

BEVEZETÉS

Az EKB Kormányzótanácsa 2011. március 3-i ülésén a rendszeres közgazdasági és monetáris elemzés alapján változatlanul hagyta az EKB irányadó kamatait. A 2011. február 3-i ülés óta bejövő információk az infláció emelkedését jelzik, ami jórészt a magasabb nyersanyagáraknak tudható be. A közgazdasági elemzés szerint az árak alakulásával kapcsolatos kockázatok az emelkedés irányába mutatnak, miközben a pénzmennyiség továbbra is mérsékelt ütemben bővül. A legutóbbi időszak gazdasági adatai megerősítik, hogy az euroövezeti konjunktúra alapüteme továbbra is pozitív, bár a bizonytalanság fokozott maradt. A jelenleg erősen alkalmazkodó monetáris politikai irányvonal jelentős mértékben támogatja a konjunktúrát. Ugyanakkor nagyon fontos, hogy az infláció utóbbi időszakban tapasztalt emelkedése középtávon ne váljon általános inflációs nyomássá. Az árstabilitási kockázatok kordában tartása fokozott éberséget tesz indokolttá. A Kormányzótanács mindezek alapján változatlanul készen áll arra, hogy határozott és jól időzített lépésekkel megakadályozza a középtávú árstabilitási kockázatok realizálódását. Továbbra is alapvető fontosságú az inflációs várakozások szilárd rögzítése.

A Kormányzótanács arról is döntött, hogy ameddig csak szükséges, de legalább 2011 hatodik tartalékperiódusának végéig (2011. július 12.) folytatja mind az irányadó, mind a speciális lejáratú refinanszírozást egy tartalékolási időszaknak megfelelő futamidővel, rögzített kamatú, teljes allokációs tendereljárás keretében. Ezenkívül arról is döntés született, hogy 2011. április 27-én, május 25-én és június 29-én három hónapos, hosszabb lejáratú refinanszírozást végez rögzített kamatú, teljes allokációs tenderek formájában. Ezek kamatait az illető hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet időtartama alatt érvényes irányadó refinanszírozási művelet átlagos kamatán rögzítik.

A korábban bejelentettek szerint a likviditásnyújtás és -allokálás formái a körülmények függvényében módosulnak, lévén, hogy az akut pénzügyi piaci feszültség idején hozott rendkívüli intézkedések eleve átmeneti jellegűek. Ennek megfelelően a Kormányzótanács az elkövetkezőkben is rendkívül gondosan fogja figyelemmel kísérni a fejleményeket.

A közgazdasági elemzés szerint miután az euroövezet reál-GDP-je mind 2010 harmadik, mind negyedik negyedévében 0,3%-kal növekedett az előző negyedévhez képest, a legfrissebb statisztikai adatok és felmérési eredmények továbbra is arra utalnak, hogy az euroövezeti konjunktúra pozitív alaptrendje 2011 elején is fennmarad. Az elkövetkező időszakban a világgazdaságban érzékelhető fellendülés várhatóan továbbra is kedvezően hat az euroövezet kivitelére. Ugyanakkor, figyelembe véve a viszonylag erős üzleti bizalmi szintet az övezetben, a magánszféra belföldi kereslete, amelyet az erősen alkalmazkodó monetáris politikai irányvonal és a pénzügyi rendszer működésének

javítását célzó intézkedések is támogatnak, várhatóan egyre nagyobb mértékben erősíti a növekedést. A konjunkturális fellendülést azonban vélhetően valamelyest visszafogja majd a különböző ágazatokban zajló mérlegkiigazítás.

Hasonló értékelést tükröz az EKB szakértőinek az euroövezetről szóló, 2011. márciusi makrogazdasági prognózisa, amely a reál-GDP éves növekedését 2011-ben a 1,3% és 2,1% közötti, 2012-ben pedig a 0,8% és 2,8% közötti tartományba teszi. Az eurorendszer szakértőinek 2010. decemberi makrogazdasági prognózisával összevetve az alsó sávszéleket felfelé módosították, ami a világgazdaság – és ebből következően az euroövezeti kivitel – és a belföldi kereslet javuló kilátásait tükrözi. Az eurorendszer szakértőinek 2011. márciusi makrogazdasági prognózisa nagyrészt összhangban áll a nemzetközi intézmények előrejelzéseivel.

