



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

BEVEZETÉS

Az EKB Kormányzótanácsa december 5-i ülésén a rendszeres közgazdasági és monetáris elemzés alapján változatlanul hagyta az EKB irányadó kamatait. A beérkező adatok és elemzések alátámasztják a Kormányzótanács múlt havi helyzetértékelését és monetáris politikai döntését. Az árak alappályájából adódó inflációs nyomás középtávon várhatóan visszafogott marad az euroövezetben. Ezzel a helyzetképpel összhangban a pénzmennyiség és a hitelkiáramlás dinamikája változatlanul visszafogott. Ugyanakkor az euroövezeti közép- és hosszú távú inflációs várakozások továbbra is szilárdan rögzítve vannak, összhangban a Kormányzótanács azon célkitűzésével, hogy az inflációs ráta 2% alatti, de ahhoz közeli értéken maradjon. A tényezőknek ez az együttállása arra utal, hogy az euroövezetben hosszabb időn keresztül alacsony maradhat az infláció, majd a későbbiekben fokozatosan visszatér a 2% alatti, de ahhoz közeli szinthez. A monetáris politika, ameddig csak szükséges, laza marad, tovább támogatva ezáltal az euroövezeti gazdaságok fokozatos helyreállítását. A Kormányzótanács megerősíti a kamatpálya jövőbeli alakulására adott irányutatóját, amelynek értelmében arra számít, hogy az EKB irányadó kamatai tartósan jelenlegi vagy ennél alacsonyabb szinten maradnak. E várakozás háttérében továbbra is az áll, hogy az infláció középtávon általánosan visszafogott ütemben nő, összefüggésben a reálgazdaság általános gyengeségével és a visszafogott pénzmennyiség-növekedési dinamikával. A pénzpiaci helyzettel és annak a monetáris politikai irányra gyakorolt potenciális hatásával kapcsolatban a Kormányzótanács szorosan nyomon követi a folyamatokat, és készen áll az összes rendelkezésre álló eszközt fontolóra venni.

Közgazdasági elemzés: az euroövezet reál-GDP-je a 2013. második negyedévi 0,3%-os emelkedés után a harmadik negyedévben 0,1%-kal bővült az előző negyedévhez képest. A novemberig rendelkezésre álló felmérési bizalmi mutatók alakulása alapján megállapítható, hogy a növekedés az utolsó negyedévben is pozitív ütemű. Előre tekintve, 2014 és 2015 során a kibocsátás várhatóan lassú ütemben élénkül, ami elsősorban a belső kereslet laza monetáris politika által támogatott kisebb javulásának lesz köszönhető. Az euroövezeti gazdaságra az export iránti kereslet fokozatos erősödése is kedvezően hat. Ezenfelül a pénzügyi piacok tavaly óta megfigyelhető általános javulása, valamint a fiskális konszolidáció terén elért eredmények is érzékelhetően átgyűrűznek a reálgazdaságba. Az elmúlt időszakban tapasztalt alacsonyabb energiaár-infláció kedvezően befolyásolta a reáljövedelmek alakulását is. Ezzel együtt az övezetben változatlanul magas a munkanélküliség, az pedig, hogy mind az állami, mind a magánszektorban további mérlegkiigazításra van szükség, továbbra is visszafogja a gazdaságot.

Ez a helyzetértékelés fogalmazódik meg az eurorendszer szakértőinek az övezetre vonatkozó, 2013. decemberi makrogazdasági prognózisában is, amely 2013-ra a reál-GDP 0,4%-os csökkenését vetíti előre éves szinten, míg 2014-re 1,1%-os, 2015-re pedig 1,5%-os növekedést jósolnak. Az EKB szakértőinek a 2013. szeptemberi Havi jelentésben közzétett euroövezeti makrogazdasági prognózisához képest a 2013-ra jelzett reál-GDP-növekedési prognózis sávja nem változott, a 2014-es sávot viszont 0,1 százalékponttal felfelé módosították.

Az euroövezeti gazdasági kilátásokat övező kockázatok az alacsonyabb növekedési ütem irányába mutatnak. A globális pénzpiaci és pénzügyi piaci helyzet alakulása és a hozzájuk kapcsolódó bizonytalanság negatívan befolyásolhatja a gazdasági környezetet. Az alacsonyabb növekedés irányába mutató egyéb kockázatok: magasabb nyersanyagárak, a vártnál visszafogottabb belföldi kereslet és exportnövekedés; továbbá annak a kockázata, hogy az övezet országaiban lassan, illetve nem megfelelően hajtják végre a strukturális reformokat.

Az Eurostat előzetes becslése szerint az euroövezet HICP-vel mért éves inflációja a 2013. októberi 0,7%-ról novemberben 0,9%-ra emelkedett. Ez összességében megfelel a várakozásoknak, és elsősorban az energiaárak felfelé mutató bázishatásának és a magasabb szolgáltatásár-inflációnak tudható be. A jelenlegi tőzsdei határidős energiaárak (futures) alapján az éves inflációs ütemek az elkövetkező hónapokban is várhatóan az aktuális szinten maradnak. Az árak alappályájából adódó inflációs nyomás középtávon várhatóan visszafogott marad az euroövezetben. Ugyanakkor a közép- és hosszú távú inflációs várakozások továbbra is szilárdan rögzítve vannak az övezetben, összhangban a Kormányzótanács azon célkitűzésével, hogy az inflációs ráta 2% alatti, de ahhoz közeli értéken maradjon.

Ez az értékelés lényegében összhangban áll az eurorendszer szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2013. decemberi makrogazdasági prognózisával, amely szerint a HICP-vel mért infláció 2013-ban éves szinten 1,4%, 2014-ben 1,1%, 2015-ben pedig 1,3% lesz. Az EKB szakértőinek 2013. szeptemberi makrogazdasági prognózisával összehasonlítva a 2013-as inflációs prognózist 0,1 százalékponttal, a 2014-eset pedig 0,2 százalékponttal lefelé módosították.

Középtávon az áralakulási kilátásokat övező kockázatok továbbra is nagyjából egyensúlyban vannak. A magasabb infláció irányába mutatnak a magasabb nyersanyagárak, valamint a szabályozott árak és a közvetett adók vártnál gyorsabb emelkedése; ugyanakkor lassúbb áremelkedés adódhat a vártnál gyengébb gazdasági teljesítményből.

A Kormányzótanács további döntése alapján 2013 decemberétől a szakértői makrogazdasági prognózisokat részletesebben teszik közzé.

Monetáris elemzés: az októberi adatok igazolják az értékelést, miszerint a szélesebb értelemben vett monetáris aggregátum (M3) és a hitelkiáramlás bővülése visszafogott. Az M3 éves növekedési üteme a szeptemberi 2,0%-ról októberre 1,4%-ra esett vissza, ami részben bázishatásból eredt. Az M1 éves növekedési üteme 6,6% volt, tehát továbbra is erőteljes, ami a likviditás egyéb eszközökkel szembeni előnyben részesítését tükrözi, jöllehet ez az érték alacsonyabb, mint az áprilisi 8,7%-os csúcs. Az M3 éves növekedésének fő mozgatórugója továbbra is az euroövezetet célzó nettó tőkebeáramlás, miközben a magánszektorba irányuló hitelkihelyezés éves növekedési üteme gyenge maradt. A háztartásoknak nyújtott hitelek (hitelértékesítéssel és értékpapírosítással korrigált) éves növekedése októberben 0,3% volt, vagyis nagyjából nem változott az év eleje óta. A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek (hitelértékesítéssel és értékpapírosítással kiigazított) éves növekedési üteme az augusztusi -2,9% és a szeptemberi -2,8% után októberben -2,9% volt. A nem pénzügyi vállalati szektorba irányuló hitelkihelyezés visszafogott dinamikája összességében továbbra is a konjunktúraciklustól való elmaradásukat, a hitelkockázatot, valamint a pénzügyi és az azon kívüli szektorban zajló mérlegkiigazítást tükrözi.

