyjából összhangban van a múltbeli folyamatokkal. A nettó export – az export némileg gyorsabb növekedése révén – az előrejelzési időszak során várhatóan pozitív lesz, jóllehet egyre csökkenő arányban járul hozzá a reál-GDP növekedéséhez.

#### A táblázat Az euroövezet makrogazdasági prognózisa

(átlagos éves változás, százalék)<sup>1), 2)</sup>

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

<sup>1)</sup> 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.

<sup>2)</sup> Az euroövezeti adatokba Észtország is beleértendő. Az euroövezeti országokra vonatkozó 2011. évi átlagos százalékos HICP-változások az övezet 2010-es összetételén alapulnak, tehát Észtország adatait is tartalmazzák.

## Ár- és költségprognózis

Az Eurostat előzetes becslése szerint a teljes HICP-infláció 2012. februárjában 2,7%, 2011 egészének átlagában pedig szintén 2,7% volt. Az elkövetkező negyedévekben a ráta csökkenése valószínűsíthető. A teljes HICP átlagos növekedési üteme 2012-ben 2,1% és 2,7%, 2013-ban pedig 0,9% és 2,3% között várható. A mérséklődés jórészt az energiaárak csökkenő hozzájárulásának tudható be, mivel a feltevés szerint a nyersolaj ára a múltbeli emelkedések hatásának lecsengésével fokozatosan csökken az előrejelzési horizonton. A HICP-infláció élelmiszerár-komponensének növekedési üteme szintén mérsékelt lesz 2012-ben és 2013-ban, ami azt a feltevést tükrözi, hogy az élelmiszer-alapanyagok árai stabilan alakulnak az elkövetkező negyedévekben. Az élelmiszerek és az energia árát nem tartalmazó HICP-infláció a prognózis szerint nagyjából stabil marad az előrejelzési horizonton. Noha a belföldi kereslet lassú növekedéséből és a munkaerőköltségek visszafogottságából adódó belföldi inflációs nyomás várhatóan gyenge lesz, mindezt többé-kevésbé ellensúlyozza a közvetett adók és a szabályozott árak beharangozott emelkedésének felfelé irányuló hatása.

Részletesebben: elsősorban az euro leértékelődése miatt némileg növekedett a külső árnymomás az elmúlt hónapokban, ami többek között euróban kifejezett nyersanyagárak emelkedését eredményezte. Mindez az elkövetkező negyedévekben várhatóan felfelé ható nyomást gyakorol az importdeflátorra. Ezeket a tényezőket azonban várhatóan ellensúlyozza, illetve felülírja a jórészt a nyersanyagárak 2011-es felfutásából adódó, lefelé ható bázishatás. Az importált infláció éves növekedési üteme így 2012 elején várhatóan csökken, 2013-ban pedig tovább mérséklődik. Ami a belföldi inflációs nyomást illeti, az egy főre jutó munkajövedelem emelkedésének üteme várhatóan lelassul 2012-ben, mivel a romló munkaerőpiaci feltételek lefelé ható nyomást fejtenek ki a bérekre. Ezt követően az egy főre jutó munkajövedelem éves növekedési üteme az előrejelzés szerint – a konjunktúra felfutása következtében – fokozatosan újra élénkülni kezd. A fajlagos munkaerőköltség előreláthatólag nagyjából stabil marad mind 2012-ben, mind 2013-ban. A profitrátának csak mérsékelt ütemű emelkedése valószínűsíthető 2012-ben, ami a visszafogott aggregált keresletet tükrözi, 2013-ban pedig némileg magasabb növekedési ütemmel lehet számolni, összhangban a konjunkturális kilátásokkal. A szabályozott árak és a közvetett adók emelkedése várhatóan jelentősen befolyásolja a HICP-infláció alakulását a teljes előrejelzési horizonton, ami a több euroövezeti országban zajló fiskális konszolidáció hatását tükrözi. Mind 2012-ben, mind 2013-ban a közvetett adók irányából komoly hatással lehet számolni.

## Összehasonlítás a 2011. decemberi prognózissal

Az eurorendszer szakértőinek a 2011. decemberi Havi jelentésben publikált makrogazdasági prognózisával összehasonlítva az övezet reál-GDP-növekedésének 2012-es és 2013-as előrejelzési sávjai kissé lejjebb tolódtak. A módosítás jórészt az alacsonyabb aggregált kereslet, a magasabb kőolajár, a további fiskális konszolidáció, valamint a kissé szigorúbb hitelkínálati feltételek eredőjeként jelentkezik, annak ellenére, hogy a rövid és hosszú lejáratú kamatlábak alacsonyak, a részvényárfolyamok pedig magasabbak. A HICP-inflációt illetően az előrejelzési sáv mind 2012, mind 2013 tekintetében kissé felfelé tolódott a 2011. decemberi prognózishoz képest, ami elsősorban az energiaárak emelkedését, az euro-árfolyam gyengülését, de részben az élelmiszerárak és a közvetett adók emelkedését is tükrözi.

## B táblázat Összevetés a 2011. decemberi prognózissal

(átlagos éves változás, százalék)

	2012	2013
Reál-GDP – 2011. december	-0,4–1,0	0,3–2,3
Reál-GDP – 2012. március	-0,5–0,3	0,0–2,2
HICP – 2011. december	1,5–2,5	0,8–2,2
HICP – 2012. március	2,1–2,7	0,9–2,3

### 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.

A más szervezetektől és intézményektől jelenleg rendelkezésre álló előrejelzések szerint az euroövezeti reál-GDP növekedése 2012-ben várhatóan -0,5% és 0,2% közé, 2013-ban pedig 0,8% és 1,4% közé esik. Ezek a számok az EKB szakértői által megadott sávokon belülre esnek. Ami az inflációt illeti, a rendelkezésre álló előrejelzések az éves átlagos HICP-inflációt 2012-ben 1,5% és 2,1% közötti sávba prognosztizálják, ami megegyezik az EKB szakértői által becsült alacsonyabb sávszélességgel, illetve ez alatt helyezkedik el. A 2013-ra becsült sáv 1,2% és 1,7% között lesz, ami az EKB-szakértők prognózisán belülre 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	2011. november	0,2	1,4	1,6	1,2
Európai Bizottság	2012. február/ 2011. november	-0,3	1,3	2,1	1,6
IMF	2012. január/ 2011. szeptember	-0,5	0,8	1,5	
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2012. február	-0,1	1,1	1,9	1,7
A Consensus Economics előrejelzései	2012. február	-0,3	0,9	2,0	1,7
Az EKB szakértőinek prognózisa	2012. március	-0,5–0,3	0,0–2,2	2,1–2,7	0,9–2,3

Forrás: a 2012-es szám adatokhoz az Európai Bizottság 2012. februári időközi előrejelzése; a 2013-as adatokhoz az Európai Bizottság 2011. őszi gazdasági előrejelzése; a reál-GDP-növekedési adatokhoz a Nemzetközi Valutaalap 2012. januári frissített világgazdasági előrejelzése, az inflációs adatokhoz az IMF 2011. szeptemberi világgazdasági előrejelzése; az OECD 2011. novemberi gazdasági előrejelzése; a Consensus Economics előrejelzései, valamint 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 szerinti kiigazított adatok szerepelnek-e benne vagy sem.

© Európai Központi Bank, 2012

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.