A Kormányzótanács megítélése szerint a nagyon bizonytalan világgazdasági környezetben a jelzett pályát övező kockázatok összességükben egyensúlyban vannak. Egyfelől a vártnál gyorsabban növekedhet a világkereskedelem, ami támogatja az euroövezeti kivitelt; a belföldi konjunktúra pedig az erős üzleti bizalomnak köszönhetően a vártnál jobban élénkülhet. Másfelől azonban lefelé ható kockázatot jelentenek az egyes pénzügyi piaci szegmensekben folyamatosan ható feszültségek, illetve ezeknek az euroövezet reálgazdaságába való átgűrűzése. Szintén a lassabb növekedés irányába mutathat, hogy különösen a kiújult geopolitikai feszültségek kapcsán tovább emelkedhetnek a nyersanyagárak, protekcionista nyomás léphet fel, és előfordulhat, hogy a globális egyensúlyhiányok korrekciója szabálytalanul megy végbe.

Ami az áralakulást illeti, az Eurostat gyorsbecslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációjának üteme 2011 februárjában a januári 2,3% után 2,4% volt. Az infláció 2011 eleji növekedése nagyrészt a magasabb nyersanyagáraknak tudható be, de emellett a termelési folyamat kezdeti szakaszaiban az energia- és élelmiszerárak megugrása is inflációs nyomást gerjeszt. Kiemelten fontos, hogy a HICP-infláció emelkedésének ne legyen áttételes hatása, és hogy középtávon ne alakuljon ki széles körben inflációs nyomás. A közép- és hosszú távú inflációs várakozások továbbra is szilárdan rögzültek, összhangban azzal a kormányzótanácsi céllal, hogy az inflációs rátákat középtávon 2% alatt, de annak közelében kell tartani.

Az EKB szakértőinek 2011. márciusi makrogazdasági előrejelzései szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2011-ben a 2,0% és 2,6% közötti tartományban, míg 2012-ben 1,0% és 2,4% között lesz. Az eurorendszeri szakértők 2010. decemberi makrogazdasági prognózisával összehasonlítva a HICP-inflációra adott sávokat felfelé módosították, ami mögött elsősorban a jelentős energia- és élelmiszerár-emelés áll. Hangsúlyozandó, hogy a

prognózis a 2011. február közepi tőzsdei határidős nyersanyagárakon alapul, tehát nem számol a legfrissebb olajár-emelkedéssel. Azt is fontos hangsúlyozni, hogy a prognózis feltevése között szerepel az övezetben megfigyelhető visszafogott bérezési és árazási magatartás változatlansága is.

Középtávon az árak alakulására vonatkozó kilátások a magasabb infláció irányába mutató kockázatot jeleznek; elsősorban az energiaárak és a nem energiajellegű nyersanyagok árainak a vártnál erősebb emelkedése által. Az elkövetkező évek fiskális konszolidációs kényszere miatt a közvetett adók és a szabályozott árak is a feltevésnél nagyobb mértékben emelkedhetnek. Végül további kockázati forrás, hogy az élénkülő konjunktúrával párhuzamosan jelentkező belföldi ároldali nyomás a vártnál erősebb lehet. Lényeges, hogy a bérek és árak kialakítóinak magatartása ne váltson ki olyan széleskörű áttételes hatásokat, amelyek a magasabb nyersanyagárakból származnak.

A monetáris elemzés alapján az M3 éves növekedése a 2010. decemberi 1,7%-ról 2011. januárban 1,5%-ra csökkent, miközben a magánszektorban nyújtott hitelek éves növekedési üteme a decemberi 1,9%-ról januárban 2,4%-ra emelkedett. Ha eltekintünk az egyes hónapokon belüli mozgásoktól és a különleges tényezők hatásától, a széles értelemben vett pénzmennyiség és a hitelállomány növekedése összhangban van azzal a helyzetértékeléssel, hogy a pénzmennyiség még mindig mérsékelt ütemben bővül, és hogy az inflációs nyomás közép- és hosszabb távon várhatóan korlátozott marad. Az alacsony pénzmennyiség- és hitelnövekedés miatt ugyanakkor ez idáig csak részben használandó el az a nagy mennyiségű likvid forrás, amely a pénzügyi feszültségek időszaka előtt a gazdaságban felhalmozódott. Ezek a likvid források helyet adhatnak a nyersanyagpiacokon megfigyelhető ároldali nyomásnak, amely az erős gazdasági növekedés és a világgazdasági szinten bőséges likviditás következménye.