2012 nyara óta érdemi előrelépés történt a bankok finanszírozási helyzetének javítása terén. Ahhoz, hogy a monetáris politikai intézkedések hatása megfelelően átgyűrűzhessen az övezetbeli országok finanszírozási kondícióiba, elengedhetetlen, hogy tovább mérséklődjön az euroövezeti hitelpiacok szétaprózottsága, továbbá, hogy nagyobb legyen az érintett bankok alkalmazkodóképessége. Még mielőtt az EKB az egységes felügyeleti mechanizmus keretében átvenné felügyeleti feladatkörét, átfogó értékelést végez, ami tovább erősíti a bizalomépítés folyamatát. Az értékelés révén javul a bankok állapotáról rendelkezésre álló információk minősége, és lehetővé válik a szükséges korrekciós lépések kijelölése és megtétele. A bankunió létrehozására hozott további határozott intézkedések segítenek helyreállítani a pénzügyi rendszerbe vetett bizalmat.

Összefoglalva, a gazdasági elemzés arra utal, hogy az euroövezetben hosszabb időn keresztül alacsony maradhat az infláció, majd a későbbiekben fokozatosan emelkedni fog a 2% alatti, de ahhoz közeli szint felé. Mindezt a monetáris elemzés jelzéseivel való összevetés is alátámasztja.

Fiskális politika: a Kormányzótanács üdvözli az Európai Bizottságnak októberben, most először a „kettős csomag” rendeleteinek értelmében benyújtott 2014. évi költségvetési tervezetekről kiadott értékelését. Az új ellenőrzési rendszernek minden tekintetben jól kell működnie. Ahhoz, hogy a magas államadósságot csökkenő pályára lehessen állítani, az övezet kormányainak nem szabad visszafogniuk a hiánycsökkentés érdekében tett erőfeszítéseiket, és középtávon fenn kell tartaniuk a fiskális kiigazítást. Konkrétan, a költségvetés konszolidációja során növekedésbarát, középtávra tekintő intézkedéseket kell előnyben részesíteni, amelyek lehetővé teszik mind a közszolgáltatások javítását, mind az adózás torzító hatásainak minimalizálását. Ugyanakkor tovább kell vinni a termék- és munkaerő-piaci reformokat, amelyek elősegítik a jobb versenyképességet, a nagyobb potenciális növekedési ütemet, az új foglalkoztatási lehetőségek megteremtését és az euroövezeti gazdaságok alkalmazkodóképességének növekedését.

A Havi jelentés jelenlegi számában egy cikk található, amelynek címe: „Az eurorendszer szakértőinek 2013. decemberi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről”.

AZ EKB 2013. DECEMBERI HAVI JELENTÉSE – A FEJEZETEK KIVONATOS ISMERTETÉSE

GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK

1 AZ EUROÖVEZET ÉS A NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK

A világgazdaság fellendülése továbbra is visszafogott és mértéke egymástól eltér az egyes gazdasági régiókban. A növekedési dinamika fokozatosan a fejlett gazdaságok szempontjából alakul kedvezően. A felméréseken alapuló legfrissebb mutatók a globális konjunktúra további bővülésére utalnak, amelyet többek között a globális pénzügyi környezet stabilizálódása támogat. Középtávon a fejlett gazdaságok kilátásai várhatóan javulnak, a feltörekvő gazdaságokban azonban a hosszú távú trendekhez képest visszafogottak maradnak. A világgazdasági növekedést továbbra is számos ciklikus és strukturális tényező visszafogja, miközben a konjunkturális kilátásokat övező kockázatok összességében változatlanul az alacsonyabb növekedés irányába mutatnak. Időközben a világkereskedelem fokozatosan erősödik, ám az növekedési üteme még mindig jóval alacsonyabb, mint a globális pénzügyi válság előtt. A fogyasztói árak inflációja július óta a legtöbb fejlett és feltörekvő gazdaságban lelassult, aminek hátterében az energia- és élelmiszerárak csökkenése állt. Ami a kilátásokat illeti, az inflációs nyomás várhatóan visszafogott marad, mivel globális szinten továbbra is bőségesen vannak kihasználatlan kapacitások.

2 MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

2.1 A PÉNZMENNYISÉG ÉS A MONETÁRIS PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK HITELKIHELYEZÉSEI

A széles értelemben vett pénzmennyiség éves növekedési üteme tovább enyhült 2013 harmadik negyedévében és októberben, ami azt tükrözte, hogy a pénzteremtés valóban gyengén alakult az euroövezetben. Eközben a nem pénzügyi magánszektorban nyújtott hitelek tovább zsugorodtak, noha ennek üteme stabilizálódott. A pénzmennyiség növekedését támogató fő ellenoldali tétel változatlanul az euroövezetbe folyamatosan beáramló tőke, ami az MPI-k nettó külső eszközpozíciójának további emelkedésében nyilvánul meg. A tőkebeáramlás – amely a válság által súlyosan és kevésbé súlyosan érintett tagországokban egyaránt megfigyelhető volt – a pénzügyi szétaprózottságot is segítette tovább enyhíteni, egyszersmind lehetővé tette a nem pénzügyi vállalatok számára, hogy nagyobb készpénzpuffert halmozzanak fel. A pénzmennyiség-növekedés és a hitelkiáramlás üteme összességében visszafogott maradt.

2.2 A NEM PÉNZÜGYI SZEKTOROK ÉS AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSEI

2013 második negyedévében 1,9%-ra esett vissza a nem pénzügyi szektorok pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme, ami a gazdasági környezet folyamatos gyengülését és a jövedelmi lehetőségek szűkülését tükrözte. A biztosítótársaságok és nyugdíjalapok pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme ugyanebben a negyedévben 3% volt. Eközben a befektetési alapokba további beáramlást regisztráltak a harmadik negyedévben, vagyis az előző negyedévhez képest nem történt változás. Különösen erőteljes volt a beáramlás a részvényalapokba és a vegyes alapokba egy olyan környezetben, amelyet hozamvadászat és a kockázatkeringés enyhülése jellemezett.

2.3 PÉNZPIACI KAMATLÁBAK

A 2013 szeptembere és november közepe közötti időszakban a pénzügyi kamatok összességében stabilak voltak. November közepe óta azonban az EONIA megemelkedett, mivel az év vége közeledtével és a többletlikviditás szintjének apadásával megnőtt a kereslet az óvatossági likviditási puffer iránt. Az EKB 2013. november 7-i alapkamat-csökkentése némi lefelé irányuló nyomást gyakorolt a fix lejáratú pénzügyi hozamok szintjére és volatilitására (pl. EURIBOR határidős tőzsdei hozamok).

2.4 KÖTVÉNYPIACOK

Az augusztus vége és december 4. közötti időszakban az euroövezeti AAA-minősítésű országok hosszú lejáratú államkötvényeinek hozama hozzávetőleg 10 bázisponttal, 2%-ra csökkent, míg az Egyesült Államok hosszú lejáratú államkötvényeinek hozama nagyjából változatlan maradt. Ugyanezen időszak alatt a kötvénypiaci folyamatokat az Atlanti-óceán mindkét partján elsősorban az Egyesült Államokból érkező hírek befolyásolták: a Szövetségi Nyílt Piaci Bizottság (FOMC) szeptember 18-i ülése előtt a piacok a miatt voltak bizonytalanok, hogy a Szövetségi Tartalékbankrendszer (Fed) vajon lassít-e havi eszközvásárlásának ütemén, októberben pedig az adósságplafonnal kapcsolatos viták keltettek bizonytalanságot. A két régióban a hosszú lejáratú államkötvények hozamai hasonlóképpen alakultak szeptemberben és októberben, novemberben azonban többnyire elszakadtak egymástól: míg az amerikai hozamok megemelkedtek, addig az euroövezetiek stabilizálódtak. A kötvénypiacok jövőbeli alakulásával kapcsolatos, az implikált volatilitással mért bizonytalanság tovább enyhült mind az euroövezetben, mind az Egyesült Államokban. Az euroövezeten belüli államkötvényhozam-különbségek a legtöbb ország vonatkozásában tovább szűkültek. Az euroövezeti hosszú távú inflációs várakozások pénzügyi mutatói nagyjából változatlanok maradtak, és teljes mértékben összeegyeztethetők az árstabilitással.

