



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

## BEVEZETÉS

Az Európai Központi Bank (EKB) árstabilitási megbízatását szem előtt tartva 2014. június 5-i ülésén úgy határozott, hogy egy intézkedéscsomag bevezetésével tovább lazítja a monetáris politikát, és támogatja a reálgazdaságba irányuló hitelezést. Az intézkedések között szerepel az EKB irányadó kamatainak csökkentése, célzott, hosszabb távú refinanszírozási műveletek, eszközalapú értékpapírok végleges megvételének előkészítése, valamint a rögzített kamatú, teljes allokálású tendereljárások meghosszabbítása. A testület ezenkívül úgy döntött, hogy felfüggeszti a heti finomhangoló műveletet, amelynek célja az értékpapír-piaci program keretében nyújtott likviditás sterilizációja.

A fenti döntések a Kormányzótanács gazdasági elemzésén alapulnak, de meghozataluk során figyelembe vették az eurorendszer szakértőinek legfrissebb makrogazdasági prognózisát, valamint a monetáris elemzésből származó jelzéseket is. Az intézkedések együttesen lehetővé teszik, hogy az infláció üteme ismét közelebb kerüljön a 2%-hoz. A közép- és hosszú távra szóló inflációs várakozások továbbra is szilárdan rögzítettek, ami összhangban van a Kormányzótanács azon céljával, hogy az infláció ütemét 2% alatt, de ahhoz közel tartsák. Az elkövetkező időszakot tekintve feltett szándékuk, hogy az infláció rögzítését garantálják. Ami a testületnek a kamatpálya jövőbeli alakulására adott iránymutatását illeti, az aktuális inflációs kilátásokat figyelembe véve az EKB irányadó kamatai tartósan a jelenlegi szinten maradnak. Ezt a várakozást a Kormányzótanács 2014. június 5-i döntése még inkább alátámasztja, sőt szükség esetén nem fog késlekedni a további monetáris politikai lazítással. A Kormányzótanács egyhangúlag vállalja, hogy megbízatásának keretein belül a hagyományostól eltérő eszközöket is be fog vetni, amennyiben a túlságosan elhúzódó alacsony inflációból eredő további kockázatok kezelése ezt megkívánja.

A 2014. június 5-én bejelentett egyes intézkedések keretében a Kormányzótanács a rendszeres gazdasági és monetáris elemzés alapján úgy határozott, hogy az irányadó refinanszírozási műveletek kamatlábat 10 bázisponttal 0,15%-ra, az aktív oldali rendelkezésre állását pedig 35 bázisponttal 0,40%-ra csökkenti. A betéti konstrukció kamatát 10 bázisponttal -0,10%-ra vitték le. A kamatmódosítás hatályba lépésének időpontja 2014. június 11. A negatív kamatláb a tartalékállomány kötelező tartalékot meghaladó részére és bizonyos egység, az eurorendszerrel elhelyezett betétekre is érvényes.

A háztartásoknak és a nem pénzügyi vállalatoknak kihelyezett, a háztartások lakáskölcsöneit nem tartalmazó hitelek támogatása érdekében a testület úgy döntött, hogy egy sor célzott, hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletet (CHLRM) végez. Az összes CHLRM futamideje 2018 szeptemberében, tehát mintegy négy év múlva lejár. A partnerek induláskor az euroövezeti nem pénzügyi magánszektor irányában 2014. április 30-án fennálló, a háztartási lakáscélú kölcsönt nem tartalmazó teljes hitelállományuk 7%-ának megfelelő összegű hitelt vehetnek fel. Az állami szektornak nyújtott hitel nem szerepel a számításban. A kezdeti jogosultság együttes összege mintegy 400 milliárd eurót tesz ki. Erre a célra 2014 szeptemberében és decemberében két egymást követő CHLRM-műveletet végeznek. Emellett 2015 márciusától 2016 júniusáig a partnereknek lehetőségük lesz negyedévente hitelt felvenni, amelynek mértéke az euroövezeti nem pénzügyi szektorba irányuló, a háztartások lakáscélú kölcsönét nem tartalmazó, bizonyos meghatározott referenciaérték fölötti nettó kihelyezésük legfeljebb háromszorosában lesz megszabva. A nettó hitelállományt az új hiteleknek a visszafizetéssel csökkentett értékében mérik. A hitelértékesítés, az értékpapírosítás és a leírás nem befolyásolja a nettó hitelállomány mértékét. A CHLRM kamatlába minden egyes művelet esetében a teljes futamidő alatt rögzített lesz, mégpedig az eurorendszer irányadó refinanszírozási műveletének a hitelfelvétel időpontjában érvényes kamatlábjának 10 bázisponttal megemelt értékén. A partnereknek minden egyes CHLRM után 24 hónappal lehetőségük

lesz törlesztésre. Rendelkezésekkel biztosítják, hogy a források a reálgazdaság támogatására legyenek fordítva. Azoknak a partnereknek, akik a reálgazdasági nettó kihelyezés egyes feltételeit nem teljesítik 2016 szeptemberében vissza kell fizetniük a felvett hitelt.

A Kormányzótanács további döntése értelmében a pótlólagos hitelkövetelési rendszerben szereplő további eszközök meglevő fedezeti felhasználhatóságát legalább 2018 szeptemberéig kiterjesztik.

Harmadrészt a testület fokozza az eszközalapú értékpapírpiacra zajló végleges vételekkel kapcsolatos előkészítő munkát, amivel célja a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának javítása. A kezdeményezés keretében az eurorendszer olyan egyszerű és átlátható eszközalapú papírok vásárlását veszi fontolóra, amelyek eszközfedezete az euroövezeti nem pénzügyi szektorral szembeni valamilyen követelés. E munka során a szabályozási környezetben szükséges változtatásokat is figyelembe veszik, és ennek érdekében egyéb érintett intézményekkel is együttműködnek.

Negyedrész a testület mind a kamatpálya jövőbeli alakulására adott iránymutatásával, mind a fokozottan laza monetáris politika fenntartására irányuló döntésével, valamint azzal a céllal, hogy féken tartsa a pénzpiaci volatilitást, úgy döntött, hogy ameddig szükséges, de legalább a 2016. december végén záródó tartalékolási időszak végéig irányadó refinanszírozási műveleteit (IRM) továbbra is rögzített kamatú, teljes allokációs tendereljárással végzi. Ezenkívül arról is döntöttek, hogy az eurorendszer 2016. december végén záródó tartalékolási időszakának végéig nyújtandó három hónapos, hosszabb lejáratú refinanszírozási műveleteket (HLRM) rögzített kamaton, teljes allokációval végzik. Említett műveletek kamatát a megfelelő HLRM futamideje alatt érvényes IRM átlagos kamatlábán rögzítik. A testület további döntése értelmében felfüggesztik a heti finomhangoló műveletet, amelynek célja az értékpapírpiaci program keretében nyújtott likviditás sterilizációja.

Közgazdasági elemzés: az euroövezet reál-GDP-je 2014 első negyedében 0,2%-kal bővült az előző negyedéhez képest. Ez az adat igazolja, hogy a gazdaság fokozatosan élénkül, miközben az eredmények a várttól némileg elmaradnak. A legfrissebb felmérések eredményei 2014 második negyedében is mérsékelt ütemű növekedést jeleznek. Ami a kilátásokat illeti, a belföldi keresletre továbbra is támogatólag hat néhány tényező, úgymint a laza monetáris politika, a reálgazdaságba is átgűrűző folyamatosan javuló finanszírozási helyzet, a fiskális konszolidáció és a strukturális reformok terén elért eredmények, valamint a rendelkezésre álló jövedelemnek az energiaárak csökkenéséből adódó bővülése. Ugyanakkor, jóllehet a munkaerőpiacokon további javulás jelei érzékelhetők, az euroövezet változatlanul nagy munkanélküliség és általánosan nagyfokú kapacitáskihasználatlanság jellemzi. Ráadásul a monetáris pénzügyi intézmények (MPI) magánszektorba való hitelkihelyezésének éves növekedési üteme áprilisban is negatív előjelű volt, az állami és a magánszektorokban szükséges mérlegkiigazítás pedig vélhetően továbbra is fékezi a gazdasági fellendülést.

Ugyancsak a mérsékelt ütemű fellendülésre utaló helyzetértékelés körvonalazódik az eurorendszer szakértőinek az övezetről szóló, 2014. júniusi makrogazdasági prognózisában is, amely 2014-re az éves reál-GDP 1,0%-os, 2015-re 1,7%-os, 2016-ra pedig 1,8%-os növekedését vetíti előre. Az EKB szakértőinek 2014. márciusi makrogazdasági prognózisával összevetve a 2014-es reál-GDP-növekedési prognózist lefelé, míg a 2015. évit felfelé módosították.

Az övezet gazdasági kilátásaival kapcsolatos kockázatok változatlanul az alacsonyabb növekedés irányába mutatnak. A globális pénzügyi piacokon és a feltörekvő gazdaságokban zajló folyamatok, valamint a geopolitikai kockázatok potenciálisan negatívan befolyásolhatják a gazdasági környezetet. A vártnál alacsonyabb növekedés irányába mutat az is, hogy a vártnál gyengébben alakulhat a belföldi kereslet, ha az övezet országaiban nem megfelelően hajtják végre a strukturális reformokat, valamint ha lassabban bővül a kivitel.

Az Eurostat előzetes becslése szerint az euroövezet HICP-vel mért éves inflációja az áprilisi 0,7%-ról májusban 0,5%-ra csökkent, ami a vártnál alacsonyabb volt. A Kormányzótanács 2014. június 5-i ülésén rendelkezésre álló információk alapján a HICP-vel mért éves infláció az elkövetkező hónapokban várhatóan a jelenlegi alacsony szinten marad, 2015 és 2016 folyamán is csak fokozatosan emelkedik, ami alátámasztja a hozott döntések indokoltságát. Ugyanakkor az euroövezet közép- és hosszú távra szóló inflációs várakozásai továbbra a Kormányzótanács azon céljának megfelelően szilárdan rögzítve vannak, hogy az infláció üteme 2% alatt, de ahhoz közel tartózkodjon. Az elkövetkező időszakot tekintve a Kormányzótanácsnak eltökélt, hogy az inflációs „horgony” megmaradjon.

A testület helyzetértékelését az eurorendszer szakértőinek 2014. júniusi euroövezeti makrogazdasági prognózisa is alátámasztja. Az előrejelzés szerint az éves HICP-infláció 2014-ben 0,7%, 2015-ben 1,1%, 2016-ban pedig 1,4% lesz. 2016 utolsó negyedévére 1,5%-ot prognosztizálnak. Az EKB szakértőinek 2014. márciusi makrogazdasági prognózisával összevetve a 2014-es, 2015-ös és 2016-os inflációs prognózisokat lefelé módosították. Hangsúlyozni kell, hogy a prognosztizált értékek számos technikai feltevéstől függenek, így például az árfolyamra és kőolajra tett feltevésektől, továbbá, hogy az egyes prognózisok körüli bizonytalanság az előrejelzési időszak hosszával arányban nő.