Az M3 elemei közül az M1 éves növekedése tovább lassult, 2011 januárjára 3,2%-ra, ami az egynapos betétállomány alacsony kamatozásának tudható be. Ezzel párhuzamosan a hozamgörbe az év elején ismét valamivel meredekebbé vált, ami arra utal, hogy az M3-ban szereplő rövid lejáratú instrumentumok az M3-on kívüli hosszabb lejáratú, magasabb hozamot nyújtó eszközökhöz képest tovább veszítettek vonzerejükből.

Az M3 ellenpárjait vizsgálva megállapítható, hogy januárban a magánszektorban nyújtott banki hitelezés nagyobb éves növekedési üteme a háztartások és a nem pénzügyi szektor hitelfelvételének egyaránt betudható. A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek növekedési üteme pozitív, azaz a decemberi -0,2% után januárban már 0,4% volt, miközben a háztartások hitelfelvételének növekedése a decemberi 2,9%-ról tovább erősödött 3,1%-ra. A magánszektor nem pénzügyi szegmensének hitelfelvétele tehát az

elmúlt negyedévekben az élénkülő gazdasági fellendüléssel párhuzamosan fokozatosan erősödött.

A legfrissebb adatok is megerősítik, hogy a bankok tovább bővítik az euroövezeti gazdaságnak nyújtott hitelkínálatukat, miközben a teljes mérleg nagyság nagyjából változatlan marad. Fontos, hogy a kereslet erősödésével párhuzamosan a bankok tovább bővítsék hitelezési tevékenységüket a magánszektor felé. Éppen ezért alapvető érdekük, hogy jövedelmüket visszaforgassák, tőkebázisukat a piacról tovább erősítsék, vagy maradéktalanul éljenek azokkal a lehetőségekkel, amelyeket az újratőkésítést célzó kormányzati intézkedések nyújtanak számukra. Különösen a jelenleg korlátozott piaci finanszírozási lehetőséggel bíró bankoknak kell sürgősen tőkét emelniük, és hatékonyabbá válniuk.

Összefoglalva, a Kormányzótanács változatlanul hagyta az EKB irányadó kamatait. A 2011. február 3-i ülés óta kapott információk az infláció emelkedésére utalnak, ami jórészt a magasabb nyersanyagáraknak tudható be. A közgazdasági elemzés szerint az árak alakulásával kapcsolatos kockázatok a magasabb irányba mutatnak, miközben a monetáris elemzésből származó adatok alapján a pénzmennyiség továbbra is csak mérsékelt ütemben bővül. A legutóbbi időszak gazdasági adatai megerősítik, hogy az euroövezeti konjunktúra alapüteme továbbra is pozitív, bár a bizonytalanság fokozott maradt. Az aktuálisan erősen alkalmazkodó monetáris politikai irányvonal jelentős mértékben támogatja a konjunktúrát. Alapvető, hogy az infláció utóbbi időben tapasztalt emelkedése ne alakuljon át középtávon általános inflációs nyomássá. Az árstabilitási kockázatok kordában tartása fokozott éberséget indokol. A Kormányzótanács mindezek alapján változatlanul készen áll arra, hogy határozott és jól időzített lépésekkel akadályozza meg a középtávú árstabilitási kockázatok realizálódását. Alapvető fontosságú az inflációs várakozások szilárd rögzítése.

Fiskális politikai téren a kormányzatoknak 2011 folyamán hiánytalanul végig kell vinniük a fiskális konszolidációs programokat. Ahol szükséges, további gyors korrekciós intézkedéseket kell végrehajtani a fenntartható fiskális pozíció megteremtése érdekében. Az egyes országoknak többéves kiigazítási program keretében ambiciózus, konkrét intézkedéseket kell meghatározniuk 2011 utánra, hogy elősegítsék a túlzott hiány korrekcióját, és megteremtsék az egyensúly közeli vagy szufficites pozíció visszaállítását célzó konszolidációs célkitűzések hitelességét. Kulcsfontosságú, hogy megerősödjön az állami finanszírozás fenntarthatóságába vetett bizalom, mivel ezáltal leszorítható a kockázati kamatfelár, és javíthatók a fenntartható szilárd növekedés feltételei.

Ugyanakkor döntő fontosságú, hogy az euroövezetben olyan nagyszabású, átfogó strukturális reformok menjenek végbe, amelyekkel fokozható a növekedési potenciál, a

versenyképesség és a rugalmasság. A termékpiacok tekintetében különösen a versenyt és innovációt erősítő irányelveknek kell nagyobb hangsúlyt kapniuk. A munkaerőpiacon az a fő feladat, hogy fokozzák a bérek rugalmasságát, tökéletesítsék az ösztönzőrendszert, és lazítsák a piac merevségét.