2.5 RÉSZVÉNYPIACOK

A 2013. augusztus vége és december 4. közötti időszakban a részvényárfolyamok nagyjából 9%-kal emelkedtek az euroövezetben és 10%-kal az Egyesült Államokban. Szeptemberben a részvénypiaci folyamatokat az Atlanti-óceán mindkét partján két tényező is támogatta: egyrészt pozitív gazdasági adatok láttak napvilágot, másrészt a piac arra számított, hogy a Fed csak később kezdi meg eszközvásárlási (QE) programjának visszafogását (tapering). Az árfolyam-emelkedés ugyanakkor októberben némileg megbicsaklott az amerikai adósságplafon miatt keletkezett patthelyzet, és ezzel összefüggésben a kormány leállása miatt. Az adósságplafonnal kapcsolatos megállapodásra azonban a részvénypiacok újbóli emelkedéssel reagáltak. Az euroövezeti részvénypiacokat némileg támogatták a tárgyidőszak kezdetén napvilágot látott, a vártnál kedvezőbb makrogazdasági adatok, a novemberi adatközlések ugyanakkor vegyesebb fogadtatásra találtak. Az euroövezeti részvénypiac implikált volatilitással mért bizonytalansága csökkent a vizsgált időszakban.

2.6 A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK FINANSzíROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2013 júliusa és októbere között az euroövezet nem pénzügyi vállalatainak finanszírozási reálköltsége 6 bázisponttal csökkent, ami a tőkeköltség és a piaci adósság árának csökkenését tükrözte, igaz, eközben a bankhitelek reálköltsége emelkedett. Ami a pénzügyi mozgásokat illeti, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek éves növekedési üteme 2013 harmadik negyedévében tovább mérséklődött. A kihelyezések visszaesése elsősorban a konjunktúra gyengülését és az övezet egyes részein tapasztalható szigorú banki hitelezési feltételeket tükrözi. A hitelviszonyt megtestesítő vállalati értékpapírok éves növekedési üteme a 2012 júliusa óta mért legalacsonyabb növekedési ütemre esett vissza, noha így is erőteljes maradt.

2.7 A HÁZTARTÁSOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2013 harmadik negyedében az euroövezet háztartásainak finanszírozási feltételeit összességében stabil bankhitelkamatok jellemezték, az egyes országok és eszközök viszonylatában ugyanakkor tartósan nagy különbségek mutatkoztak. Az euroövezeti háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek (hitelértékesítéssel és értékpapírosítással kiigazított) éves növekedési üteme az év eleje óta éppen csak pozitív szinteken stabilizálódott, így 2013 októberében 0,3% volt. A legfrissebb adatok továbbra is a háztartások hitelfelvételének visszafogottságára utalnak, ami elsősorban az ingatlanpiac gyengélkedésének, a bizonytalan gazdasági kilátásoknak és a magas munkanélküliségnek, középtávú perspektívából pedig (különösen az övezet bizonyos országaiban) a túlhajtott múltbeli adósságfelhalmozás szükséges korrekciójának tudható be. Ugyanakkor, a háztartásoknak kihelyezett MPI-hitelek havi forgalma a harmadik negyedévben némileg megemelkedett az első félévhez képest. A 2013. októberi banki hitelezési felmérésből az is kiderül, hogy a bankok az ingatlanhitelek iránti kereslet további felfutására számítanak a negyedik negyedévben. A háztartások bruttó rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított adósságállománya stabil maradt a harmadik negyedévben, összhangban a 2010 közepe óta megfigyelt szinttel. A háztartások kamatterhei a becslések szerint szintén összességében változatlanok maradtak a harmadik negyedévben.

3 ÁRAK ÉS KÖLTSÉGEK

Az Eurostat előzetes becslése szerint az euroövezet HICP-vel mért éves inflációja a 2013. októberi 0,7%-ról novemberben 0,9%-ra emelkedett. Az emelkedés összességében megfelelt a várakozásoknak, és elsősorban az energiaárak felfelé mutató bázishatásának és a magasabb szolgáltatásár-inflációnak tudható be. A jelenlegi tőzsdei határidős energiaárak (futures) alapján az éves inflációs ütemek az elkövetkező hónapokban is várhatóan nagyjából a mostani szinten maradnak. Az árak alappályájából adódó inflációs nyomás középtávon várhatóan visszafogott marad az euroövezetben. Ugyanakkor a közép- és hosszú távú inflációs várakozások továbbra is szilárdan rögzítve vannak, összhangban a Kormányzótanács azon célkitűzésével, hogy az inflációs ráta 2% alatti, de ahhoz közeli értéken maradjon.

Hasonló helyzetértékelés fogalmazódik meg az eurorendszer szakértőinek az euroövezetre vonatkozó 2013. decemberi makrogazdasági prognózisában, amely szerint a HICP-vel mért infláció éves szinten 2013-ban 1,4%, 2014-ben 1,1%, 2015-ben pedig 1,3% lesz. Az EKB szakértőinek 2013. szeptemberi makrogazdasági prognózisával összehasonlítva a 2013-as inflációs prognózist 0,1 százalékponttal, a 2014-eset pedig 0,2 százalékponttal lefelé módosították. Középtávon az áralakulási kilátásokat övező kockázatok továbbra is nagyjából egyensúlyban vannak.

4 A KIBOCSÁTÁS, A KERESLET ÉS A MUNKAERŐPIAC ALAKULÁSA

Az euroövezet reál-GDP-je a 2013. második negyedévi 0,3%-os emelkedés után a harmadik negyedévben 0,1%-kal bővült az előző negyedévhez képest. A novemberig rendelkezésre álló, felméréseken alapuló bizalmi mutatók is összhangban állnak a negyedik negyedévre is pozitív növekedési ütemet valószínűsítő helyzetértékeléssel. Ami a 2014-es és 2015-ös kilátásokat illeti, a kibocsátás várhatóan lassú ütemben élénkül, ami elsősorban a laza monetáris politika támogatott belső kereslet kisebb javulásának tudható be. Az euroövezeti gazdaságra az export iránti kereslet fokozatos erősödése is kedvezően hat. Ezenfelül a pénzügyi piacok tavaly óta megfigyelhető általános javulása, valamint a fiskális konszolidáció terén elért eredmények is érzékelhetően átgyűrűznek a reálgazdaságba. Az energiaáraknak az elmúlt időszakban alacsonyabb emelkedési rátája a reáljövedelmek alakulását is kedvező irányba befolyásolta. Ezzel együtt az övezetben változatlanul magas a munkanélküliség, az pedig, hogy mind az állami, mind a magánszektorban további mérlegkiigazításra van szükség, továbbra is visszafogja a gazdaságot.

Ez a helyzetértékelés fogalmazódik meg az eurorendszer szakértőinek az övezetre vonatkozó, 2013. decemberi makrogazdasági prognózisában is, amely 2013-ra az éves reál-GDP 0,4%-os csökkenését, 2014-re 1,1%-os, 2015-re pedig 1,5%-os növekedését vetíti előre. Az EKB szakértőinek a 2013. szeptemberi Havi jelentésben közzétett euroövezeti makrogazdasági prognózisához képest a 2013. évi reál-GDP-növekedésre adott prognózis sávja nem változott, a 2014-re adott sávot pedig 0,1 százalékponttal felfelé módosították. Az euroövezeti gazdasági kilátásokat övező kockázatok az alacsonyabb növekedési ütem irányába mutatnak.

5 FISKÁLIS HELYZET

Az Európai Bizottság 2013. őszi gazdasági előrejelzése szerint az euroövezetben folytatódott a fiskális konszolidáció: a várakozások szerint az államháztartási hiány a 2012-es 3,7%-os GDP-arányos szintről 2013-ban 3,1%-ra csökkent. Az övezet GDP-arányos államadóssága ugyanakkor várhatóan 2014-ben, 96%-on éri el csúcspontját, majd a pénzügyi válság kirobbanása óta először csökkenni fog. A költségvetési tervek tervezeteiből – amelyeket az euroövezeti tagországok 2013. október közepén nyújtottak be első ízben az ún. „kettős csomag” (two-pack) rendeletei értelmében – a konszolidációs erőfeszítések jelentős lassulására lehet következtetni. Az Európai Bizottság szerint a tervekben szereplő strukturális erőfeszítés aggregált szinten 2014-ben a GDP-nek mindössze 0,25%-át teszi ki. November közepén a Bizottság több euroövezeti tagországot is felszólított, hogy 2014-es költségvetésének véglegesítése előtt további intézkedéseket is hozzon, hogy megfeleljen az EU fiskális szabályainak. A további intézkedéseket úgy kell kidolgozni, hogy azok támogassák a növekedést, vagyis a nem hatékony állami kiadások csökkentésére kell összpontosítaniuk, védeniük kell az állami beruházásokat és lehetőség szerint tartózkodniuk kell az adóemelésről.