A Kormányzótanács úgy ítéli meg, hogy az áralakulási kilátásokat övező felfelé, illetve lefelé mutató kockázatok középtávon összességében egyensúlyban vannak. Ezzel összefüggésben a geopolitikai kockázatok és az árfolyam-alakulás esetleges negatív hatásait a testület szorosan figyelemmel kíséri.

Monetáris elemzés: a 2014. áprilisi adatok változatlanul a szélesebb értelemben vett pénzzaggregátum (M3) alapütemének visszafogott növekedésére utalnak. Az M3 éves növekedési üteme a márciusi 1,0%-ról áprilisban 0,8%-ra tovább lanyhult. A szűkebb értelemben vett monetáris aggregátum (M1) növekedési üteme a márciusi 5,6%-ról áprilisban 5,2%-ra mérséklődött. A közelmúltban az éves M3-növekedése mögött elsősorban az MPI-k nettó külső eszközpozíciójának emelkedése állt, ami részben a nemzetközi befektetők részéről az euroövezeti eszközök iránti változatlan érdeklődésnek tudható be. A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek (hitelértékesítéssel és értékpapírosítással kiigazított) éves növekedési üteme a 2014. márciusi -3,1% után áprilisban -2,7% volt. A nem pénzügyi vállalatok gyenge hiteldinamikája továbbra is a konjunktúraciklustól való elmaradásukat, a hitelkockázatot, valamint a pénzügyi és egyéb szektorokban zajló mérlegkiigazítást tükrözi. A háztartásoknak nyújtott hitelek (hitelértékesítéssel és értékpapírosítással korrigált) éves növekedése 2014 áprilisában 0,4% volt, vagyis 2013 eleje óta alig változott.

Összefoglalva, a monetáris elemzés eredményének a közgazdasági elemzéssel való összevetése nyomán a Kormányzótanács olyan intézkedéscsomag elfogadása mellett döntött, amellyel tovább lazít a monetáris politikán, és támogatja a reálgazdaság hitelellátását.

Az erősebb gazdasági élénkülés érdekében a bankok és az euroövezeti döntéshozók részéről nagyobb erőfeszítések megtételére van szükség. A gyenge hiteldinamikával jellemezhető környezetben a banki mérlegek aktuális átfogó vizsgálata rendkívül fontos. A bankoknak maradéktalanul ki kell használniuk a vizsgálat adta lehetőséget a fizetőképességi és tőkepozíciójuk javítására, amivel hozzájárulnak a hitelkínálatukat, és így a gazdasági fellendülést fékező tényezők felszámolásához. Ugyanakkor az euroövezeti döntéshozóknak határozott intézkedéseket kell hozniuk a fiskális politika és a strukturális reformok terén.

Fiskális politika: az eurorendszer szakértőinek 2014. júniusi makrogazdasági prognózisa szerint további előrelépés történt az euroövezet állami szektora pénzügyi helyzetének rendbehozatalában. Az övezet aggregált államháztartási hiánya a 2013-as GDP-arányos 3,0%-ról a prognózis szerint fokozatosan csökken, és 2014-ben a GDP 2,5%-a lesz. 2015-ben és 2016-ban tovább csökken a mutató, mégpedig 2,3%, illetve 1,9%-ra. Az államadósság várhatóan rekordmagasságba szökik idén, elérve a GDP 93,4%-

át, majd 2016-ban várhatóan körülbelül 91%-ra csökken. Ami a szerkezeti reformokat illeti, fontos lépéseket tettek a versenyképesség fokozására és az egyes országok munkaerő- és termékpiacai alkalmazkodóképességének javítására, bár az eredmények egyenetlenül oszlanak meg az országok között, és távolról sem zárult le a folyamat. A Kormányzótanács ezzel összefüggésben tudomásul veszi az Európai Bizottság 2014. június 2-án kiadott fiskális és strukturális politikai ajánlásait, amelyek szerint tovább kell haladni a költségvetési és makrogazdasági egyensúlyi problémák lefaragásának pályáján. Az EU Tanácsának beadott ajánlás – amely négy euroövezeti országban helyezné hatályon kívül a túlzott hiány miatt indított eljárást – jelzi, hogy folyamatosan javul a helyzet a közpénzügyek rendezése szempontjából is. Az euroövezeti országoknak azonban nem szabad hagyniuk, hogy alábbhagyjon a fiskális konszolidáció terén mutatott előrehaladás. Az euroövezet makrogazdasági ellenőrzési rendszerének teljes körű, következetes megvalósítása az övezetbeli országoktól megkívánt intézkedésekkel együtt elősegíti a potenciális növekedést, javítja a térség megrázkódtatásokkal szembeni alkalmazkodóképességét, és hozzájárul az új munkahelyek teremtéséhez.

A Havi jelentés jelenlegi számában egy cikk található, amelynek címe: „Az eurorendszer szakértőinek 2014. júniusi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről”.

# AZ EKB 2014. JÚNIUSI HAVI JELENTÉSE – A FEJEZETEK KIVONATOS ISMERTETÉSE

## GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK

### 1 AZ EUROÖVEZET ÉS A NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK

A világgazdaság továbbra is fokozatos élénkülési pályán halad, habár a növekedés 2014 első negyedévében valamelyest veszített a lendületéből az elsősorban az Egyesült Államokat és Kínát érintő átmeneti tényezők miatt. Ahogy ezen tényezők kedvezőtlen hatása fokozatosan enyhül, a világgazdasági teljesítmény az elkövetkező időszakban várhatóan javul, amit mind a fejlett, mind a feltörekvő gazdaságok helyzete alátámaszt. Az alapvető tendenciák ugyanakkor továbbra is azt jelzik, hogy a növekedés dinamikája a fejlett gazdaságok javára tolódott el, míg a világgazdasági élénkülés általánosan szerény mértékű. A világkereskedelem bővülése az év eleje óta kissé alábbhagyott, ami összhangban van a gazdaság lassulásával. A globális infláció az első negyedévben kissé megemelkedett, de még mindig alacsony, ami a visszafogott energiaár-alakulásnak és a tartósan lanya gazdasági növekedésnek tudható be.

### 2 MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

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

A 2014 első negyedéről és áprilisáról rendelkezésre álló információk megerősítik a helyzetképet, miszerint a pénzmennyiség és a hitelállomány bővülésének alapüteme gyenge. Az M3 éves növekedése tovább mérséklődött, ami a pénztulajdonosok likvid pénzeszközök iránti gyengébb preferenciáját tükrözi, ahogy a forrásokat átcsoportosítják a széles értelemben vett pénzmennyiségen kívül eső, magasabb kamatozású eszközökbe. A nem pénzügyi magánszektorok nyújtott hitelezés 2014 első négy hónapjában gyengén bővült; ezen belül a háztartásoknak nyújtott hitelek növekedése stabil, de visszafogott volt, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelekből pedig nettó alapon ismét visszafizetés történt. Az MPI-*knél* felhalmozódó nettó külföldi eszközök 2014 első negyedévében is az euroövezet legfőbb pénzteremtő forrását adták, míg áprilisban csak szerény havi szintű beáramlást lehetett tapasztalni. Nincs határozott jele az általános adósságleépítési trend kiegyenlítődéssének, ahogy a MPI-k fő eszközei 2014 első négy hónapja során tovább csökkentek, és a szűkülés nagyjából ugyanolyan ütemű volt, mint a közelmúltban.

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

A nem pénzügyi szektorok pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme 2013 negyedik negyedévében kissé csökkent, ami a 2011 eleje óta megfigyelhető trendet követi, amely a gyenge gazdasági környezet és a rendelkezésre álló jövedelem visszafogott alakulásának tudható be. Ugyanebben a negyedévben nőtt a biztosítók és a nyugdíjalapok pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme, ami elsősorban az adósságviszonyt megtestesítő értékpapírok és befektetési jegyek alakulásának tudható be.

#### 2.3 PÉNZPIACI KAMATLÁBAK

2014 februárjának vége és júniusának eleje között a pénzügyi kamatok nagyon kicsit emelkedtek, és némi volatilitást mutattak, ami főként a többletlikviditás ingadozását és hó végi hatásokat tükröz. A partnerek

korai visszafizetés keretében az eredetileg 2011. decemberi és 2012. februári hároméves, hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet során (HLRM) kapott 1018,7 milliárd euro hitelösszegeből 557 milliárd eurót visszafizettek.

## 2.4 KÖTVÉNYPIAC

2014 februárjának vége és júniusának eleje között az euroövezeti és USA-beli kötvényhozamok visszaestek. A folyamat május második felében felgyorsult, majd június elején részben megfordult. A kisebb államkötvényhozamok a vegyes gazdasági adatok és a geopolitikai zavarok miatt a piaci szereplők által érzékelt megnövekedett feszültségek hatását tükrözik. A tárgydőszak első felében megfigyelhető hozamcsökkentő nyomás az egyesült államokbeli Federal Open Market Committee (FOMC- Szövetségi Nyílt Piaci Bizottság) mennyiségi lazító programjára vonatkozó bejelentéseknek is betudható. Az euroövezeti államkötvényhozamok és az egynapos indexált swapkamatok közötti különbségek csökkentek, ami a visszatérő bizalommal és a kötvénypiaci bizonytalanság körüli összességében stabil várakozásokkal hozható összefüggésbe. Az euroövezeti hosszú távú inflációs várakozások pénzügyi mutatói nem változtak szignifikánsan, és továbbra is teljes mértékben összeegyeztethetők az árstabilitással.

## 2.5 RÉSZVÉNYPIACOK

2014 februárjának vége és júniusának eleje között mind az euroövezeti, mind az egyesült államokbeli részvényárfolyamok emelkedtek, ami az általánosan pozitív jövedelemadatokkal és a gazdasági élénkülés jeleivel magyarázható, bár a tárgydőszakban közzétett adatok meglehetősen vegyes képet mutatnak. Ugyanakkor különösen a tárgydőszak első két hónapja során a kiéleződött geopolitikai feszültségek és a FOMC arra vonatkozó döntése, hogy visszafogták az eszközvásárlást, további nyomást gyakorolt a részvényárfolyamokra.