Az euroövezetet sújtó államadósság-válság miatt fokozott az igény az övezeti gazdaságirányítási rendszer átfogó reformjára. A Kormányzótanács megítélése szerint az Európai Bizottság által előterjesztett törvényjavaslatok elősegíthetik az övezet gazdasági és költségvetési felügyeletének megszilárdítását, ugyanakkor nem jelentenek az euroövezeti felügyelet terén olyan minőségi ugrást, amelyet a gazdasági és monetáris unió zavartalan működése megkívánna. Mint ahogy a javaslatokról 2011. február 17-én kiadott EKB-véleményben is áll, szigorúbb követelményekre, magasabb fokon automatizált eljárásokra és a legnagyobb versenyképesség-vesztéséget elszenvedő, legsérülékenyebb országok középpontba állítására lenne szükség ahhoz, hogy az új feltételrendszer hosszú távon is eredményesnek bizonyuljon.

A Havi jelentés mostani számában szereplő cikk az euroövezeti gazdaságirányítási reform nélkülözhetetlen elemeit mutatja be.

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

GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK

1 AZ EUROÖVEZET ÉS A NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK

A világgazdaság élénkülése 2010 vége óta egyre inkább önfenntartóvá vált, még ha a növekedési pályák országonként és térségenként eltérő képet is mutatnak. Ugyanakkor erősödik a globális inflációs nyomás, ami elsősorban a kőolaj és az egyéb nyersanyagok drágulásának tudható be. A fejlett gazdaságokban az infláció 2010 második fele és 2011 eleje óta fokozatosan nő, de mindeddig mérsékelt maradt. A dinamikus fejlődő, energiaigényes feltörekvő gazdaságokban jelentősen növekedett az infláció, sőt néhány országban túlfűtöttségi nyomás is jelentkezett.

2 MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

2.1 A PÉNZMENNYISÉG ÉS A MONETÁRIS PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK KIHELYEZÉSEI

Az elmúlt hónapokban megfigyelhető különleges tényezők hatásától eltekintve a monetáris adatok 2011 januárjáig továbbra is azt mutatták, hogy az M3 és a magánszektorban nyújtott MPI-hitelek éves növekedési üteme fokozatosan gyorsul. Ez a gyorsulás jelenleg alacsony növekedés mellett megy végbe, és nem változtat azon a helyzetértékelésen, miszerint a monetáris expanzió alapüteme, valamint a közép- és hosszú távú inflációs nyomás egyaránt mérsékelt. A magánszektorban nyújtott kölcsönök szektoronkénti alakulása azt jelzi, hogy a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek állománya fokozatosan konszolidálódik, és 2009 harmadik negyedéve után 2011 januárjában mutatott először pozitív éves növekedést. A háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedése összességében pozitív ütemű maradt.

2.2 A NEM PÉNZÜGYI SZEKTOROK ÉS AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSEI

A nem pénzügyi szektorok összes pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme valamelyest emelkedett, 2010 harmadik negyedévében 2,8%-ot tett ki, ami kiváltképp annak tudható be, hogy a nem pénzügyi vállalatok pénzügyi befektetéseik erőteljesebben nőttek. A befektetési alapok jegyeibe történő éves beáramlás a negyedik negyedévben tovább csökkent. A biztosítótársaságok és a nyugdíjalapok pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme a harmadik negyedévben fokozódott.

2.3 PÉNZPIACI KAMATLÁBAK

2010 decembere és 2011 márciusa között nőttek a pénzügyi kamatlábak, miközben volatilitásuk magas maradt. Ez részben azt tükrözi, hogy a pénzügyi piac hosszabb lejáratú szegmenseiben erősödtek a kamatlábelmelésre vonatkozó várakozások. Ami az egynapos lejáratot illeti, az EONIA is változókéony maradt, ami a pénzügyi piac további erősödését és az egyre kiegyensúlyozottabb likviditási feltételeket tükrözte.

2.4 KÖTVÉNYPIACOK

2010. november és 2011. március 2. között az AAA minősítésű hosszú lejáratú euroövezeti és amerikai államkötvények hozamai mintegy 40, illetve 70 bázisponttal emelkedtek. A hozamok növekedése elsősorban az euroövezet és az Egyesült Államok pozitív konjunktúráját tükrözte. Ezt csak részben csorbította az, hogy az Észak-Afrikában és a Közel-Keleten februártól kibontakozó politikai feszültség közepette biztonságba menekített befektetések lefelé irányuló nyomást gyakoroltak a hozamokra. Az implikált kötvénypiaci volatilitás az Atlanti-óceán mindkét partján viszonylag erőteljes maradt. A pénzügyi piacok hosszabb távú inflációs várakozásai alig emelkedtek, és továbbra is azt jelzik, hogy a várakozások szilárdan rögzültek. Az euroövezeten belüli államkötvényhozam-különbségek Portugália kivételével az övezet valamennyi országában mérséklődtek, mégpedig csekély mértékben. A nem pénzügyi és pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvények hozamkülönbségei kis mértékben csökkentek az összes minősítési kategóriában.