AZ EUORENDSZER SZAKÉRTŐINEK 2013. DECEMBERI MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL¹

A reál-GDP üteme 2013. utolsó negyedében várhatóan élénkülni kezd, majd 2014 végén magasabb fokozatba kapcsol. A tartós élénkülés hajtómotorja várhatóan a belső és a külső kereslet fokozatos erősödése lesz. A belső keresletre jótékonyan hat az enyhülő bizonytalanság, a legutóbbi irányadókamat-csökkentés és a kamatpálya jövőbeli alakulására adott iránymutatás által is segített laza monetáris politika, a kisebb adófék, valamint a rendelkezésre álló reáljövedelmeket támogató nyersanyagár-csökkenés. Emellett idővel a hitelellátás korlátainak fokozatos megszűnése is pozitív hatással jár majd. Az előrejelzési időszakban további konjunktúraerősítő tényező a külső kereslet fokozatos erősödésének exportjavító hatása. Ugyanakkor a feszültségekkel birkózó országokban a növekedés feltételeit javító egyensúly helyreállításában elért eredmények ellenére a középtávú kilátásokat visszafogja a magán- és állami szféra mérlegkiigazítási igénye és a magas munkanélküliség. A GDP 2013-ban várhatóan 0,4%-kal csökken, majd 2014-ben 1,1%-kal, 2015-ben pedig 1,5%-kal nő. A gazdaságban előreláthatólag egészen az időszak végéig jelentős mértékű pangás várható.

Az euroövezet HICP-vel mért inflációja 2013-ban 1,4%-ra, 2014-ben 1,1%-ra, 2015-ben pedig 1,3%-ra prognosztizálható. A mérsékelt áralakulás mögött részben a csökkenő futures olajárak energiaár-inflációt csökkentő hatása, részben az euroárfolyam leértékelődése és a tartós gazdasági visszaesés áll. Az élelmiszerárak inflációja is várhatóan nagymértékben esik, ami a nemzetközi élelmiszerárakban tapasztalt csökkenésnek és az időszak alatt feltett szerény ütemű emelkedésnek tudható be. Az energia- és élelmiszerárak nélkül számított HICP-vel mért infláció a prognózis szerint csak kissé emelkedik, a 2013. évi 1,1%-ról 2014-ben 1,3%-ra, 2015-ben pedig 1,4%-ra, ami a mérsékelt gazdasági növekedéssel összefüggésben megfigyelhető visszafogott belföldi költségoldali nyomással magyarázható.

A Havi jelentés 2013. szeptemberi számában közölt makrogazdasági prognózissal összevetve a 2013-ra jelzett reál-GDP-növekedési adatok nem változtak, 2014-re viszont 0,1 százalékponttal felfelé módosították őket. A HICP-vel mért inflációs prognózist 2013-ban 0,1 százalékponttal, 2014-ben pedig 0,2 százalékponttal lefelé módosították.

NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

A világgazdaság reál-GDP-jének növekedése (az euroövezetet nem számítva) az előrejelzési horizonton a 2013. évi 3,3%-ról 2014-ben 3,9%-ra, 2015-ben pedig 4,1%-ra élénkül. A fejlett országok növekedése 2013 folyamán némileg élénkült. A feltörekvő piacok növekedése ezzel szemben a gyengébb belső kereslet és a belföldi támogató gazdaságpolitika mozgásterének szűkösége miatt lanyhult. A globális gazdasági hangulat mutatói rövid távon az üzleti feltételek javulását jelzik, ami összhangban van a világgazdasági konjunktúra folyamatos javulásával. A finanszírozási helyzet az utóbbi időszakban stabilizálódott a Federal Open Market Committee azon döntése nyomán, amelynek értelmében késleltetik az eszközvásárlások fokozatos csökkentését, ami várhatóan általában erősíti a világgazdaság élénkülését. A fellendülés üteme mindent egybevéve fokozatosnak ígérkezik. A magánszektor egyensúlyának már folyamatban levő, de még nem befejezett helyreállítása, valamint a fiskális konszolidáció várhatóan lassítja a fejlett gazdaságok növekedését, bár az előző időszaknál kisebb mértékben. A feltörekvő gazdaságok fellendülése várhatóan visszafogott lesz, mivel szerkezeti tényezők, így például infrastrukturális szűk keresztmetszetek és kapacitáskorlátok akadályozzák a növekedést.

¹ Az eurorendszer szakértői a 2013. november 22-ig rendelkezésre álló információk alapján elkészítették az euroövezet makrogazdasági folyamatainak prognózisát. A prognózis az EKB-s és az euroövezeti nemzeti központi banki szakértők közös munkájának eredménye. Az évente kétszer összeállított anyagot a Kormányzótanács a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelése során használja fel. A készítése során alkalmazott eljárásról és módszerekről bővebben az EKB honlapján az „Útmutató az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának készítéséhez” című 2001. júniusi kiadványban olvashatunk.

A világkereskedelem 2013 eleje óta javul, ami összhangban van a gazdaság kismértékű javulásának. A rendelkezésre álló mutatók ugyanakkor rövid távon viszonylag gyenge folyamatokat jeleznek. Előre tekintve a világkereskedelem növekedése várhatóan fokozatosan erősödik az előrejelzési időszakban, de továbbra is a válság előtti ütem alatt lesz. Az euroövezet nélkül tekintett világkereskedelem a prognózis szerint 2013-ban 3,9%-kal, 2014-ben 5,6%-kal, 2015-ben pedig 6,4%-kal emelkedik. Mivel az euroövezet fő kereskedelmi partnerei által támasztott kereslet a világ többi részéhez képest lassúbb ütemben bővül, az övezet külső kereslete is némileg visszafogottabb lesz a világkeresletnél, amely így a prognózis szerint 2013-ban 3,0%-kal, 2014-ben pedig gyorsabban, azaz 5,0%-kal, 2015-ben pedig 5,7%-kal emelkedik.

1. táblázat Nemzetközi környezet

(éves változás, %)

	Módosítás						
	2013. december				2013. szeptember óta		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
Világ reál-GDP (euroövezet nélkül)	3,8	3,3	3,9	4,1	0,0	-0,1	-0,1
Világ reál-GDP (euroövezet nélkül) ¹⁾	4,5	3,9	5,6	6,4	0,2	-0,3	-0,1
Euroövezeti külső kereslet ²⁾	4,0	3,0	5,0	5,7	0,3	0,1	-0,1

1) Az import súlyozott átlagaként számítják.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítják.

A Havi jelentés 2013. szeptemberi számában publikált makrogazdasági prognózissal összevetve a világgazdasági növekedési kilátások némileg lefelé módosultak, ahogy a fejlett gazdaságokra vonatkozó prognózis kismérvű felfelé módosításának hatását ellensúlyozza a feltörekvő gazdaságok esetében alkalmazott lefelé irányuló módosítás. Az euroövezet külső keresletére adott előrejelzés az időszakban összességében ugyanaz maradt.

1. keretes írás

A KAMATOKRA, ÁRFOLYAMOKRA, NYERSANYAGÁRAKRA ÉS A FISKÁLIS POLITIKÁRA VONATKOZÓ TECHNIKAI FELTEVÉSEK

A kamatokra és a nyersanyagárokra vonatkozó technikai feltevések a 2013. november 14-ével záruló időszak piaci várakozásain alapulnak. A rövid lejáratú kamatokra vonatkozó feltevés tisztán technikai jellegű. Mérésük a három hónapos EURIBOR-ral, a piaci várakozások számítása pedig a határidős tőzsdői hozamok (futures) alapján történik. A módszertan alapján a rövid lejáratú átlagos kamatszint 2013-ban 0,2%, 2014-ben 0,3%, 2015-ben pedig 0,5% lesz. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2013-ban átlagosan 2,9%-ot, 2014-ben 3,1%-ot, 2015-ben pedig 3,6%-ot mutatnak.¹ Az eurorendszer nem pénzügyi magánszektorában kihelyezett hitelek kompozit banki kamatai – amelyek egyrészt a határidős piaci hozamok pályáját, másrészt a piaci kamatlábak változásának a hitelkamatokba való fokozatos átgyűrűzését tükrözik – 2013 végén és 2014 elején várhatóan elérik mélypontjukat, majd fokozatosan emelkedni kezdenek. A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés zárónapja előtti kéthetes periódus futures árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent nyersolajár a 2012-es 112 USA-dollárról 2013-ban 108,2 dollárra, 2014-ben 103,9 dollárra, 2015-ben pedig 99,2 dollárra esik. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú ára 2013-ban a feltevés szerint 5,4%-kal, 2014-ben pedig 2,6%-kal esik, majd 2015-ben 3,7%-kal emelkedik.²

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az adatgyűjtés zárónapját megelőző két hétben uralkodó átlagos szinten maradnak az előrejelzési időszak során. Ez eurónként 2013-ban 1,33 USA-dolláros, 2014-ben és

2015-ben 1,34 dolláros árfolyam alkalmazását jelenti, ami 4,6%-kal magasabb a 2012-es adathoz. Az euro effektív árfolyama a feltevés szerint 2013-ban 3,7%-kal 2014-ben pedig 0,8%-kal felértékelődik, 2015-ben pedig nem változik.