## 2.6 A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2013 decembere és 2014 áprilisa között az euroövezeti nem pénzügyi vállalatok finanszírozási reálköltsége kissé megemelkedett. Mindez a tőke és a bankhitel reálköltségének emelkedését tükrözi, amelyet részben ellensúlyozott a piaci adósság reálköltségének csökkenése. Ami a pénzmozgásokat illeti, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek mennyisége 2014 első négy hónapjában tovább csökkent. A törekvő gazdasági élénkülés 2014 első negyedében továbbra is fékezte a hitelkeresletet. A kínálati oldalon a bankok tőkeutó-javítási igénye korlátozta azon képességüket, hogy a nem pénzügyi vállalatoknak hitelt tudjanak nyújtani. Ezzel összefüggésben a 2014 első negyedére vonatkozó felmérési mutatók arra utalnak, hogy nettó alapon szigorúak maradtak a banki hitelkövetelmények, amelyeket a nem pénzügyi vállalatoknak teljesíteniük kell; ez összességében az előző negyedévben mért szintnek felel meg. Mindazonáltal a hitelpapírok kibocsátása és kisebb mértékben a tőzsdén jegyzett részvények kibocsátása továbbra is támogatta az euroövezet nem pénzügyi vállalataihoz irányuló külső finanszírozást. 2014 első negyedében az euroövezeti vállalatok továbbra is összességében nettó hitelnyújtói pozícióban voltak.

## 2.7 A HÁZTARTÁSOK FINANSZÍROZÁSA ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2014 első negyedében az euroövezet háztartásainak finanszírozási feltételeit stabil bankhitelkamatok jellemezték, az egyes országok és instrumentumok viszonylatában ugyanakkor folyamatosan nagy különbségek mutatkoztak. A háztartások hitelfelvételének tartósan visszafogott alakulása több tényező összhatásának tudható be: a háztartások rendelkezésre álló jövedelme igen lassan bővül, nagy a munkanélküliség, az ingatlanpiac gyengélkedik, és a gazdasági kilátások bizonytalanok. A 2014 első negyedére vonatkozó becslések alapján a háztartások teljes hitelfelvételének éves növekedése a

negyedév folyamán negatív előjelű maradt. A háztartások bruttó rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított adósságállománya becslés szerint 2014 első negyedévében kismértékben csökkent.

### 3 ÁRAK ÉS KÖLTSÉGEK

Az Eurostat előzetes becslése szerint az euroövezet HICP-vel mért éves inflációja az áprilisi 0,7%-ról májusban 0,5%-ra csökkent, ami a vártnál alacsonyabb. A csökkenő infláció a szolgáltatások, az élelmiszerárak és az energiát nem tartalmazó iparcikkárak éves szinten lassabb emelkedését tükrözi, amit csak részben ellensúlyoz az energiakomponens éves változásának emelkedése a felfelé mutató bázishatás révén. Az aktuális adatok alapján a HICP-vel mért infláció az elkövetkező hónapokban várhatóan alacsony szinten marad, majd 2015-ben és 2016-ban is csak fokozatosan emelkedik. Ugyanakkor az euroövezet közép- és hosszú távra szóló inflációs várakozásai továbbra is a Kormányzótanács azon céljának megfelelően szilárdan rögzítve vannak, hogy az infláció ütemét 2% alatt, de ahhoz közel tartásák.

Ez a helyzetértékelés körvonalazódik az eurorendszer szakértőinek az övezetre vonatkozó, 2014. júniusi makrogazdasági prognózisában is, amely 2014-re 0,7%-os, 2015-re 1,1%-os, 2016-ra pedig 1,4%-os éves HICP-inflációt vetít előre. 2016 utolsó negyedévére a HICP-vel mért éves inflációs ráta a prognózis szerint 1,5% lesz. Az EKB szakértőinek 2014. márciusi makrogazdasági prognózisával összevetve a 2014-es, 2015-ös és 2016-os inflációs prognózisokat lefelé módosították. A prognózisok ugyanakkor számos technikai feltevéstől függenek, így például az árfolyamra és kőolajárra tett feltevések, továbbá hogy az egyes prognózisok körüli bizonytalanság az előrejelzési időszak hosszával arányban nő.

Az áralakulási kilátásokat övező lefelé és felfelé irányuló kockázatok egyaránt korlátozottak, középtávon pedig összességében egyensúlyban vannak.

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

Az euroövezet reál-GDP-je 2014 első negyedévében 0,2%-kal bővült az előző negyedévhez képest. Ez az adat is mutatja, hogy a gazdaság fokozatosan élénkül, miközben az eredmények a várttól némileg elmaradnak. A legfrissebb felmérések eredményei 2014 második negyedévében is mérsékelt ütemű növekedést jeleznek. Ami a kilátásokat illeti, a belföldi keresletre továbbra is támogatólag hat néhány tényező, úgymint a laza monetáris politika, a reálgazdaságba is átgyűrűző folyamatosan javuló finanszírozási helyzet, a fiskális konszolidáció és a strukturális reformok terén elért eredmények, valamint a rendelkezésre álló jövedelemnek az energiaárak csökkenéséből adódó bővülése. Ugyanakkor, jóllehet a munkaerőpiacokon a javulás további jelei érzékelhetők, az euroövezetet továbbra is nagy munkanélküliség és változatlanul általánosan megfigyelhető nagyfokú kapacitáskihasználatlanság jellemzi. Ráadásul a monetáris pénzügyi intézmények (MPI) magánszektorban nyújtott hiteleinek éves növekedési üteme áprilisban is negatív előjelű volt, az állami és a magánszektorokban szükséges mérlegkiiigazítás pedig vélhetően továbbra is fékezi a gazdasági fellendülés ütemét.

Ugyancsak a mérsékelt ütemű fellendülésre utaló helyzetértékelés körvonalazódik az eurorendszer szakértőinek az övezetre vonatkozó, 2014. júniusi makrogazdasági prognózisában is, amely 2014-re az éves reál-GDP 1,0%-os, 2015-re 1,7%-os, 2016-ra pedig 1,8%-os növekedését vetíti előre. Az EKB szakértőinek 2014. márciusi makrogazdasági prognózisával összevetve a 2014-es reál-GDP-növekedési prognózist lefelé, míg a 2015. évit felfelé módosították. Az övezet gazdasági kilátásaival kapcsolatos kockázatok változatlanul az alacsonyabb növekedés irányába mutatnak.

### 5 FISKÁLIS HELYZET

Az eurorendszer szakértőinek 2014. júniusi makrogazdasági prognózisa szerint az euroövezeti fiskális deficit tovább csökken, habár a strukturális fiskális korrekció üteme várhatóan lassulni fog. Az övezet

GDP-arányos államadóssága ugyanakkor várhatóan 2014-ig tovább nő, 2015-ben viszont a gazdasági és pénzügyi válság kirobbanása óta először csökkenni kezd. Az elmúlt években tapasztalható jelentős fiskális konszolidáció kezdi meghozni a gyümölcsét, amit az Európai Bizottság 2014. június 2-i ajánlása is jelez, amelyben Belgium, Hollandia, Ausztria és Szlovákia esetében a túlzotthiány-eljárás hatályon kívül helyezését javasolják. Az említett pozitív fejlemények ellenére több olyan ország is, amelyre túlzott hiány miatti eljárás vonatkozik, elmulasztotta a hiánykorrekcióra kitűzött határidőt, ezért fokozniuk kell erőfeszítéseiket, hogy a vonatkozó ajánlásokat teljes mértékben betartsák. Előretekintve, ahogy egyre több ország lép át a Stabilitási és növekedési paktum korrekciós ágából a preventív ágba, fontos lesz, hogy tovább közeledjenek a középtávú költségvetési célok és biztonságosabb adósságszintek felé. Ebben a tekintetben a többségében újonnan alapított fiskális tanácsok fontos szerepet tölthetnek be abban, hogy az egyes euroövezeti országok vállalják országos szinten is az európai fiskális szabályok betartását.



# AZ EUORENDSZER SZAKÉRTŐINEK 2014. JÚNIUSI MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL<sup>1</sup>

Az előrejelzési időszak során az euroövezet gazdasági fellendülésének fokozatos élénkülése valószínűsíthető, amelyet a belföldi, és kisebb mértékben a külföldi kereslet növekedése támogat. A belföldi keresletet kedvezően befolyásolja a laza monetáris politika, az összességében semleges fiskális politikához való visszatérés, a finanszírozási feltételek javulása, valamint a bizalom csökkenő bizonytalanság melletti növekedése. A rendelkezésre álló jövedelemre kedvező hatással van a bérnövekedés fokozatos élénkülése és az energiaárak csökkenése. Ugyanakkor az előrejelzési időszak során várhatóan csak fokozatosan enyhülnek azok a kedvezőtlen hatások, amelyek a mérlegkiigazítás szükségességéből és a magas munkanélküliségből adódnak. A külső keresletre várhatóan kedvezően hat a világgazdaság fokozatos fellendülése, noha ennek az övezetre gyakorolt pozitív hatásait kezdetben valószínűleg részben ellensúlyozza az erősebb euroárfolyam. A reál-GDP 2014-ben a prognózis szerint 1,0%-kal, 2015-ben 1,7%-kal, 2016-ban pedig 1,8%-kal bővül. Ezek a növekedési ütemek magasabbak a becsült potenciális növekedési rátánál, így hozzájárulnak a negatív kibocsátási rés fokozatos szűküléséhez, némileg csökkenő a munkanélküliségi ráta mellett.

Az euroövezet HICP-vel mért inflációja a prognózis szerint fokozatosan emelkedik az előrejelzési időszak során, ám így is alacsony marad. A fogyasztóiár-infláció várhatóan a 2014 első negyedévi 0,7%-ról 2016 utolsó negyedévére 1,5%-ra emelkedik, átlagértéke 2014-ben 0,7%, 2015-ben 1,1%, 2016-ban pedig 1,4% lesz. A teljes HICP-infláció prognosztizált emelkedése a gazdasági fellendülés fokozatos élénkülését tükrözi, amely az övezetbeli bérek és profitok emelkedésének gyorsulását eredményezi. Az energián kívüli nyersanyagok és az importált feldolgozóipari termékek árának emelkedését valószínűsítő feltevésekből szintén inflációnövelő hatás következik. Az infláció prognosztizált növekedését ugyanakkor korlátozhatja a kőolajár feltételezett csökkenése, az euroárfolyam 2012 közepe óta tartó jelentős felértékelődésének késleltetett hatása és a még fennmaradó kapacitáskihasználatlanság. A prognózis szerint az élelmiszerek és az energia árát nem tartalmazó HICP-infláció a 2014-es 1,0%-ról 2015-ben 1,2%-ra, 2016-ban 1,5%-ra, 2016 végére pedig várhatóan 1,7%-ra emelkedik.