2.5 RÉSZVÉNYPIACOK

Az euroövezeti és egyesült államokbeli széles bázisú részvényárindexek általában növekedtek a közzétett pozitív gazdasági és nyereségadatok, valamint az elmúlt három hónapban észlelhető, némileg magasabb kockázatvállalási hajlandóság hatására. Februárban az észak-afrikai és közel-keleti politikai feszültség valamelyest beárnyékolta ezeket a pozitív fejleményeket. Az euroövezeti kötvénypiacon a tárgyidőszak nagy részében csökkent a bizonytalanság; amikor azonban kiéleződtek a politikai feszültségek, ismét jóval bizonytalanabb lett a helyzet.

2.6 A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2010 negyedik negyedében emelkedett az euroövezeti nem pénzügyi vállalatok finanszírozásának reálköltsége, ami azt tükrözte, hogy a költségek minden alkategóriában, de különösen a piaci finanszírozás terén növekedtek. A közvetlenül a piacokról származó hitelek reálköltsége később is nőtt, a tőke reálköltsége azonban némileg visszaesett. Ami a finanszírozást illeti, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedése 2010 utolsó negyedében kevésbé erősen lassult, és 2011 januárjában – 2009 augusztusa óta először – ismét a pozitív tartományba került. Ez azt jelzi, hogy a hitelezési dinamika már 2010 korábbi szakaszában fordulóponthoz érkezett. A nem pénzügyi vállalatok hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjainak kibocsátása 2010 negyedik negyedében tovább mérséklődött, de intenzív maradt.

2.7 A HÁZTARTÁSI SEKTOR FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2010 negyedik negyedében a háztartások finanszírozási feltételeit többé-kevésbé stabil banki hitelkamatok jellemezték, ám 2011 januárjában a kamatok némileg emelkedtek. A háztartásoknak nyújtott fogyasztási és lakásvásárlási hitelek engedélyezési követelményei az év vége felé valamelyest szigorodtak. A háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek éves növekedési üteme 2011 januárjában meghaladta a 2010. utolsó negyedévi ütemet, de összességében a háztartásoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme a kiegyensúlyozódás jeleit mutatta. A negyedik negyedévben a háztartások adósságának a jövedelemhez viszonyított aránya becslések szerint csak csekély mértékben nőtt, a kamatfizetési terheik pedig nagyjából stabilizálódtak.

3 ÁRAK ÉS KÖLTSÉGEK

Az Eurostat előzetes becslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2011 februárjában 2,4% volt, szemben a 2011. januári 2,3%-kal. Az infláció 2011 eleji növekedése nagyrészt a megemelkedett nyersanyagárak alakulását tükrözi. A közép- és hosszú távú inflációs várakozások továbbra is szilárdan

rögzítve vannak, összhangban a Kormányzótanács céljával, hogy az inflációs rátákat középtávon 2% alatt, de ahhoz közel kell tartani. Az EKB szakértőinek 2011. márciusi makrogazdasági előrejelzései szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2011-ben a 2,0% és 2,6% közötti tartományban, míg 2012-ben 1,0% és 2,4% között lesz. A középtávú áralakulási kilátásokat övező kockázatok felfelé mutatnak.

4 A KIBOCSÁTÁS, A KERESLET ÉS A MUNKAERŐPIAC ALAKULÁSA

Az euroövezeti konjunktúra 2009 közepe óta erősödik; 2010 harmadik és negyedik negyedében a negyedévi növekedés egyaránt 0,3%-os volt. Ennek eredményeként a GDP 2010-ben összességében 1,7%-kal nőtt. A legfrissebb adatok és felmérési eredmények azt mutatják, hogy a konjunktúra pozitív alaptrendje 2011 elején is fennmaradt. Az elkövetkező időszakban a világgazdasági fellendülés feltehetőleg továbbra is kedvezően hat az euroövezet kivitelére. Ugyanakkor, figyelembe véve az euroövezeti üzleti bizalom viszonylag magas szintjét, a magánszféra belföldi kereslete, amelyet az alkalmazkodó monetáris politikai irányvonal és a pénzügyi rendszer működésének javítását célzó intézkedések egyaránt erősítenek, egyre inkább hozzájárul a növekedéshez. A különféle ágazatokban zajló mérlegkiigazítás azonban várhatóan némileg visszafogja a konjunkturális fellendülést.