Technikai feltevések

	2013. december				2013. szeptember utáni módosítások ^{1,2}	
	2012	2013	2014	2015	2013	2014
Háromhavi EURIBOR (éves %-os arány)	0,6	0,2	0,3	0,5	0,0	-0,2
Tízéves államkötvény hozam (éves %-os arány)	3,8	2,9	3,1	3,6	-0,1	-0,4
Nyersolajár (USD/hordó)	112,0	108,2	103,9	99,2	0,4	1,1
Energián kívüli nyersanyagárak, USD (éves változás, %)	-7,2	-5,4	-2,6	3,7	0,0	-2,5
USD/euro árfolyam	1,29	1,33	1,34	1,34	0,5	1,2
Nominál-effektív euroárfolyam (éves változás, %)	-5,3	3,7	0,8	0,0	0,1	0,1

1) A módosítások a szintek, növekedési ütemkülönbségek, kamat-százalékpontok és kötvényhozamok százalékos arányában vannak megadva.

2) A módosításokat nem kerekített adatokból számolják.

A fiskális politikai feltevések az euroövezet egyes országainak 2013. november 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.

A 2013. szeptemberi Havi jelentésben közölt makrogazdasági prognózissal összevetve viszonylag csekély mértékben változtak a technikai feltevések. Ez magasabb USA-dolláralapú olajárakat, az euroárfolyam kismértékű felértékelődését és az övezet alacsonyabb kamatszintjét foglalja magában.

¹ A tízéves lejáratú euroövezetbeli államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó feltevés az egyes országok tízéves benchmark kötvényhozamának súlyozott átlagán alapul, amelyeket az éves GDP-adatokkal súlyoznak, és meghosszabbítanak az EKB euroövezeti tízéves teljes kötvényállományának par hozamából számított határidős pályával úgy, hogy a két sorozat közötti kezdeti diszkrétananciát az előrejelzési időszakban konstansnak veszik. Az országspecifikus államkötvény-hozamok és a megfelelő euroövezeti átlag közötti rés a feltevés szerint a vizsgált időszakban állandó.

² A kőolaj- és élelmiszerjellegű nyersanyagárakra vonatkozó feltevések kiszámítása az előrejelzési időszak végéig érvényes futures árakon alapul. Az egyéb, nem energia jellegű szilárd nyersanyagok esetében feltesszük, hogy az árak 2014 utolsó negyedévéig a futures árakat követik, majd a világgazdaság alakulását követik. A jelenleg a fogyasztói élelmiszerárak előrejelzésére használt euroalapú mezőgazdasági termelői árakat az EU-ban olyan ökonometriai modellel becsüljük, amely figyelembe veszi a nemzetközi élelmiszerjellegű nyersanyagárak alakulását.

REÁL-GDP-NÖVEKEDÉSI PROGNÓZIS

A reál-GDP 2013 harmadik negyedévében 0,1%-kal nőtt, amit megelőzően a második negyedévben üteme 0,3% volt (lásd az ábrát). A legújabb felmérési adatok szerint a növekedés 2013 utolsó negyedévében mérsékelten erősödik, 2014 és 2015 folyamán pedig lendülete várhatóan tovább erősödik. Az időszakban várható élénkülés mögött elsősorban továbbra is a belföldi kereslet fokozatos javulása állhat. A belső keresletre jótékonyan hat majd az enyhülő bizonytalanság mellett észlelhető bizalomjavulás, a laza monetáris politika, amelyet a legutóbbi irányadókamat-csökkentés és a kamatpálya jövőbeli alakulásáról szóló iránymutatás is támogat, a kevésbé korlátozó fiskális politika, valamint a

rendelkezésre álló reáljövedelmeket bővítő nyersanyagár-infláció lassulása mellett. A belföldi kereslet idővel a hitelkínálati korlátok enyhüléséből is profitálni fog. Az előrejelzési időszakban emellett a gazdaságot egyre inkább erősíti, hogy a külső kereslet fokozatos erősödésével párhuzamosan javulnak az exportadatok. Azonban néhány, nehézségekkel küzdő euroövezeti országban – annak ellenére, hogy az egyensúly helyreállításában előrelépést tettek, ami javítja az exportvezérelt növekedés feltételeit – az magán- és állami szektorbeli mérlegkiigazítási igény és a magas munkanélküliség várhatóan továbbra is visszafogja az időszak alatti növekedést.

A fellendülés ütemét hosszabb időszakot figyelembe véve összességében visszafogottnak prognosztizálják, és így az euroövezeti reál-GDP várhatóan csak 2015 végére éri el a válság előtti (tehát 2008 első negyedévi) szintet. Éves szinten a reál-GDP 2013-ban várhatóan átlagosan 0,4%-kal csökken – ami jórészt a 2012. évi gazdasági teljesítmény áthúzódó negatív hatását tükrözi –, majd 2014-ben 1,1%-kal, 2015-ben pedig 1,5%-kal nő. A folyamatban egyre nagyobb szerepe lesz a belföldi keresletnek az export élénkülésével párosuló hatása.

A növekedés komponenseit sorra véve elmondható, hogy 2013 utolsó negyedévében várhatóan magához tér az euroövezet kivitele, majd 2014-ben és 2015-ben erősebb ütemben bővül, ami az euroövezeti külső kereslet növekedésének tudható be. Az euroövezeten belüli export a prognózis szerint lassabban bővül, mint az övezeten kívülre irányuló export, ami az övezet viszonylag gyenge belső keresletének tudható be.

A vállalati beruházás terén 2013 utolsó negyedévében növekedést prognosztizálnak, majd 2014-ben a folyamat nagyobb lendületet vesz. Az előrejelzési időszakban a vállalati beruházások bővülését több tényező is támogatja: fokozatosan erősödik a belföldi és a külső kereslet; igen alacsony lesz a kamatszint; enyhül a bizonytalanság; a több évi lanyha beruházási tevékenység után igény lesz a tőkeállomány modernizálására; enyhülnek a kedvezőtlen hitelkínálati hatások; a gazdaság élénkülésével párhuzamosan pedig kissé javulnak a profitmarzsok. Azonban egyes hatások – úgymint az alacsony kapacitáskihasználtsági szint, a vállalati mérlegek további konszolidációjának igénye, és hogy az övezet egyes tagországaiban és szektoraiban kedvezőtlenek a finanszírozási feltételek – továbbra is kedvezőtlenül hatnak a kilátásokra. A lakáscélú ingatlanberuházás a közeljövőben várhatóan szerény ütemben bővül, majd 2014 közepétől jellemzőbbé válik. Üteme ugyanakkor visszafogott marad, mivel néhány országban további lakáspiaci kiigazításra van szükség, ugyanakkor a rendelkezésre álló reáljövedelem gyengén bővül, és néhány helyen további lakásárcsökkenésre számítanak. Emellett a hosszú időszakot tekintve alacsony jelzálog-kamatszinttel és emelkedő lakásárakkal támogatott lakáscélú beruházások viszonylagos vonzereje, amely néhány országban megfigyelhető, csak fokozatosan fejtheti ki a hatását, mivel a szóban forgó országokban az építőipar csaknem elérte kapacitásainak korlátait. Az állami beruházások az előrejelzési időszakban várhatóan változatlanul visszafogottan alakulnak, ami a több euroövezeti tagországban tervezett fiskális konszolidációs intézkedéseknek tulajdonítható.