A 2014 márciusi Havi jelentésben publikált makrogazdasági prognózissal összehasonlítva a 2014-es reál-GDP-növekedési prognózis 1,2%-ról 1,0%-ra némileg lefelé módosult, ami a vártnál gyengébb első negyedévi eredményeket tükrözi. A 2015-ös prognózis ugyanakkor 1,5%-ról 1,7%-ra felfelé módosult, aminek háttérben a rendelkezésre álló reáljövedelem erőteljesebb emelkedése áll. A 2014-es HICP-inflációs prognózis 1,0%-ról 0,7%-ra lefelé módosult, ami jórészt az elmúlt hónapok vártnál alacsonyabb inflációs teljesítményének tudható be. A 2015-ös prognózis 1,3%-ról 1,1%-ra, a 2016-os pedig 1,5%-ról 1,4%-ra lefelé módosult.

A cikk a 2014–16-os időszak tekintetében foglalja össze az euroövezet makrogazdasági prognózisát. Egy ilyen hosszú időszakra adott előrejelzést azonban igen nagyfokú bizonytalanság övez,<sup>2</sup> amit értelmezésük során figyelembe kell venni.

## NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

A világgazdaság (kivéve euroövezet) reál-GDP-jének növekedése az előrejelzési időszakban fokozatosan élénkül, így a 2014. évi 3,6%-ról 2015-ben 4,0%-ra, 2016-ban pedig 4,1%-ra emelkedik. A rendelkezésre álló adatok arra utalnak, hogy az év első negyedévében a fejlett gazdaságokban lassult a növekedési lendület, ami részben átmeneti tényezőkkel – rendkívüli hideg időjárás Észak-Amerikában – magyarázható. Ha azonban a rövid távú volatilitáson túlra tekintünk, a felmérések alapján viszonylag erőteljes növekedési lendület rajzolódik ki. A feltörekvő gazdaságok növekedési üteme csökkent, aminek

<sup>1</sup> Az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisa a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok kormányzótanácsi értékelésébe épül be. A prognózisban alkalmazott eljárásokat és módszereket az „Útmutató az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának elkészítéséhez” című, 2001. júniusi kiadvány ismerteti, amely az EKB weboldalán olvasható. Jelen prognózis esetében az adatgyűjtés lezárásának időpontja 2014. május 21.

<sup>2</sup> Lásd „Az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának értékelése” című cikket a 2013. májusi Havi jelentésben.

hátterében a gyenge belföldi kereslet, a tőkebeáramlás irányának megfordulása, és a belföldi élénkítő gazdaságpolitika mozgásterének csökkenése állt. A feltörekvő régiók pénzügyi piacai a 2014. eleji volatilis időszak óta stabilizálódtak, azonban 2013 közepe óta sok országban jelentősen szigorodtak a finanszírozási feltételek, ami visszafogja a kibocsátást. A kilátásokat illetően a világgazdaság növekedésének erősödésére lehet számítani. A magánszektor adósságéépítésének enyhülése és a költségvetési konszolidáció visszafogása – a munkaerőpiacok javulása mellett – várhatóan támogatja a fejlett gazdaságok belföldi keresletét, ami pedig elősegíti a világgazdaság többi részének magára találását. Néhány feltörekvő gazdaság növekedése viszont bizonyos strukturális tényezők – infrastrukturális szűk keresztmetszetek, kapacitáskorlátok – miatt visszafogott lehet, míg a növekedésüket a tőkebeáramlásra és az erőteljes hitelnövekedésre alapozó országok gazdasági teljesítménye várhatóan gyengül, mivel a gazdaságoknak újra egyensúlyba kell kerülniük és alkalmazkodniuk az USA változó monetáris politikájához. A világkereskedelem tavaly óta kissé veszített lendületéből. A kilátásokat illetően a fejlett gazdaságok teljesítményének – különösen a nagy importtartalommal rendelkező beruházásokénak – az élénkülése a világkereskedelem felgyorsulását eredményezheti az előrejelzési időszakban. Az 1990-es vagy a 2000-es évekhez hasonló növekedési ütemekre – amelyek nagy feltörekvő gazdaságoknak a világkereskedelemben való bekapcsolódásához voltak köthetők – azonban így sem lehet számítani. Ennek megfelelően az előző prognózishoz képest változás, hogy a globális pénzügyi válság előtti időszakhoz képest alacsonyabb feltevés szerepel a világkereskedelemnek a világgazdasági kibocsátás változásából adódó hosszú távú rugalmasságára. A világkereskedelem (kivéve euroövezet) a prognózis szerint 2014-ben 4,3%-kal, 2015-ben 5,7%-kal, 2016-ban pedig 5,9%-kal bővül. Mivel az euroövezet fő kereskedelmi partnerei által támasztott kereslet a világ többi részéhez képest lassabban növekszik, az övezet külső keresletének növekedése is a világkereskedelem növekedési üteménél némileg visszafogottabb lesz (lásd az 1. táblázatot).

#### 1. táblázat: A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

	2013	2014. június				2014. március			Módosítás 2014. március óta		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	
Világ (euroövezeten kívül) reál-GDP-je	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0	
Globális (euroövezet kivéve) kereskedelem <sup>1)</sup>	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3	
Euroövezet külgazdasági kereslete <sup>2)</sup>	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2	

1) Kiszámítás: az import súlyozott átlaga.

2) Kiszámítás: az euroövezet kereskedelmi partnereitől származó import súlyozott átlaga.

Megjegyzés: A módosításokat kerekítetlen adatokból számolják.

A 2014. márciusi Havi jelentésben publikált makrogazdasági prognózissal összehasonlítva a világgazdaság reál-GDP-jének 2014-re becsült növekedése 3,9%-ról 3,6%-ra lefelé módosult. Az euroövezet külső keresletére adott előrejelzés a teljes időszak tekintetében lefelé módosult.

#### 1. keretes írás

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

A kamatokra és a nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések a 2014. május 14-ével záruló időszak piaci várakozásain alapulnak. Mérésük a három hónapos EURIBOR-ral, a piaci várakozások számítása pedig a határidős tőzsdei hozamok (futures) alapján történik. A módszertan alapján a rövid lejáratú átlagos kamatszint 2014-ben 0,3%, 2015-ben 0,3%, 2016-ban pedig 0,4% lesz. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2014-ben átlagosan 2,4%-ot, 2015-ben 2,6%-ot, 2016-ban pedig 3,0%-ot mutatnak.<sup>1</sup> Az eurorendszer nem pénzügyi magánszektorának kihelyezett hitelek kompozit banki kamatai – amelyek egyrészt a határidős piaci hozamok pályáját, másrészt a piaci kamatlábak változásának a hitelkamatokba való fokozatos

átgyűrűzését tükrözik – 2014 és 2015 során várhatóan összességében stabilak maradnak, majd fokozatosan emelkedni kezdenek.

A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés zárónapja előtti kéthetes periódus tőzsdei határidős árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent-nyersolajár a 2013-as 108,8 USD-ről 2016-ban 98,2 USD-ra csökken. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollárban kifejezett árai a feltevés szerint 2014-ben enyhén, 2015-ben és 2016-ban pedig némileg gyorsabban emelkednek.<sup>2</sup>

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az adatgyűjtés zárónapját (2014. május 14.) megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak az előrejelzési időszakban. Ez 2014 és 2016 között 1,38-os USD/EUR árfolyamot jelent, ami 4,2%-kal meghaladja a 2013. évit. Az előrejelzési időszak során az effektív euroárfolyam a feltevés szerint 2,7%-kal lesz erősebb, mint 2013-ban.

#### Technikai feltevések

	2014. június				2014. március			Módosítás 2014. március óta <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
Tízéves államkötvény-hozam (éves százalék)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Nyersolajár (USD/hordó)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Energián kívüli nyersanyagárak, USD (éves változás, százalék)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
USD/EUR árfolyam	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
Nomináleffektív euroárfolyam (EER20) (éves változás, százalék)	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

1) A módosítások a szintek esetében százalékban, a növekedési ütemek esetében különbözetben, a kamatok és hozamok esetében pedig százalékpontban vannak megadva.

Megjegyzés: A módosításokat kerekítetlen adatokból számolják.

A költségvetési politikára vonatkozó feltevések az euroövezeti országok elfogadott költségvetési törvényeit, a középtávú költségvetési terveket, valamint a 2014. május 21-ig aktualizált stabilitási programok részletesen kidolgozott intézkedéseit veszik alapul. A tagországi parlamentek által már elfogadott összes fiskális politikai intézkedést, illetve a kormányok által kellő részletességgel kidolgozott minden olyan intézkedést figyelembe veszik, amelyet a jogalkotók nagy valószínűséggel elfogadnak. Összességében véve a feltevések alapján a következő kép rajzolódik ki: a 2014-es költségvetési tervek alapján átlagosan csak kismértékű fiskális konszolidációra lehet számítani az előrejelzési időszakban, 2015 és 2016 tekintetében pedig csak korlátozott információk állnak rendelkezésre. Az előrejelzési időszakra feltételezett fiskális konszolidáció jelentősen alacsonyabb az elmúlt években tapasztaltnál.

A 2014. márciusi Havi jelentésben publikált technikai feltevésekhez képest a legnagyobb változást az övezet alacsonyabb rövid és a hosszú lejáratú kamatlábai jelentik. Az USA-dollárban kifejezett kőolajár-feltevés némileg magasabb, mint márciusban, az euroárfolyamra vonatkozó feltevés viszont enyhe felértékelődést tükröz.

1 A tízéves lejáratú euroövezetbeli államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó feltevés az egyes országok tízéves referencia kötvényhozamának súlyozott átlagán alapul, amelyeket az éves GDP-adatokkal súlyoznak, és az EKB euroövezeti tízéves nominális összkötvényhozamából számított határidős pályával meghosszabbítanak úgy, hogy a két időszor közötti kezdeti

eltérést az előrejelzési időszakban konstansnak tekintik. Az országspecifikus államkötvény-hozamok és a megfelelő eurovezetési átlag közötti rés a feltevés szerint a vizsgált időszakban állandó.

- 2 A kőolaj- és élelmiszerjellegű nyersanyagokra vonatkozó feltevések kiszámítása az előrejelzési időszak végéig érvényes határidős tőzsdei árfolyamokon alapul. Az egyéb, nem energia jellegű szilárd nyersanyagok esetében az a feltételezés, hogy az árak 2015 második negyedévéig a határidős tőzsdei árfolyamokat követik, majd a világgazdasági kibocsátás szerint alakulnak. A jelenleg a fogyasztói élelmiszerárak előrejelzésére használt euroalapú mezőgazdasági termelői árakat az EU-ban egy olyan ökonometriai modellel becsülik, amely a nemzetközi élelmiszerjellegű nyersanyagárak alakulását is figyelembe veszi.