Hasonló értékelést tükröz az EKB szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2011. márciusi makrogazdasági prognózisa, amely a reál-GDP éves növekedését 2011-ben a 1,3% és 2,1% közötti, 2012-ben pedig a 0,8% és 2,8% közötti tartományba teszi. Bár a világgazdasági környezet bizonytalan, a gazdasági kilátásokat övező kockázatok nagyjából egyensúlyban vannak.

5 FISKÁLIS HELYZET

A több más országra is áttérjedő görögországi államadóssági válság kirobbanása után egy évvel az euroövezet államháztartása nagyjából konszolidálódott, bár – a világ más térségeihez hasonlóan – a helyzet itt is ingatag maradt. Ebben a helyzetben létkérdés, hogy a kormányok elkötelezettek maradjanak a fiskális konszolidáció iránt, hiszen az állampapírpiacokon változatlanul feszült a helyzet. Éppen ezért alapvető követelmény, hogy az euroövezeti országok maradéktalanul végrehajtsák 2011-es fiskális konszolidációs terveiket. Ha a jelenlegi tervek nem megfelelőek, további gyors korrekciós intézkedéseket kell hozniuk és végrehajtaniuk. 2011 után az országoknak a stabilitási programjaikon belül nyugdíj- és egészségügyi reformot kell indítaniuk, valamint konkrét szakpolitikai lépéseket kell tenniük, amelyeknek lehetőleg strukturális kiadás-visszafogáson kell alapulniuk. Ez alátámasztja fiskális konszolidációs céljaik hitelességét, és lehetővé teszi, hogy gyorsan lefaragják túlzott hiányukat, megfelelőképpen csökkentsék adósságrátájukat, középtávon pedig visszatérjenek az egyensúlyhoz közeli állapothoz, netán többletet érjenek el.

AZ EKB SZAKÉRTŐINEK MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL

Az EKB szakértői a 2011. február 18-ig rendelkezésre álló információk alapján elkészítették az euroövezet makrogazdasági folyamatainak prognózisát.¹ Eszerint a reál-GDP éves átlagos növekedése 2011-ben 1,3% és 2,1%, 2012-ben pedig 0,8% és 2,8% között várható. Az infláció értéke 2011-re 2,0% és 2,6%, 2012-re 1,0% és 2,4% között valószínűsíthető.

A kamatokra, árfolyamokra, nyersanyagárakra és a fiskális politikára vonatkozó technikai feltevések

A kamatlábakra, az energiaárakra és az energián kívüli nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések a 2011. február 10-ig tartó időszakban megfigyelt piaci várakozásokon alapulnak.² A rövid lejáratú kamatokra vonatkozó feltevés tisztán technikai természetű. 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 1,5%, 2012-ben pedig 2,4%. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó technikai feltevéseket is a piaci várakozásokból számítjuk, és ezek alapján 2011-ben átlagosan 4,5%-os, 2012-ben pedig 4,9%-os nominális hozam várható.³ A finanszírozási helyzet tekintetében az alapprognózisban azzal a feltevéssel élünk, hogy az előrejelzési időszakban a rövid lejáratú kamatokhoz viszonyított banki hitelkamatfelárak valamelyest csökkennek. A hosszú lejáratú kamatokhoz viszonyított felárak a 2010 utolsó negyedévében tapasztalt szembeszökő csökkenést követően várhatóan fokozatosan emelkedni fognak, és az előrejelzési időszak végére visszaállnak a historikus átlaguknak megfelelő szintre. Az időszak során a hitelkínálati feltételek további normalizálódására számítunk, azonban valamelyest továbbra is lefelé irányuló nyomást fejtenek 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 101,3 USA-dollár, 2012-ben pedig 102,4 USA-dollár lesz. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollárban kifejezett ára feltevésünk szerint jelentős mértékben emelkedni fog: 2011-ben 27,5%-os, 2012-ben pedig 1,0%-os ütemben.

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az adatgyűjtés zárónapját megelőző két hétben uralkodó átlagos szinten maradnak az előrejelzési időszakban. Ez a teljes időszakot tekintve 1,37 USD/EUR árfolyamnak felel meg; az effektív euroárfolyam 2011-ben átlagosan 1,1%-kal leértékelődik, 2012-ben pedig 0,1%-kal erősödik.