A dolgozói létszámban kifejezett foglalkoztatottság az előrejelzés szint a következő negyedévek során stagnál, majd 2014 közepétől szerény ütemben emelkedik. A foglalkoztatás élénkülése várhatóan azért lesz visszafogott, mert a gazdasági teljesítmény csak kismértékben javul, továbbá a kibocsátás ingadozására a megszokott módon csak késve reagál, ami azt jelenti, hogy először csak az egy dolgozóra eső munkaórák száma emelkedik, és a létszámot csak később emelik. Ugyanakkor néhány országban a munkahely-teremtésben figyelembe vett kibocsátás-növekedési küszöb a jelek szerint csökkent, ami a munkaerő-piaci reformok hatásának köszönhető. A munkaerő-állomány 2013-ban várhatóan stagnál, majd ezután szerény ütemben bővül, ahogy a lakosság egyes rétegei fokozatosan visszatérnek a munkaerőpiacra. Ez várhatóan fékezi a bérnövekedést, és hozzájárul a potenciális növekedéshez. A munkanélküliségi ráta az előrejelzési időszakban szerény mértékben tovább csökken. Az (egy alkalmazottra jutó kibocsátásban mért) munkatermelékenység 2013 folyamán javul, majd az előrejelzési időszak hátralevő részében jellemzővé válik, ami a gazdaság várható gyorsulását és a foglalkoztatottság késleltetett reakcióját tükrözi.

2. táblázat: Az euroövezet makrogazdasági prognóza

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

	2013. december				Módosítás 2013. szeptember óta		
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014
Reál-GDP ³⁾	-0,6	-0,4	1,1	1,5	-0,1	0,0	0,1
		[-0,5--0,3]	[0,4-1,8]	[0,4-2,6]			
Magánszektor fogyasztása	-1,4	-0,6	0,7	1,2	0,0	0,0	0,0
Kormányzati fogyasztás	-0,6	0,1	0,3	0,4	-0,1	0,2	-0,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-3,9	-3,0	1,6	2,8	0,1	0,6	-0,1
Export ⁴⁾	2,7	1,1	3,7	4,8	0,0	0,2	0,0
Import ⁴⁾	-0,8	-0,1	3,5	4,7	0,1	0,4	-0,3
Foglalkoztatás	-0,6	-0,8	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő-állomány %-ában)	11,4	12,1	12,0	11,8	0,0	-0,1	-0,2
HICP	2,5	1,4	1,1	1,3	0,0	-0,1	-0,2
		[1,4-1,4]	[0,6-1,6]	[0,5-2,1]			
HICP energia nélkül	1,9	1,5	1,3	1,5	0,0	-0,1	-0,2
HICP energia és élelmiszer nélkül	1,5	1,1	1,3	1,4	0,0	0,0	-0,1
HICP energia, élelmiszer és közvetett adók változása nélkül ⁵⁾	1,3	1,0	1,1	1,4	0,0	0,0	-0,1
Fajlagos munkaerőköltség	1,8	1,4	0,9	1,0	0,1	0,1	0,1
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,8	1,8	1,8	2,1	0,1	0,0	0,0
Munkatermelékenység	0,0	0,4	0,9	1,1	0,0	-0,1	-0,1
Államháztartási költségvetés egyenlege (GDP %-ában)	-3,7	-3,2	-2,6	-2,4	0,0	0,0	0,2
Strukturális egyenleg (GDP %-ában) ⁶⁾	-3,1	-2,5	-2,2	-2,1	0,1	0,0	0,1
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	90,6	93,2	93,6	93,1	0,2	0,2	-0,2
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	1,4	2,0	2,2	2,6	0,0	-0,6	-0,7

1) A 2014-re és 2015-re vonatkozó prognózis Lettországot is magában foglalja. Az euroövezeti országokra vonatkozó 2014. évi átlagos százalékos változások 2013-tól már Lettország adatait is tartalmazzák.

2) A prognózist övező sávokat többéves időszak prognózisa és tényleges adatai közötti különbség alapján határozzák meg. A sávszélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok kiszámítására alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekciót is magában foglal, az Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávok számítására című 2009. decemberi kiadvány ismerteti, amely az EKB honlapján is olvasható.

3) Munkanappal korrigált adatok.

4) Euroövezeten belüli kereskedelmet is magában foglalja.

5) A részindex a közvetett adók tényleges hatására adott becsléseken alapul. Ez eltérhet az Eurostat által közölt adatoktól, amelyek azzal a feltevéssel élnek, hogy az adózási hatások teljes mértékben és azonnal átgyűrűznek a HICP-be.

6) A kormányzati egyenlegnek a gazdasági ciklus átmeneti hatásaitól és a kormányzatok ideiglenes hatályú intézkedéseitől megtisztított értékeként megadva. A számítás az EKB-nak a ciklussal korrigált költségvetési egyenleg számításához használt módszertanát követi (lásd Bouthevillain, C. et al., „Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach”, 77. EKB-füzet, EKB, 2001. szeptember) és a KBER ideiglenes intézkedésekről adott meghatározását (lásd Kremer, J. et al., „A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances”, 579. EKB-füzet, EKB, 2007. január).

A magánszektor fogyasztása 2013 végén várhatóan kismértékben emelkedik, amit a rendelkezésre álló reáljövedelem szűkülésével párhuzamosan megfigyelhető megtakarításirata-csökkenése támogat. A szektor fogyasztása 2014 elejétől várhatóan élénkülni fog, ahogy a fokozatosan javuló munkaerő-piaci helyzetnek és az alacsony inflációnak köszönhetően a rendelkezésre álló jövedelmek növekedési üteme felgyorsul; mindez a megtakarítási ráta kismértékű emelkedése mellett. A kormányzati szektor fogyasztása az előrejelzési időszak során mérsékelten növekszik.

Az euroövezeten kívülről származó import az előrejelzési horizonton mérsékelt ütemben élénkül, bár a folyamat nagyságát továbbra is korlátozza a még mindig visszafogott összkereslet. A nettó kereskedelem várhatóan csak elhanyagolható mértékben járul hozzá az időszak reál-GDP-jének növekedéséhez. A folyó fizetési mérlegben keletkező többlet az időszakban emelkedik, és 2015-ben eléri a GDP 2,6%-át.

A Havi jelentés 2013. szeptemberi számában közölt makrogazdasági prognózissal összevetve a 2013-ra prognosztizált reál-GDP-növekedés változatlan, míg a 2014. évi 0,1 százalékponttal felfelé módosították, ami jórészt a 2013 végére szóló prognózis kismértékű felfelé való módosításához kapcsolódó pozitívabb áthúzó hatásnak tudható be.

ÁR- ÉS KÖLTSÉGPROGNÓZIS

A HICP-vel mért általános infláció 2013 novemberében 0,9% volt, tehát esett a 2012-ben mért 2,5%-ról. A 2013-ban tapasztalt kisebb infláció nagyrészt az energia- és élelmiszerárak gyengébb hatásával, valamint a szolgáltatásárak és energia nélkül számított iparcikkárak visszafogott trendjével magyarázható (lásd a Havi jelentés e havi számának 3. fejezetét).

Előretekintve a HICP-infláció várhatóan alacsony marad, majd 2014 végén kissé megemelkedik, 2015 folyamán pedig a gazdaság fokozatos élénkülésével párhuzamosan tovább erősödik. Az éves infláció 2013-ban 1,4%-ra, 2014-ben 1,1%-ra, 2015-ben pedig 1,3%-ra prognosztizálható.

A várható infláció mérsékelt szintje a határidős olajár-kontraktusok (futures) csökkenéséből adódó energiaár-esés árszintcsökkentő hatásának, az euroárfolyam felértékelődésének és a tartós gazdasági pangásnak tudható be. A részletesebb alakulást tekintve az energiaárak 2014-ben és 2015-ben várhatóan tovább csökkennek, ami a feltételezett olajjárással magyarázható. Az energiakomponens 2014-ben várhatóan csak elhanyagolható mértékben járul hozzá a HICP-vel mért infláció alakulásához, 2015-ben pedig kismértékű negatív hatást gyakorol rá, ami lényegesen a hosszabb távú átlag alatt található. Az élelmiszerárak inflációja 2014 első három negyedévében várhatóan csökken, ami a lefelé irányuló bázishatásnak, valamint a nemzetközi és európai élelmiszer-alapanyagárak várható csökkenésének tudható be. Ezt követően 2015-ben élénkül az infláció, ahogy az élelmiszer-alapanyagárak előreláthatólag ismét emelkednek (lásd ábrát). Az energia- és élelmiszerárak nélkül számított HICP-vel mért infláció a prognózis szerint 2014-ben csak mérsékelt ütemben erősödik, majd az éves emelkedési ütem 2015-ben 1,4%-ra nő. Ahogy az előző időszak közvetett-emeléseinek inflációt erősítő hatása 2014-ben és 2015-ben előreláthatólag visszaesik, az energiaárakat, az élelmiszerárakat és közvetett adókat nem tartalmazó HICP-vel mért infláció az előrejelzési időszak során várhatóan kissé erősebben emelkedik (lásd még a Havi jelentés e havi számának 3. fejezetében elhelyezett 5. keretes írást).