## REÁL-GDP-NÖVEKEDÉSI PROGNÓZIS

Az euroövezet reál-GDP-je 2014 első negyedévében 0,2%-kal bővült, vagyis immár a negyedik egymást követő negyedévben pozitív ütemet produkált. A felmérési adatok arra utalnak, hogy az üzleti bizalom mind az egyes ágazatok, mind az egyes országok tekintetében stabilizálódik, mégpedig a hosszú távú átlagok körüli, illetve azt meghaladó szinteken, ami 2014 második negyedévére a kibocsátás további növekedését vetíti előre. A prognózis a növekedés alaprendületének élénkülésével számol, különösen a válság miatt feszültségekkel küzdő országokban. Ennek háttérében elsősorban a belföldi kereslet laza monetáris politika miatti élénkülése, az évek óta tartó komoly költségvetési szigorításról a többé-kevésbé semleges fiskális politikára való áttérés, a semleges hitelkínálati kondíciókhoz való visszatérés, valamint a vállalati és lakossági bizalom kisebb bizonytalanság melletti javulása áll. Ezen belül a magánfogyasztásra kedvezően hathat a fokozódó bérnövekedés és a csökkenő energiaárak rendelkezésre álló reáljövedelemre gyakorolt hatása. A növekedést emellett a külgazdasági kereslet fokozatos erősödése is egyre jobban támogatja, noha az exportnövekedést kezdetben megakaszthatja az effektív euroárfolyam felértékelődése. A belföldi keresletre gyakorolt kedvezőtlen hatás – amely elsősorban az egyes országokban tapasztalható a magas munkanélküliségből, általánosságban pedig a magán és az állami szektorban a további mérlegkiigazítás szükségességéből adódik – ugyanakkor várhatóan csak fokozatosan veszt erejéből az előrejelzési időszak során, miközben más országokban korlátozott lehet a munkaerő-kínálat. A reál-GDP éves szinten 2014-ben várhatóan 1,0%-kal, 2015-ben 1,7%-kal, 2016-ban pedig 1,8%-kal bővül. Ez a növekedési dinamika a belföldi kereslet stabilan növekvő élénkítő hatásának és a nettó export kismértékű, ám pozitív hozzájárulásának eredőjeként jelentkezik. Mivel a tényleges növekedési ütem a prognózis szerint meghaladja a potenciális növekedési rátát, a kibocsátási rés várhatóan szűkülni fog, noha az időszak végén még mindig negatív lesz.

Ami a növekedés egyes összetevőit illeti: az euroövezeten kívülre irányuló kivitel a prognózis szerint 2014 és 2015 folyamán lendületet nyer, ami a külgazdasági kereslet fokozatos élénkülésének, valamint az euro közelmúltbeli felértékelődéséből adódó kedvezőtlen hatás fokozatos lecsengésének tudható be. Az övezet exportpiaci részesedése kismértékben csökkenni fog az előrejelzési időszak során, noha az egyes tagországok dinamikája meglehetősen heterogén képet mutat, ami a versenyképesség eltérő alakulását tükrözi. Az euroövezeten belüli export a prognózis szerint lassabban bővül, mint az övezeten kívülre irányuló kivitel, ami az övezet viszonylag gyenge belföldi keresletével magyarázható.

Az üzleti beruházások várhatóan fokozatosan élénkülni fognak az előrejelzési időszakban, amit a következő tényezők támogatnak: a belföldi és külföldi kereslet élénkülése a pótló beruházások iránti felhalmozódott igény összefüggésében, a profítnövekedés erősödése, a kisebb bizonytalanság, valamint a kedvezőtlen hitelkínálati hatások enyhülése. Az alacsonyabb növekedési trendből és az övezet egyes országaiban a vállalati mérlegek átstrukturálásának további szükségességéből adódó együttes kedvezőtlen hatás azonban vélhetően visszafogja az üzleti beruházások fellendülését az előrejelzési időszakban.

A lakáscélú ingatlanberuházások várhatóan a gazdaság fellendülésével és az alacsony jelzálogpiaci kamatkörnyezet miatt fokozatosan élénkülni fognak az időszak során. Néhány országban a további lakáspiaci korrekció szükségessége és a rendelkezésre álló reáljövedelem visszafogott növekedése azonban továbbra is visszafogja az elkövetkező néhány negyedév kilátásait. Az állami beruházások az előrejelzési időszakban várhatóan változatlanul visszafogottan alakulnak, ami annak tulajdonítható, hogy az egyes euroövezeti tagországokban tervezett fiskális konszolidációs intézkedések hatása nagyobb, mint más országok expanzívabb állami beruházási politikájáé.

A foglalkoztatottak száma 2013 második felében stabilizálódott, ezt követően pedig mérsékelt élénkülése valószínűsíthető. A foglalkoztatottság fellendülésének visszafogottsága a gazdasági teljesítmény lassú

élenkülését, a foglalkoztatás kibocsátásnövekedésre adott késleltetett reakcióját, valamint egyes országokban a közszférabeli munkahelyek további leépítését tükrözi. Az említett tényezők valószínűleg erőteljesebbek a munkaerő-piaci reformok pozitív hatásánál, amelyek különösen néhány feszültséggel küzdő országban növelték a rugalmasságot és elősegítették a munkahelyteremtést. Az előrejelzési időszak során a munkaerő-állomány mérsékelt emelkedése valószínűsíthető, ami a bevándorlásnak, valamint a társadalom bizonyos szegmenseiben tapasztalható – a javuló munkaerő-piaci helyzetből adódó – magasabb munkaerő-piaci aktivitásnak tudható be. Az elmúlt hónapokban visszaesett munkanélküliségi ráta várhatóan tovább csökken az előrejelzési időszakban, ám így is a válság előtt megfigyelt szintek felett marad. A munkatermelékenység (egy foglalkoztatottra eső kibocsátás) javulására lehet számítani, ami a reál-GDP növekedésének várható élenkülését tükrözi, továbbá azt, hogy a munkanélküliségi ráta időben később reagál a kibocsátás változására.

## 2. táblázat: Az euroövezet makrogazdasági prognózisa<sup>1)</sup>

(éves változás, százalék)

	2014. június				2014. március			Módosítások 2014. március óta <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reál-GDP <sup>3)</sup>	-0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,0
		[0,6–1,4] <sup>4)</sup>	[0,6–2,8] <sup>4)</sup>	[0,5–3,1] <sup>4)</sup>	[0,8–1,6] <sup>4)</sup>	[0,4–2,6] <sup>4)</sup>	[0,7–2,9] <sup>4)</sup>			
Magánfogyasztás	-0,6	0,7	1,5	1,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Kormányzati fogyasztás	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	-0,3
Bruttó állószköz-felhalmozás	-2,7	1,7	3,1	3,5	2,1	2,7	3,7	-0,4	0,4	-0,2
Export <sup>5)</sup>	1,7	3,6	4,8	5,3	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Import <sup>5)</sup>	0,5	3,6	4,8	5,5	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Foglalkoztatás	-0,8	0,3	0,5	0,7	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő-állomány százalékában)	12,0	11,8	11,5	11,0	11,9	11,7	11,4	-0,2	-0,3	-0,4
HICP	1,4	0,7	1,1	1,4	1,0	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
		[0,6–0,8] <sup>4)</sup>	[0,5–1,7] <sup>4)</sup>	[0,6–2,2] <sup>4)</sup>	[0,7–1,3] <sup>4)</sup>	[0,6–2,0] <sup>4)</sup>	[0,7–2,3] <sup>4)</sup>			
HICP energia nélkül	1,4	1,0	1,3	1,6	1,2	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,1
HICP energia és élelmiszer nélkül	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,1
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,2
Fajlagos munkaerőköltség	1,2	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	1,2	0,1	-0,3	-0,1
Egy főre jutó munkavállalói jövedelem	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Munkatermelékenység	0,5	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,1
Államháztartás költségvetési egyenlege (a GDP százalékában)	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-2,7	-2,5	-2,1	0,2	0,2	0,2
Strukturális költségvetési egyenleg (a GDP százalékában) <sup>7)</sup>	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,2	-2,2	-2,0	0,3	0,2	0,1
Államháztartás bruttó adóssága (a GDP százalékában)	92,6	93,4	92,6	91,1	93,5	93,2	92,2	0,0	-0,7	-1,1
Folyó fizetési mérleg egyenlege (a GDP százalékában)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

1) Az euroövezeti adatok a 2013-as HICP kivételével Lettországot is magukban foglalják. Az euroövezeti országokra vonatkozó 2014. évi éves átlagos százalékos HICP-változások az övezet 2013-as összetételén alapulnak, vagyis immár Lettország adatait is tartalmazzák.

2) A módosításokat kerekítésmentes adatokból számolják.

3) Munkanappal korrigált adatok.

4) A prognózist övező sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség alapján határozzák meg. A sáv szélesség 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 weboldalán olvasható.

5) Euroövezeten belüli kereskedelmet is magában foglalja.

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

7) A kormányzati egyenlegnek a gazdasági ciklus átmeneti hatásaitól és a kormányzatok ideiglenes intézkedéseitől megtisztított értékeként megadva. A számítás az EKB-nak a gazdasági ciklussal korrigált költségvetési egyenleg számításához használt módszertanát követi (lásd Bouthevillain, C. et al., „Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach” [Ciklikusan kiigazított költségvetési egyenlegek: alternatív megközelítés], 77. sz. EKB-füzet, 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” [Diszaggregált keretrendszer az államháztartás strukturális folyamatainak elemzésére], 579. sz. EKB-füzet, 2006. január). A strukturális egyenlegre vonatkozó prognózist nem a kibocsátási rés aggregált mérőszámából számítják. A KBER-metodológia szerint a ciklikus elemeket az eltérő bevételi és kiadási tételekre külön számítják. Erről és a bizottsági módszertanról bővebben lásd a 2012. márciusi Havi jelentés „Cyclical adjustment of the government budget balance” (A kormányzati költségvetési egyenleg ciklikus kiigazítása) című keretes írást.

A magánfogyasztás várhatóan némi lendületet vesz 2014-ben és tovább növekszik 2015-ben és 2016-ban, szorosan követve a rendelkezésre álló reáljövedelem alakulását változatlan megtakarítási ráta mellett. A rendelkezésre álló reáljövedelmet várhatóan a munkavállalói jövedelmek erőteljesebb dinamikája is támogatja, ami a foglalkoztatás bővülését és a bérnövekedés gyorsulását, továbbá a fiskális konszolidáció kevésbé kedvezőtlen hatását és az alacsony inflációt tükrözi. A kormányzati szektor fogyasztása az előrejelzési időszak során mérsékelten növekszik.