A fiskális politikai feltevések az euroövezet egyes országainak 2011. február 11-én rendelkezésre álló költségvetési terveit veszik alapul. A feltevések figyelembe veszik a nemzeti parlamentek által már elfogadott összes fiskális politikai intézkedést, illetve a kormány 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. Utóbbit 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 sávossá 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) árakból számoltuk. A többi nyersanyag esetében feltesszük, hogy az árak 2012 első negyedévéig a határidős tőzsdei árakat követik, ezután pedig a világgazdasági konjunktúra szerint alakulnak.

³ A hosszú távú technikai kamatfeltevést az adatgyűjtés zárónapjáig számoljuk az egyes országok tízéves államkötvény-referenciahozamainak éves GDP-vel súlyozott átlagaként. Ezután az EKB euroövezeti hozamgörbéjéből számolt határidős kamatpálya alapján meghosszabbítjuk a teljes előrejelzési időszakra.

A nemzetközi környezetre vonatkozó feltevések

A világgazdaság növekedése az év vége körül újult lendületet mutatott, melyet elősegített az átfogóan javuló globális pénzügyi helyzet. A gazdasági konjunktúra rövid távú kilátásait az Egyesült Államok új költségvetési ösztönző intézkedései is alátámasztják. A konjunkturális helyzet mindazonáltal továbbra is országonként eltérő marad. A nagyobb fejlett gazdaságokban a középtávú növekedési kilátások változatlanul meglehetősen visszafogottak; különösen azokban a gazdaságokban, ahol továbbra is mérlegkorrekcióra van szükség. Ezenfelül a lakóingatlan-piac széles körben tapasztalható pangása és a kitartóan magas munkanélküliségi arány középtávon várhatóan borús kilátásokat jelent e gazdaságok lakossági fogyasztására. Ezzel szemben egyes feltörekvő piacgazdaságokban továbbra is erőteljes növekedés és növekvő inflációs nyomás valószínűsíthető. Az euroövezeten kívül a világ reál-GDP-je 2011-ben átlagosan 4,7%-kal, 2012-ben pedig 4,6%-kal nő. A világkereskedelem jelentős fellendülése nyomán az euroövezet külső keresletének növekedési üteme 2011-ben várhatóan 7,9%, 2012-ben pedig 7,6% lesz. Ezek az értékek némileg meghaladják a pénzügyi válság előtti tíz év átlagos növekedési ütemét.

Reál-GDP-növekedési prognózis

Az euroövezeti reál-GDP 2010 negyedik negyedében az azt megelőző negyedéssel azonos mértékben, 0,3%-kal bővült. Előretekintve, a prognózis szerint a gazdasági fellendülés tovább folytatódik, és az exportról mint fő hajtóerőről egyre inkább a belső keresletre helyeződik át a hangsúly. Az egyensúlyi állapotban a monetáris politikai lépések hatását, valamint a pénzügyi rendszer működésének normalizálására irányuló komoly erőfeszítéseket tükrözi. Az egyes szektorokban felmerülő mérlegkiigazítási igény, valamint a prognózisokban feltételezett középtávú fenntarthatóság iránti bizalom helyreállítását célzó fiskális kiigazítási erőfeszítések várhatóan befolyásolják az euroövezeti növekedés kilátásait. Éves viszonylatban kifejezve a reál-GDP növekedése a 2010-ben mért 1,7% után 2011-ben 1,3% és 2,1%, 2012-ben pedig 0,8% és 2,8% között várható. Mivel az éves potenciális növekedést is jóval alacsonyabbra várjuk, mint a válság előtt volt, az előrejelzési időszakban a kibocsátási rés szűkülésére számítunk.

A táblázat Az euroövezet makrogazdasági prognózisa

(átlagos éves változás, százalék) 1), 2)

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

1) A reál-GDP-re és elemeire vonatkozó prognózis munkanaphatással kiigazított adatokon alapul. 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 2010-től már Észtország adatait is tartalmazzák.

Ár- és költségprognózis

Az Eurostat előzetes becslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2011 februárjában 2,4% volt. A teljes HICP-infláció 2011 végéig várhatóan 2% fölött marad, ami nagyrészt az energia- és az élelmiszerárak markáns növekedésének tudható be.