A külső ároldali nyomás 2013 első három negyedévében enyhül a gyenge világgazdasági kereslet, az effektív euroárfolyam erősödése, valamint az olajárak és az olaját nem tartalmazó nyersanyagárak csökkenése miatt. Az importdeflátorra adott becslés tehát a vizsgált időszakban éves szinten visszaesett. Míg az elkövetkező negyedévekben a csökkenő trend a vázolt tényezők miatt folytatódik, 2014 közepétől kezdődően várhatóan kismértékben emelkedik, ahogy az euroárfolyam felértékelődésének negatív irányú hatása fokozatosan gyengül, az energián kívüli nyersanyagok ára emelkedik, és élénkül az import iránti kereslet, ami lehetővé teszi a nagyobb haszonkulcsokat.

Ami a belföldi ároldali nyomást illeti, az egy főre jutó munkajövedelem éves növekedési üteme az előrejelzés szerint 2013-ban és 2014-ben 1,8% marad, majd 2015-ben 2,1%-ra emelkedik. A fajlagos munkaerőköltség növekedési üteme a 2012. évi 1,8%-ról 2013-ban 1,4%-ra, 2014-ben pedig 0,9%-ra lassul, ami a ciklikus termelékenységnövekedésnek köszönhető, amely a foglalkoztatásnak a gazdasági élénkülésre adott késleltetett hatását tükrözi. Ehhez járul még az egy főre jutó munkajövedelem nagyjából

változatlan éves növekedése. Mivel 2015-ben az egy főre jutó munkajövedelem valamivel erősebben növekedett, mint a munkatermelékenység, a fajlagos munkaerőköltség is várhatóan kismértékben javul ennek hatására.

Azután, hogy 2012-ben (a tényezőkölségen számított GDP-deflátor és a fajlagos munkaerőköltség különbségével mért) jövedelmezőségi mutató erősen visszaesett, 2013-ban értéke várhatóan stabilizálódik, ami a gazdasági teljesítménynek az év folyamán valószínűsített fokozatos, ámbar szerény mértékű javulásának köszönhető. Az ezt követő időszakban a fokozatosan javuló gazdasági helyzet várhatóan a haszonkulcsok szerény javulását vonja maga után.

A szabályozott áraknak és közvetett adóknak a fiskális konszolidációs tervekben szereplő emelkedése várhatóan jelentősen hozzájárul a 2013. és 2014. évi HICP-vel mért infláció emelkedéséhez. Ez a hatás a prognózis alappályája szerint 2015-ben várhatóan kevésbé erős lesz, ami azonban részben a 2015-ben hozandó fiskális intézkedésekre vonatkozó részletes információ hiányával magyarázható.

A Havi jelentés 2013. szeptemberi számában közzétett makrogazdasági prognózissal összevetve a HICP-vel mért inflációnak a 2013-ra prognosztizált emelkedését 0,1 százalékponttal lefelé módosították, ami a az utóbbi időszak vártnál alacsonyabb eredményeinek tudható be. A 2014-re vonatkozó inflációs prognózist 0,2 százalékponttal lefelé módosították, ami az alacsonyabb nyersanyagáraknak is betudható.

Makrogazdasági prognózisok

(negyedéves adatok)

Euroövezeti HICP (éves változás, százalék)



Euroövezeti GDP²⁾ (negyedéves változás, százalék)



1) A prognózis alappályáját övező sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség alapján határozzák meg. A sávszélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok kiszámítására alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekciót is magában foglal, az „Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávós számítására” című, 2009. decemberi kiadvány ismerteti, amely az EKB honlapján is olvasható.

2) Munkanappal korrigált adatok.

KÖLTSÉGVETÉSI KILÁTÁSOK

Az 1. keretes írásban ismertetett feltételezések alapján az euroövezet GDP-arányos államháztartási hiánya a 2012-es 3,7%-ról 2013-ban 3,2%-ra, majd 2014-ben 2,6%-ra, 2015-ben pedig 2,4%-ra csökken. A 2013-as alacsonyabb prognosztizált deficit a több országban végrehajtott költségvetési konszolidációs erőfeszítéseket, valamint a pénzügyi szektornak nyújtott állami segítség részleges visszafogását tükrözi. 2014-ben és 2015-ben az államháztartási hiány várható csökkenésének háttérben a ciklikus komponens

kedvező hatása és a strukturális komponens folyamatos javulása áll. A prognózis szerint azonban a strukturális komponens javulása – amelyet lényegileg a kormányzati kiadások folyamatosan szerény növekedési üteme táplál – a 2013-asnál lassúbb ütemű lesz. Emiatt a strukturális – azaz a gazdasági ciklussal kiigazított és valamennyi átmeneti intézkedéstől megtisztított – költségvetési egyenleg várhatóan érzékelhetően javul 2013-ban, az előrejelzési időszak fennmaradó részében pedig ennél kisebb mértékben. Az euroövezet GDP-arányos bruttó államadóssága 2014-ben éri el csúcspontját 93,6%-on, majd 2015-ben 93,1%-ra csökken.

2. keretes írás

FISKÁLIS ÉRZÉKENYSÉGI ELEMZÉS

Az érzékenységi elemzés (sensitivity analysis) célja számszerűsíteni azokat a prognózis alappályát övező kockázatokat, amelyek abból adódhatnak, hogy a prognózist megalapozó egyes feltevések pályája másképpen alakul. Jelen keretes írás azt ismerteti, hogy miként alakulnának az eredmények, ha a költségvetési sarokszámok elérése érdekében további fiskális konszolidációra kerülne sor.

Amint az 1. keretes írásban említettük, a fiskális politikai feltevések alapja a nemzeti parlamentek által már elfogadott összes intézkedés, illetve a kormányok által kellő részletességgel kidolgozott minden olyan intézkedés, amelyet a jogalkotók nagy valószínűséggel elfogadnak. A legtöbb ország esetében a prognózis alappályájában szereplő az intézkedések nem elégítik ki a Stabilitási és Növekedési Paktum sem korrekciós, sem preventív ágát alkotó fiskális konszolidációs követelményeket. Az e követelmények teljesítése iránti elkötelezettség nagyjából tükröződik a kormányok 2013-as aktualizált stabilitási programjaiban felvázolt fiskális célkitűzésekben, az EU-IMF programdokumentumokban, valamint a 2014-es költségvetési tervek közelmúltban benyújtott tervezeteiben. A célkitűzések elérését szolgáló intézkedések viszont több esetben vagy nincsenek megnevezve, vagy nem kellően konkrétak, így az alapprognozist készítése során nem veszik figyelembe őket. Különösen igaz ez a 2015-ös év esetében, amellyel a legtöbb országban az aktuális költségvetési tervek még nem foglalkoznak. Nem csak szükséges tehát, hanem valószínű is, hogy a kormányok az alappályában szereplőkön túl további fiskális konszolidációs intézkedéseket is hoznak 2015-ben. E további konszolidációs intézkedések reál-GDP-re és a HICP-inflációra gyakorolt hatását a fiskális érzékenységi elemzés segítségével lehet megragadni. Az érzékenységi elemzésnek a prognózis alappályáját övező kockázatok értékelésében van fontos szerepe.

A fiskális érzékenységi elemzést megalapozó feltevések

A fiskális érzékenységi elemzés kiindulópontja a kormányok költségvetési célkitűzései és a költségvetési prognózis alappályája közti „fiskális rés”. A várható további költségvetési konszolidációt országspecifikus körülmények és információk (méret és összetétel) segítségével mutatják ki. Konkrétabban, az országspecifikus információkkal a költségvetési célkitűzéseket övező bizonytalanságot, a további fiskális konszolidációs intézkedések valószínűségét és a hozzájuk kapcsolódó makrogazdasági visszacsatolási hatásokat igyekeznek megragadni.