Az euroövezeten kívüli import mérsékelt ütemben élénkül, bár a gyorsulás mértékét a visszafogott összerkeszt továbbra is korlátozza. A nettó export várhatóan mérsékelten járul hozzá az időszak reál-GDP-jének növekedéséhez. A folyó fizetési mérleg várhatóan kissé emelkedik, így 2016-ban a GDP 2,8%-át teszi majd ki.

A 2014 márciusi havi jelentésben publikált makrogazdasági prognózissal összehasonlítva a 2014-es reál-GDP-növekedési prognózis 1,2%-ról 1,0%-ra némileg lefelé módosult, ami a vártnál gyengébb első negyedévi eredményeket tükrözi. A 2015-ös prognózis 1,5%-ról 1,7%-ra felfelé módosult, amit az alacsonyabb kamatfeltevés, és a reáljövedelmeket támogató alacsonyabb nyersanyagár-infláció indokol. A 2016-os prognózis érdemben nem változott.

## ÁR- ÉS KÖLTSÉGPROGNÓZIS

Az Eurostat előzetes becslése szerint a HICP-vel mért teljes infláció 2014. májusában 0,5% volt. A visszafogott aktuális inflációs ráta az energia, az élelmiszer és a nem energiajellegű iparcikkek ára stagnálásának, valamint a szolgáltatások visszafogott áralakulási trendjének eredőjeként jelentkezett.

A publikált HICP-infláció várhatóan 2014 harmadik negyedévéig alacsony marad, később fokozatosan emelkedik, majd az előrejelzési időszak végén 1,5% lesz. A teljes HICP-infláció prognosztizált fokozatos emelkedése a gazdasági fellendülés fokozatos erősödését, továbbá ennek a negatív kibocsátási rés csökkenésében, valamint a bér- és profitnövekedés élénkülésében megnyilvánuló hatását tükrözi. Az energián kívüli nyersanyagok és az importált feldolgozóipari termékek árának emelkedését valószínűsítő feltételezésből szintén inflációnövelő hatás következik. Az infláció azonban a prognózis szerint csak szerény mértékben emelkedik, az áremelkedést pedig elsősorban a következő tényezők korlátozzák: a csökkenő kőolajárat valószínűsítő, a tőzsdei határidős árfolyamokra épülő feltevés; az euroárfolyam 2012 közepe óta tartó jelentős felértékelődésének késleltetett hatása; valamint az, hogy a kibocsátási rés szűkülése ellenére 2016-ig még mindig maradnak a gazdaságban kiaknázatlan kapacitások.

Ami a konkrét részleteket illeti: az energiaárak inflációja a mélyen negatív szintről várhatóan emelkedni fog 2014-ben, ám az előrejelzési időszakban értéke így is kissé nulla alatt marad, összhangban a kőolajár határidős tőzsdei árfolyamgörbéjének negatív meredekségű pályájával. Az energiaáraknak a HICP-infláció alakulásához való enyhén negatív hozzájárulása – érdemes felidézni, hogy az 1999-től 2013-ig tartó időszakban ugyanez átlagosan 0,5 százalékpont volt – jórészt megmagyarázza a visszafogott inflációs kilátásokat.

Az élelmiszerárak inflációja a prognózis szerint 2014 harmadik negyedévéig tovább csökken, ami az élelmiszerjellegű nyersanyagok múltbeli csökkenése késleltetett átgyűrűzésének, és lefelé irányuló bázishatásoknak tulajdonítható. Az uniós mezőgazdasági termelői árak feltételezett növekedése és fokozatos gazdasági fellendülés mellett az élelmiszerek inflációja várhatóan folyamatosan emelkedik az előrejelzési időszakban, 2016-os átlagértéke pedig 1,9% lesz. Az élelmiszerár-inflációnak a fogyasztóiár-inflációhoz való átlagos hozzájárulása az előrejelzési időszakban 0,3 százalékpontot tesz ki; összehasonlításképp: az 1999 óta eltelt időszak átlaga 0,5 százalékpont.

Az élelmiszer- és energiaárak nélkül számított HICP-infláció valószínűleg 2013 negyedik negyedévében és 2014 első hónapjaiban érte el mélypontját. Az előrejelzési időszak során az infláció várhatóan

élenkülni fog – hiszen a fellendülés lendületbe kerülésével emelkedik a bér- és profitnövekedés üteme –, így 2016 utolsó negyedévére 1,7%-os áremelkedési ütem valószínűsíthető. Az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP az előrejelzési időszak során átlagosan várhatóan 0,9 százalékponttal növeli a teljes rátát, ami csak kevéssel alacsonyabb, mint az 1999 óta mért átlag.

A fiskális konszolidációs tervekben szereplő közvetett-emelések várhatóan kismértékben, konkrétan hozzávetőleg 0,1 százalékponttal, emelik a 2014-es HICP-inflációt, ami nagyságrendileg némileg alacsonyabb a 2013-ban regisztrált mértéknél. 2015-ben és 2016-ban jelenleg elhanyagolható hatással lehet számolni, mivel ezen évek tekintetében nincs elegendő információ az elfogadott költségvetési intézkedésekről.

A külső inflációs nyomás jelentősen gyengült 2013 során, ami a visszafogott világgazdasági növekedésnek, az euroárfolyam felértékelődésének, valamint a kőolaj és a kőolajon kívüli nyersanyagok árcsökkenésének tudható be. Ami a kilátásokat illeti, az importdeflátor éves növekedési üteme a prognózis szerint fokozatosan emelkedik az előrejelzési időszak során, 2015 elején pedig immár pozitív tartományba kerül. A prognózisban szereplő átlagértéke 1,2%, ami a hosszú távú átlagérték közelében van. Mindez a világgazdasági növekedés élénkülését valószínűsítő feltevést, és a feldolgozóipari árak ebből adódó emelkedését, a nem energiatulajdonú nyersanyagárak emelkedésének várható gyorsulását, valamint az euro múltbéli felértékelődése hatásának lecsengését tükrözi.

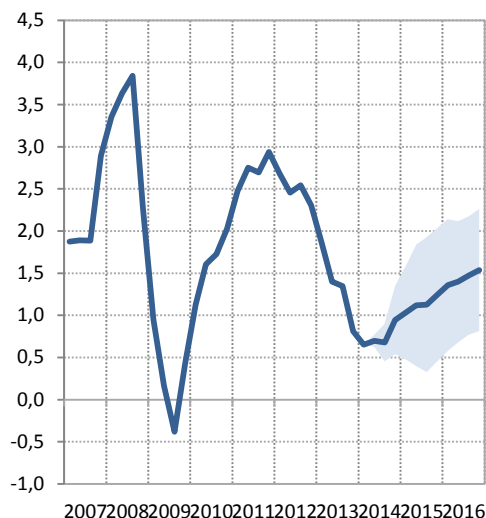
A belföldi áremelkedési nyomást tekintve, az euroövezeti munkaerő-piaci feltételek fokozatos javulása várhatóan az egy főre jutó munkavállalói jövedelem emelkedésének gyorsulását eredményezi. A fajlagos munkaerőköltség emelkedését ugyanakkor az időszak első két évében visszafogja a termelékenység nominális bérnövekedésnél erőteljesebb üteme, ami termelékenység ciklikus fellendülését tükrözi. A bérnövekedés folyamatos élénkülése a termelékenységnövekedés gyengülésével párosulva várhatóan hozzájárul a fajlagos munkaerőköltség növekedésének élénküléséhez.

A (tényezőkölségen számított GDP-deflátor és a fajlagos munkaerőköltség növekedési üteme különbségével mért) profitráta várhatóan emelkedik az előrejelzési időszak során, amit a gazdaság ciklikus fellendülése támogat.

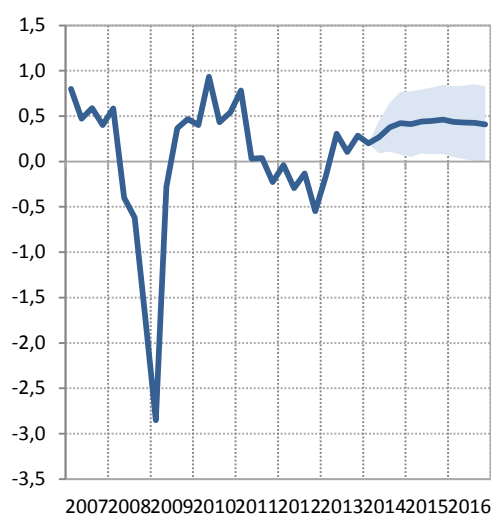
### 1. ábra: Makrogazdasági prognózisok<sup>1)</sup>

(negyedéves adatok)

**Euroövezeti HICP**  
(éves változás, százalék)



**Euroövezeti GDP<sup>2)</sup>**  
(negyedéves változás, százalék)



1) A prognózis alapját az övező sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség alapján határozzák meg. A sáv szélesség 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 weboldalán olvasható.

2) Munkanappal korrigált adatok.

A 2014. márciusi havi jelentésben publikált makrogazdasági prognózissal összehasonlítva a 2014-es HICP-inflációs prognózis 1,0%-ról 0,7%-ra lefelé módosult, ami jórészt a vártnál alacsonyabb elmúlt hónapokbeli adatokat tükrözi. A 2015-ös prognózis 1,3%-ról 1,1%-ra, a 2016-os pedig 1,5%-ról 1,4%-ra lefelé módosult, ami elsősorban a fajlagos munkaerőköltség alacsonyabb növekedési ütemét jelzi.

## KÖLTSÉGVETÉSI KILÁTÁSOK

Az 1. keretes írásban ismertetett feltevések alapján az euroövezet GDP-arányos államháztartási hiánya a 2013-as 3,0%-ról 2014-ben 2,5%-ra, 2016-ban pedig 1,9%-ra csökken. A csökkenés jórészt a ciklikus pozíció javulását tükrözi. Emellett a gazdasági ciklussal kiigazított elsődleges költségvetési egyenleg javulására is lehet számítani az övezet egyes országaiban zajló fiskális konszolidációs erőfeszítéseknek és a pénzügyi szektornak nyújtandó elhanyagolható kormányzati támogatásnak köszönhetően. A strukturális költségvetési egyenleg a prognózis szerint némileg javulni fog az előrejelzési időszak során, jöllehet a korábbi éveknél lassúbb ütemben. A javulás hátterében elsősorban a kormányzati kiadások folyamatosan visszafogott feltételezett üteme áll. Az euroövezet GDP-arányos bruttó államadóssága 2014-ben 93,4%-on tetőzik, majd 2016-ban 91,1%-ra esik vissza.