A jelenlegi határidős nyersanyagárak azt valószínűsítik, hogy az importár-emelkedések a későbbiekben mérséklődni fognak. A hazai árnyomások ezzel szemben várhatóan erősödnek kissé, ami a konjunktúra fokozatos javulását és a nagyobb bérnövekedést tükrözi, és az élelmiszerek és energia nélkül számított HICP-infláció fokozatos növekedéséhez vezet az előrejelzési időszakban. A fogyasztóiár-index alapján mért éves infláció értéke 2011-re 2,0% és 2,6%, 2012-re 1,0% és 2,4% között valószínűsíthető. Az euroövezetben a munkaerő-piaci feltételek fokozatos javulásával összhangban az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedése a következő két évben várhatóan gyorsulni fog. Ugyanakkor 2011-ben az infláció növekedése miatt az egy munkavállalóra jutó reáljövedelem várhatóan némileg csökkenni fog, 2012-ben viszont ismét nő valamelyest. Mínt hogy a termelékenység növekedése a következő két évben várhatóan lassulni fog, a fajlagos munkaerőköltségek – a 2010-es ciklikus csökkenés után – 2011-ben valószínűleg ismét nőni fognak, sőt 2012-ben gyorsul is a növekedés üteme. Ez ugyanakkor várhatóan visszafogja a profitráták növekedését, amely 2010-ben jelentősen felgyorsult.

Összehasonlítás a 2010. decemberi prognózissal

A reál-GDP-növekedés 2011-re és 2012-re prognosztizált sávjainak alsó határai az eurorendszer szakértőinek a 2010. decemberi Havi jelentésben közzétett makrogazdasági prognózisával összehasonlítva feljebb tolódtak, ami a világgazdaság markánsabb növekedését, az euroövezetbeli kivitel várható bővülését, valamint a belföldi kereslet erősödésének a bizalmi indexek által is kifejezett jobb kilátásait tükrözte. A HICP-infláció 2011-re és 2012-re jelzett sávjait a 2010. decemberi előrejelzéshez képest felfelé módosítottuk, ami elsősorban az energia- és élelmiszerárak vártnál gyorsabb növekedésének tudható be.

B táblázat Összevetés a 2010. decemberi prognózissal

(átlagos éves változás, százalék)

	2010	2011	2012
Reál-GDP – 2010. december	1,6 – 1,8	0,7 – 2,1	0,6 – 2,8
Reál-GDP – 2011. március	1,7	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8
HICP – 2010. december	1,5 – 1,7	1,3 – 2,3	0,7 – 2,3
HICP – 2011. március	1,6	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4

Más intézmények előrejelzéseivel való összehasonlítás

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 GDP növekedése 2011-ben várhatóan 1,5% és 1,7% közé, 2012-ben pedig 1,7% és 2,0% közé esik. Ezek

a számok határozottan az EKB szakértői által megadott sávokban található. Ugyanezek az előrejelzések 2011-re 1,3% és 2,2% közé eső átlagos éves HICP-inflációt valószínűsítnek. A legtöbb inflációs prognózis elmarad az EKB szakértőinek előrejelzésétől, ami valószínűleg azt tükrözi, hogy kidolgozói még nem vették figyelembe a nyersanyagárak közelmúltbeli emelkedését. A 2012-re előrejelzett 1,2-1,8%-os HICP-infláció az EKB szakértői által megadott sávban található.

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

(átlagos éves változás, százalék)

	Megjelenés időpontja	GDP-növekedés		HICP-infláció	
		2011	2012	2011	2012
OECD	2010. november	1,7	2,0	1,3	1,2
Európai Bizottság	2011. február	1,6	1,8	2,2	1,7
IMF	2011. január	1,5	1,7	1,5	1,5
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2011. február	1,6	1,7	1,9	1,8
A Consensus Economics előrejelzései	2011. február	1,6	1,7	2,0	1,8
Az EKB szakértőinek prognózisa	2011. március	1,3 – 2,1	0,8 – 2,8	2,0 – 2,6	1,0 – 2,4

Forrás: a 2011-es számadatokhoz az Európai Bizottság 2011. februári időközi előrejelzése, a 2012-es adatokhoz a 2010. őszi Európai Gazdasági Előrejelzés; az inflációról a Nemzetközi Valutaalap 2010. októberi világgazdasági előrejelzése, a GDP-növekedésről az IMF 2011. januári világgazdasági előrejelzése; az OECD 2010. novemberi gazdasági előrejelzése; a Consensus Economics előrejelzései és 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 (2011)

Cím: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Németország

Postai cím: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Németország

Telefon: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Minden jog fenntartva.

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