E megközelítés alapján az euroövezetben a további konszolidáció mértéke 2013-ban nagyjából nulla, 2014-ben a GDP 0,2%-a, míg 2015-re ennél nagyobb százalékos arány valószínűsíthető (hozzávetőleg a GDP 0,6%-a, így 2015-ig bezárólag a további konszolidációs igény kumulált értéke a GDP 0,8%-ának felel meg). Ami a fiskális intézkedések összetételét illeti, az érzékenységi elemzésben a legvalószínűbb konszolidációs erőfeszítések ország- és időszak-specifikus profiljait is igyekeznek figyelembe venni. Az aktuális értékelés megállapítása szerint euroövezeti aggregált szinten a fiskális konszolidáció súlypontja kissé a költségvetés kiadási oldala felé billen, jóllehet a közvetett és a közvetlen adók, valamint a társadalombiztosítási járulékok emelkedésével is számol.

A további költségvetési konszolidáció makrogazdasági hatása

A fiskális érzékenységi elemzés euroövezeti reál-GDP-növekedésre és HICP-inflációra gyakorolt hatásának szimulációs eredményeit – amelyeket az EKB New Area-Wide Model-jel segítségével generáltak – az alábbi táblázat foglalja össze.

A további fiskális konszolidációnak az euroövezet reál-GDP-növekedésére és HICP-inflációjára gyakorolt, becsült makrogazdasági hatása

Feltevés (GDP %-ában)	2013	2014	2015
Kormányzati költségvetési célkitűzés ¹⁾	-3,1	-2,4	-1,6
Fiskális alapprognózis	-3,2	-2,6	-2,4
További fiskális konszolidáció (kumulált) ²⁾	0,0	0,2	0,8
A további fiskális konszolidáció hatásai (százalékpont)³⁾			
Reál-GDP-növekedés	0,0	-0,1	-0,3
HICP-infláció	0,0	0,0	0,2

¹⁾ Az érintett országok aktuális EU-IMF programdokumentumaiban szereplő nominális célkitűzések; azon országok esetében, amelyek ellen túlzott költségvetési hiány miatt eljárás folyik, az eljáráshoz kapcsolódó legfrissebb ajánlások; az eljárás által nem érintett országok esetében pedig a 2014-es költségvetési tervek tervezetei és az aktualizált 2013-as stabilitási programok.

²⁾ Az euroövezeti szakértők értékelésén alapuló érzékenységi elemzés.

³⁾ A reál-GDP-növedési és HICP-inflációs (mindkét esetben éves) adatok esetében az alappályától való százalékpontos eltérés. A makrogazdasági hatást az EKB New Area-Wide Model-je segítségével szimulálták.

A további fiskális konszolidáció makrogazdasági hatása 2013-ban és 2014-ben korlátozott. 2015-ben a reál-GDP-növekedésre gyakorolt hatás a becslés szerint hozzávetőleg -0,3 százalékpont, míg a HICP-inflációra hozzávetőleg 0,2 százalékpont. A reál-GDP-növekedés tekintetében tehát az elemzés, különösen 2015-re, némi lefelé mutató kockázatot jelez, mivel egyelőre nem mindegyik szükségesnek ítélt intézkedés szerepel az alapprognózisban. Az infláció tekintetében ugyanakkor felfelé mutató kockázatokkal is kell számolni, mivel az elemzés szerint a további konszolidáció egy része a közvetett adók emeléséből adódik.

Kiemelendő, hogy a fiskális érzékenységi elemzés a valószínűsíthető további fiskális konszolidációnak kizárólag a potenciális rövid távú hatásaira összpontosít. Még a gondosan megtervezett fiskális konszolidációs intézkedéseknél is legtöbbször számolni kell azzal, hogy rövid távon negatív hatásuk lesz a reál-GDP alakulására, hosszabb távon azonban bizonyos pozitív konjunkturális hatások is jelentkeznek, amelyek ennek az elemzésnek a horizontján nem egyértelműek.²

Végül, az elemzés eredményeit nem szabad úgy értelmezni, mint amely alapján megkérdőjelezhető a további fiskális konszolidációs erőfeszítések szükségessége az előrejelzési horizonton. Az euroövezet államháztartásának rendbetételéhez igenis további konszolidációs erőfeszítésekre van szükség. Amennyiben ezek az erőfeszítések elmaradnak, fennáll a kockázata annak, hogy mindez az államadósság kedvezőtlen árazásában csapódik le. Az erőfeszítések elmaradása a bizalom alakulását is negatívan befolyásolhatja, ami pedig késleltetheti a gazdasági fellendülést.

¹⁾ A New Area-Wide Model leírását lásd Christoffel K., Coenen G. és Warne A., "The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis" 944. EKB-füzet, EKB, 2008.

²⁾ A fiskális konszolidáció makrogazdasági hatásainak részletesebb elemzését lásd "The role of fiscal multipliers in the current consolidation debate", Havi jelentés, EKB, 2012. december.

MÁS INTÉZMÉNYEK ELŐREJELZÉSEI

Számos nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény készít előrejelzést az euroövezetről, amelyek azonban szigorúan véve sem egymással, sem az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisával nem vethetők össze, mivel más-más időpontban véglegesítik őket. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külgazdasági változókra – például a kőolaj és az egyéb nyersanyagok ára – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben meg nem nevezett) módszerekkel alakítják ki. Végül a munkanap-korrekció módszere is eltér a különféle előrejelzésekben (lásd az alábbi táblázatot).

Az egyéb intézményektől jelenleg rendelkezésre álló előrejelzések szerint az euroövezet reál-GDP-je 2013-ban várhatóan 0,4%-kal csökken, ami egybeesik az eurorendszer szakértői prognózisával. Az egyéb előrejelzések szerint a reál-GDP-növekedés fokozatosan 0,9% és 1,1% közötti ütemre emelkedik 2014-ben, majd 1,3% és 1,7% közöttire 2015-ben, hasonlóan az eurorendszer szakértői prognózisában felvázolt pályához.

Ami az inflációt illeti, más intézmények előrejelzései az éves HICP-inflációt átlagosan 1,4% és 1,5% közötti értékre várják 2013-ban, ami az eurorendszer szakértői prognózisának közelében van. Az egyéb rendelkezésre álló előrejelzések szerint a HICP-infláció várhatóan átlagosan 1,2% és 1,5% között lesz 2014-ben, valamint 1,2% és 1,6% között 2015-ben.

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

(éves változás, százalék)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés			HICP-infláció		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
Az eurorendszer szakértői prognózisa	2013. december	-0,4 [-0,5–0,3]	1.1 [0.4–1.8]	1.5 [0.4–2.6]	1.4 [1.4–1.4]	1.1 [0.6–1.6]	1.3 [0.5–2.1]
Európai Bizottság	2013. november	-0,4	1.1	1.7	1.5	1.5	1.4
OECD	2013. november	-0,4	1.0	1.6	1.4	1.2	1.2
Euro Zone Barometer (Eurozóna barométer)	2013. november	-0,4	1.1	1.5	1.5	1.4	1.6
A Consensus Economics előrejelzései	2013. november	-0,4	0.9	1.3	1.4	1.3	1.6
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2013. november	-0,4	1.0	1.5	1.4	1.5	1.6
IMF	2013. október	-0,4	1.0	1.4	1.5	1.5	1.4

Forrás: Az Európai Bizottság gazdasági előrejelzése, 2013. ősz; a Nemzetközi Valutaalap világgazdasági előrejelzése, 2013. október; az OECD 2013. novemberi gazdasági előrejelzése; a Consensus Economics előrejelzései; MJEconomics; az EKB hivatásos előrejelző intézményekkel készített felmérése (SPF).

Megjegyzés: Az EKB szakértőinek makrogazdasági prognózisa és az OECD előrejelzései egyaránt munkanappal igazított éves növekedési ütemek, ezzel szemben az Európai Bizottság és az IMF növekedési adatai nincsenek az éves munkanapszám szerint korrigálva. A többi előrejelzés nem közli, végeztek-e munkanap szerinti kiigazítást vagy sem.

© Európai Központi Bank (2013)

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 sokszorosítása oktatási és nem kereskedelmi célból, a forrás feltüntetésével megengedett.