Az alábbiakban a 2. keretes írás az érzékenységi elemzések eredményeit ismerteti, a 3. keretes írás az ukrajnai válság euroövezetre gyakorolt hatását kommentálja, a 4. keretes írás pedig a jelenlegi prognózist veti össze más rendelkezésre álló előrejelzésekkel.

### 2. keretes írás

## ÉRZÉKENYSÉGI ELEMZÉSEK

A prognózis egyes kulcsfontosságú változók tekintetében fokozottan támaszkodik technikai feltevésekre. E változók némelyike komolyan befolyásolhatja az euroövezeti prognózis adatait, éppen ezért annak vizsgálata, hogy a prognózis mennyire érzékeny a feltevések alternatív pályáira, segíthet elemezni az alappályát övező kockázatokat. Jelen keretes írás a prognózis három legfontosabb alapfeltevését, és a prognózis velük szembeni érzékenységét ismerteti.<sup>1</sup>

### 1) A KŐOLAJ ÁRALAKULÁSÁNAK ALTERNATÍV PÁLYÁJA

Az euroövezet jelen szakértői prognózisában szereplő olajár-feltevések piaci várakozásokon alapulnak, amelyeket a prognózis zárónapját megelőző kéthetes időszak határidős tőzsdei (futures) árfolyamai alapján mérnek (lásd az 1. keretes írást). E pályát azonban változatlanul bizonytalanság övezi mind a kereslet, mind kínálat alakulása szempontjából.

A kőolajár várható csökkenése azon piaci vélekedést tükrözheti, hogy az OPEC több tagországának kitermelése – amely a közelmúlt politikai instabilitása, illetve a geopolitikai feszültségek miatt csökkent – részben növekedésnek indul, illetve az OPEC-tagok termelés kiesését ellensúlyozza az amerikai palaolaj-kitermelés bővülése. Ám amennyiben valamelyik jelentős kőolajtermelő országgal kapcsolatban váratlan geopolitikai események történnének, úgy rövid távon, illetve amennyiben a világgazdaság fellendülése az előre jelzethetnél erőteljesebb, abban az esetben középtávon a prognosztizáltnál magasabb kőolajárral kell számolni.

Összefoglalva, a globális fellendüléssel összefüggésben nem zárható ki az alappályában feltételezettnél magasabb kőolajár. Ennek megfelelően az érzékenységi elemzés a tőzsdei határidős kőolajárfolyam pályája növekvő felfelé módosulásának hatását vizsgálja.<sup>2</sup> Az alternatív pálya azon a feltevésen alapul, hogy a kőolaj ára 2014-ben 1%-kal, 2015-ben 7%-kal, 2016-ban pedig 13%-kal magasabb lesz a határidős tőzsdei árfolyamnál. Az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági modelljei azt mutatják,



hogy a magasabb kőolajár miatt a HICP-infláció 2015-ben és 2016-ban 0,2 százalékponttal lenne magasabb az alappályában szereplő értéknél. A magasabb olajár ugyanakkor a reál-GDP növekedését is visszafogná, amely így 2015-ben és 2016-ban 0,1 százalékponttal alacsonyabb lenne.

## 2) ALACSONYABB KÜLGAZDASÁGI KERESLET

A globális kereskedelem és a világgazdaság GDP-jének növekedése a jelek szerint megváltozott az elmúlt években. A pénzügyi válság előtt a globális import jellemzően gyorsabb ütemben bővült a kibocsátásnál (a kereskedelem kibocsátásnövekedéséből adódó rugalmassága 1982 és 2007 között 1,8 volt). 2011 óta azonban mind a világgazdaság GDP-je, mind importja hasonló ütemben bővült (2011 és 2013 között a rugalmasság átlagértéke 1,1 volt). A viszonylag gyenge teljesítményt folytatva a globális kereskedelem 2014 elején kismértékben tovább gyengült.

A prognózis alappályája a globális kereskedelem lendületének fokozatos élénkülését feltételezi az előrejelzési időszakban, igaz, a pénzügyi válság előttihez képest hosszú távon némileg alacsonyabb kibocsátás-növekedésből adódó rugalmassággal számol. Az érzékenységi elemzés a globális importtevékenység és az euroövezeti külgazdasági kereslet csökkenésének hatásait vizsgálja. A feltevés szerint a globális kereskedelem rugalmassága a közelműlthoz hasonló szinten, vagyis 1,1-en marad. Ebből az övezeti külföldi kereslet növekedési ütemének 0,3 százalékpontos visszaesése adódik 2014, továbbá 1,4 százalékpontos visszaesése 2015 és 2016 tekintetében.

Az euroövezet szakértőinek makrogazdasági modelljei alacsonyabb reál-GDP-növekedést (2015-ben és 2016-ban -0,2 százalékpont) és alacsonyabb HICP-inflációt (2016-ban -0,1 százalékpont) jeleznek.

## 3) TOVÁBBI KÖLTSÉGVETÉSI KONZOLIDÁCIÓ

Amint az 1. keretes írásban kifejtettük, a fiskális politikai feltevések alapja a tagországi 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 az alapprognoziban szereplő intézkedések nem elégitik ki azokat a fiskális konszolidációs követelményeket, amelyek a Stabilitási és Növekedési Paktum korrekciós és preventív ágát alkotják. A követelményeknek teljesítése iránti elkötelezettség összességében tükröződik a 2014-es stabilitási programokban, illetve az EU-IMF programdokumentumokban. Ám a célkitűzések elérését szolgáló mögöttes intézkedések igen gyakran vagy teljes egészében hiányoznak, vagy nem eléggé konkretizáltak. Ennek megfelelően a prognózis alappályájában nem vettük figyelembe őket, különösen a 2015–2016-os időszakban, amelyre a legtöbb ország esetében nem terjednek ki az aktuális költségvetési tervek. Nem csak szükséges tehát, hanem valószínű is, hogy a kormányok az alappályában szereplőkön túl további fiskális konszolidációs intézkedéseket is hoznak 2016-ig.

### 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. Konkrétan: 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 a GDP 0,1%-át teszi ki 2014-ben; 2015-ben több (nagyjából a GDP 0,4%-ának megfelelő), 2016-ban pedig némileg kevesebb (nagyjából a GDP 0,2%-ának megfelelő) további intézkedés valószínűsíthető. Így 2016-ig bezárólag a

további konszolidáció kumulált értéke a GDP 0,7%-át teszi ki. Ami a fiskális intézkedések összetételét illeti, az érzékenységi elemzésben a legvalószínűbb további 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, jöllehet 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 Modelje (NAWM)<sup>3</sup> segítségével generáltak – az alábbi táblázat foglalja össze.

A további fiskális konszolidáció reál-GDP-re gyakorolt hatása korlátozott lesz 2014-ben, 2015-re azonban értékét -0,3 százalékpontra, 2016-ban pedig -0,2 százalékpontra becsülik. A HICP-inflációra gyakorolt hatás 2015-re becsült értéke nagyjából 0,1 százalékpontot tesz ki.

A reál-GDP-növekedés tekintetében tehát az elemzés, különösen 2015 és 2016 esetében némi lefelé mutató kockázatot jelez, mivel egyelőre nem mindegyik szükségesnek ítélt intézkedés szerepel az alapprognoziban. Az infláció tekintetében ugyanakkor némi felfelé mutató kockázattal is számolni kell, 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 olyan pozitív konjunkturális hatások is jelentkeznek, amelyek ennek az elemzésnek a horizontján nem egyértelműek.<sup>4</sup> Ebből következően az elemzés eredményeit nem szabad úgy értelmezni, mint amely alapján megkérdőjelezhető a további fiskális konszolidációs erőfeszítések létjogosultsága az előrejelzési időszakban. Az euroövezeti tagországok 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.

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

(a GDP százalékában)	2014	2015	2016
Kormányzati költségvetési célkitűzés <sup>1)</sup>	-2,5	-1,8	-1,2
Fiskális alapprognozis	-2,5	-2,3	-1,9
További fiskális konszolidáció (kumulált) <sup>2)</sup>	0,1	0,5	0,7
A további fiskális konszolidáció hatásai (százalékpont) <sup>3)</sup>			
Reál-GDP-növekedés	-0,1	-0,3	-0,2
HICP-infláció	0,0	0,1	0,0

1) A legfrissebb EU-IMF programdokumentumokban szereplő nominális célkitűzések az ilyen programban érintett országok esetében, illetve az aktualizált 2014-es stabilitási programokban szereplő intézkedések a többi ország esetében.

2) Az eurorendszer szakértőinek 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 Modelje segítségével szimulálták.

1 Az összes szimuláció során abból a feltevésből indultak ki, hogy nem történik gazdaságpolitikai irányváltás, és ugyancsak nem változik egy olyan változó sem, amely akár a technikai feltevésekkel, akár az euroövezet nemzetközi környezetével függ össze.

- 2 A felfelé módosításhoz használt modell részletes leírását lásd Pagano, P., Pisani, M., „Risk-adjusted forecasts of oil prices” (Kockázattal kiigazított olajár-előrejelzések), The B.E. Journal of Macroeconomics, 9. évf., 1. szám, 24. cikk, 2009.
- 3 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” (Az euroövezeti New Area-Wide Model: mikroökonómiai alapú, nyílt piaci, előrejelzési és gazdaságpolitikai elemzési modell), 944. EKB-füzet, 2008. október.
- 4 A fiskális konszolidáció makrogazdasági hatásainak részletesebb elemzését lásd a „Fiscal multipliers and the timing of consolidation” (Fiskális multiplikátorok és a konszolidáció időzítése) című cikkben, Havi jelentés, EKB, 2014. április.

### 3. keretes írás

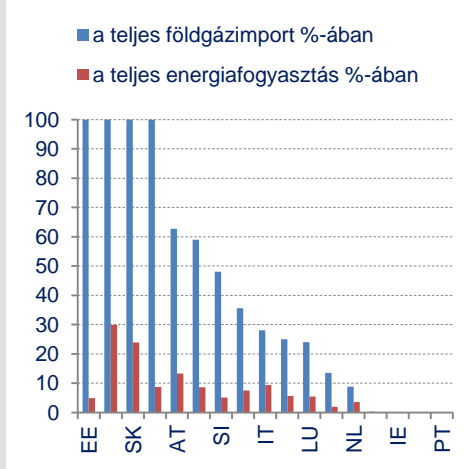
#### AZ UKRAJNAI VÁLSÁG HATÁSA AZ EUROÖVEZETRE

Az elmúlt időszakban a gazdasági szereplők körében növekedett az aggodalom az Ukrajna és Oroszország közötti feszültség eszkalálódásának lehetősége miatt. Jelen keretes írás az euroövezeti gazdaság Oroszországgal és Ukrajnával szembeni kitettséget vizsgálja, majd ismerteti azokat a csatornákat, amelyekeken keresztül a válság – amennyiben az Oroszországra kivetendő további szankciók miatt további fokozódik – elérheti az euroövezetet.

A válság eddig csak Ukrajnára és Oroszországra nézve járt érezhetően kedvezőtlen hatással, az euroövezetben ilyen hatások korlátozottan jelentkeztek. Míg az övezet mennyiségi adatain alig érzékelhető a krízis hatása, addig tudományosan meg nem erősített információk arra utalnak, hogy a konfliktus növelte a bizonytalanságot. A részvények és a nyersanyagok árfolyamai ennek ellenére viszonylag stabilak maradtak.

A kedvezőtlen hatások továbbgyűrűzésének lehetséges fő csatornái az döntően az Oroszországhoz, és csak kisebb mértékben az Ukrajnához fűződő kereskedelmi és pénzügyi kapcsolatok. Az euroövezet jelentős mennyiségben importál energiahordozókat Oroszországból, így földgázimportjának nagyjából 25%-a kőolajimportjának pedig csaknem 30%-a innen származik (lásd az A] és B] ábrát). Az övezet egyes országai szinte kizárólag Oroszországból fedezik földgázszükségletüket. Oroszország és kisebb mértékben Ukrajna az euroövezeti exportnak is célállomásai. Az euroövezetben kívülre exportált árucikkek nagyjából 5%-a Oroszországba, nagyjából 1%-a Ukrajnába kerül. Ami a pénzügyi kapcsolatokat érinti, az euroövezeti bankok Oroszországgal szembeni követeléseai az euroövezeti GDP-nek hozzávetőleg 1%-át teszik ki (lásd a D] ábrát). Megjegyzendő azonban, hogy mind a kereskedelmi, mind a pénzügyi kapcsolatok tekintetében nagy eltérések vannak az egyes tagországok között.

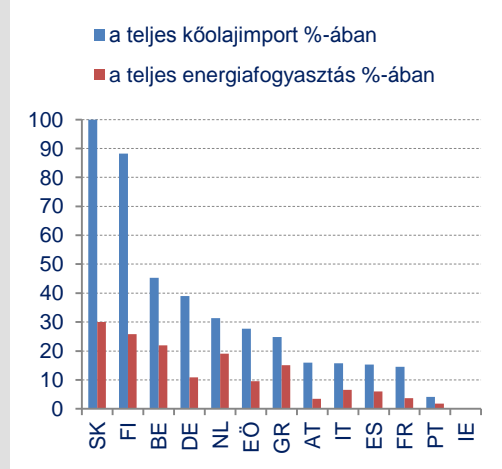
**A) ábra: Az Oroszországból származó földgázimport (2011)**



Forrás: Eurostat.

Megjegyzés: Ciprusról és Máltáról nem állnak rendelkezésre adatok. Az országok sorrendje az orosz földgázimportnak a teljes földgázimportból való százalékos részesedést követi.

**B) ábra: Az Oroszországból származó kőolajimport (2011)**

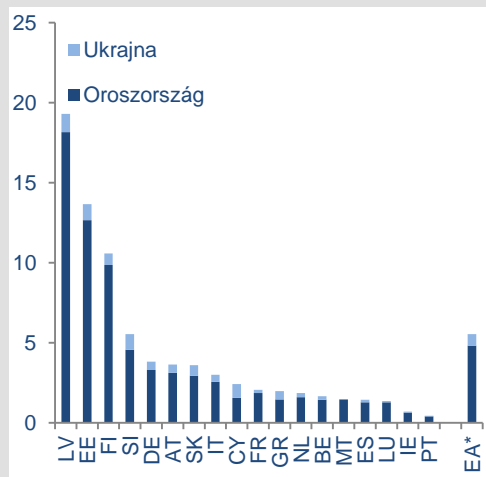


Forrás: Eurostat.

Megjegyzés: Észtországról, Ciprusról, Lettországról, Máltáról és Szlovéniáról nem állnak rendelkezésre adatok. Az országok sorrendje az orosz kőolajimportnak a teljes kőolajimportból való százalékos részesedést követi.

**C) ábra: Az Oroszországba és Ukrajnába irányuló áruexport (2013. III. n.év)**

(a teljes áruexport százalékában)



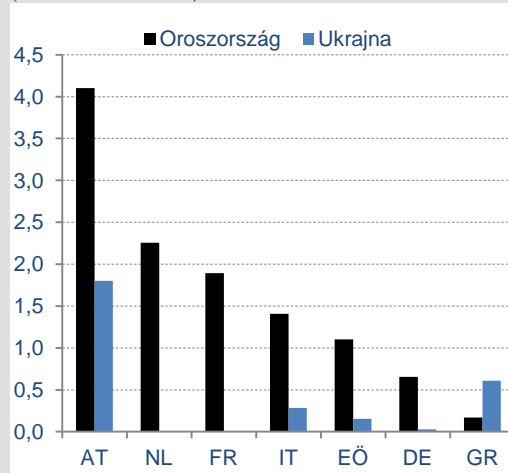
Forrás: IMF és az EKB számításai.

\* az euroövezeti áruexporttal nettósítva.

Megjegyzés: Az országok sorrendje az Oroszországba és Ukrajnába irányuló áruexportnak a teljes áruexporthoz viszonyított százalékos arányát követi.

**D) ábra: Néhány euroövezeti bank Ukrajnával és Oroszországgal szembeni külföldi követelése (országokénti bontásban)**

(a GDP százalékában)



Forrás: A BIS konszolidált banki statisztikái, EKB.

Megjegyzés: Az országok sorrendje az euroövezeti bankoknak az Oroszországgal szembeni külföldi követeléseit követi a 2013-as GDP százalékában. Az adatok általában 2013 negyedik negyedévére vonatkoznak; az ábrán csak azok az euroövezeti országok szerepelnek, amelyek bankjai Oroszországgal és Ukrajnával szembeni külföldi kötelezettségeiről adatokat közölnek; Franciaország és Hollandia az utóbbi időben nem jelentett adatokat az Ukrajnával szembeni követeléseiről; a legfrissebb osztrák adatok 2012 harmadik negyedévéből valók. Az euroövezeti adat csupán tájékoztató jellegű, mivel különböző időpontokból származó országos adatokon alapul.

A konfliktus eszkalálódásának az övezetre gyakorolt potenciális kedvezőtlen hatása attól függ, hogy az Európai Unió és az Egyesült Államok milyen szankciókat ró Oroszországra, és hogy ezekre utóbbi milyen

válaszlépésekkel reagál. Bár e szankciók részletei bizonytalanok, ezen intézkedések a kőolaj árának emelkedését és Oroszország euroövezeti exportjának csökkenését eredményezhetik, ami kedvezőtlenül befolyásolná az orosz kibocsátást, a tőkekiáramlás pedig a rubel leértékelődéséhez vezetne. Az övezet számára kedvezőtlen hatások származnának a részvényárfolyamok eséséből és a bizalom csökkenéséből is, mivel a gazdasági szereplők aggódni kezdenének a válság intenzitása és hatásai miatt.

Ami az euroövezeti hatásokat illeti, e csatornák működésbe lépése főleg a kereskedelmen és a kőolajáron keresztül fogná vissza a GDP-t. Ugyanakkor a magasabb kőolajár az alapprognózinál magasabb HICP-inflációt eredményezne az övezetben.

Mivel az övezet tagországainak az orosz és az ukrán gazdasággal szembeni kitettsége különböző, bármilyen, a válsághoz köthető hatás heterogén: a kedvezőtlen hatásokat a legsúlyosabban a legnagyobb kitettséggel rendelkező országok – például a balti államok – szenvednék el.

Az övezet egyes tagjait közvetett negatív hatások is érhetik kedvezőtlenül érintett harmadik országokon (pl. kelet-európai országok) keresztül. Egy elhúzódó vagy elmérgesedett válság különösen súlyosan érinthet olyan ágazatokat vagy iparágakat, amelyek kifejezetten fontosak egyes övezetbeli tagországok számára (mezőgazdaság, élelmiszeripar, ingatlanpiac, idegenforgalom, a bankszektor egyes szegmensei). Végül az euroövezet azon országait, amelyek földgáz- és kőolajszükségletük nagy részét Oroszországból elégítik ki, különösen súlyosan érintené az innen származó energiaellátás potenciális fennakadása.

#### 4. keretes írás

### 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-korrekciónak módszere is eltér a különféle előrejelzésekben (lásd az alábbi táblázatot).

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

(éves változás, százalék)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés			HICP-infláció		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Az eurorendszer szakértői prognózisa	2014. június	1,0	1,7	1,8	0,7	1,1	1,4
		[0,6–1,4]	[0,6–2,8]	[0,5–3,1]	[0,6–0,8]	[0,5–1,7]	[0,6–2,2]
Európai Bizottság	2014. május	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OECD	2014. május	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Euro Zone Barometer (Eurozóna barométer)	2014. május	1,2	1,6	1,6	0,8	1,2	1,7
A Consensus Economics előrejelzései	2014. május	1,1	1,4	1,6	0,8	1,3	1,5
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2014. május	1,1	1,5	1,7	0,9	1,3	1,5
IMF	2014. április	1,2	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Forrás: Az Európai Bizottság gazdasági előrejelzése, 2014. tavasz; a Nemzetközi Valutaalap világgazdasági előrejelzése, 2014. április; az OECD gazdasági előrejelzése, 2014. május; a Consensus Economics előrejelzései; MJEconomics; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített felmérése.

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

A más intézményektől aktuálisan rendelkezésre álló előrejelzésekben az euroövezet 2014-es reál-GDP-növekedésére adott prognózis némileg magasabb az eurorendszer szakértői prognózisában szereplő értéknél, a 2015-ös és 2016-os előrejelzés pedig hasonló az eurorendszer szakértői prognózisában szereplőhöz, illetve ennél némileg alacsonyabb. A legtöbb más intézmény 2014-es és 2015-ös éves átlagos HICP-inflációs előrejelzése az EKB szakértői prognózisának közelében vagy ennél kissé magasabb értéken van. A többi rendelkezésre álló prognózis szerint 2016-ban a HICP-infláció átlagértéke 1,3% és 1,7% között lesz (az eurorendszer prognózisában 1,4% szerepel). Jelenleg valamennyi rendelkezésre álló előrejelzés az euroövezeti prognózis sávjain belülre esik (lásd a fenti táblázatot).

© Európai Központi Bank (2014)

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

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

Minden jog fenntartva.

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