



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

BEVEZETÉS

Az EKB Kormányzótanácsa a rendszeres közgazdasági és monetáris elemzés alapján szeptember 5-i ülésén változatlanul hagyta az EKB irányadó kamatait. A beérkező adatok és elemzések még jobban alátámasztották a Kormányzótanács korábbi helyzetértékelését. Az árak alappályájából adódó inflációs nyomás középtávon várhatóan visszafogott marad az euroövezetben. Ezzel a helyzetképpel összhangban a pénzmennyiség- és különösképpen a hitelnövekedés dinamikája változatlanul visszafogott. Az euroövezetben az inflációs várakozások továbbra is szilárdan rögzítve vannak, összhangban azzal a célkitűzéssel, hogy az inflációs ráta középtávon 2% alatti, de ahhoz közeli értéken maradjon. Ugyanakkor a reál-GDP-növekedés, miután hat egymást követő negyedévben negatív értéket mutatott, az év második negyedévében pozitív tartományba került, az augusztusig rendelkezésre álló bizalmi mutatók pedig megerősítik, hogy a konjunktúra alacsony szintekről várhatóan fokozatosan javulni fog. A monetáris politika irányvonala továbbra is aszerint van kalibrálva, hogy fenntartsa a laza monetáris politika árstabilitási kilátások által indokolt mértékét, és elősegítse a pénzüpiaci feltételek stabilizálását, ily módon támogatva a konjunktúra fokozatos magára találását. Ami a kilátásokat illeti, a monetáris politika, ameddig csak szükséges, laza marad, összhangban az irányadó kamatok pályájára vonatkozó júliusi iránymutatással. A Kormányzótanács megerősíti: arra számít, hogy az EKB irányadó kamatai hosszabb ideig jelenlegi szintjükön maradnak, illetve ennél alacsonyabb szintre kerülnek. E várakozás alapját továbbra is a középtávra is átnyúló, változatlanul visszafogott általános inflációs kilátások képezik, a reálgazdaság egészének gyengélkedése, valamint a visszafogott pénzmennyiség-növekedési dinamika mellett. Az elkövetkező időszakban a Kormányzótanács a gazdasági és monetáris folyamatokkal kapcsolatos minden beérkező információt figyelemmel kísér, és megvizsgálja, hogy ezek miként hatnak a középtávú árstabilitási kilátásokra. A pénzüpiaci feltételek alakulását a többletlikviditás fokozatos visszafogása is befolyásolja. A hároméves hosszú lejáratú refinanszírozási műveletek keretében felvett hitelek visszafizetése a pénzügyi piaci bizalom javulásáról, a pénzügyi piac szétaprózottságának némi csökkenéséről és az euroövezeti bankok folyamatos tőkeáttétel-csökkenéséről árulkodnak. A Kormányzótanács továbbra is kiemelt figyelmet szentel annak, hogy ezek a folyamatok miként befolyásolhatják a monetáris politika irányvonalát.

Gazdasági elemzés: miután az euroövezet reál-GDP-je hat negyedéven keresztül csökkent, 2013 második negyedévében az előző negyedévhez képest 0,3%-os emelkedést mutatott, ami részben az év első felében tapasztalt időjárás viszonyok átmeneti hatásainak tulajdonítható. Az augusztusig rendelkezésre álló, felméréseken alapuló bizalmi mutatók azóta alacsony szintről még tovább javultak, összességében megerősítve a Kormányzótanácsnak a konjunktúra fokozatos magára találását valószínűsítő korábbi helyzetértékelését. Az év hátralévő részében és 2014-ben – az alappályával összhangban – a kibocsátás lassú fellendülésére lehet számítani, ami elsősorban annak tudható be, hogy a laza monetáris politika által támogatott belföldi kereslet fokozatosan javul. Az euroövezeti konjunktúrát az export iránti kereslet fokozatos élénkülése is kedvezően érinti. Ezenfelül a pénzügyi piacok tavaly nyár óta megfigyelhető általános javulása, valamint a fiskális konszolidáció terén elért eredmények is láthatóan fokozatosan átgűrűznek a reálgazdaságba. A reáljövedelmek is kedvezőbben alakultak az elmúlt időszakban az általában alacsonyabb inflációs ráta miatt. Ugyanakkor az övezetben változatlanul magas a munkanélküliség, az pedig, hogy mind az állami, mind a magánszektorban további mérlegkiigazításra van szükség, továbbra is visszafogja a konjunktúrát.

Ez a helyzetértékelés fogalmazódik meg az EKB szakértőinek az övezetre vonatkozó, 2013. szeptemberi makrogazdasági prognózisában is, amely 2013-ra az éves reál-GDP 0,4%-os csökkenését, 2014-re pedig 1,0%-os növekedését vetíti előre. Az eurorendszer szakértőinek 2013. júniusi makrogazdasági

prognózisával összehasonlítva a 2013-as prognózis 0,2 százalékponttal felfelé módosult, jórészt a beérkező adatok fényében, a 2014-es növekedési prognózis pedig 0,1 százalékponttal lett alacsonyabb.

Az övezet kilátásait érintő kockázatok változatlanul az alacsonyabb növekedés irányába mutatnak. A globális pénzügyi és pénzügyi piaci feltételek közelmúltbeli alakulása és a hozzájuk kapcsolódó bizonytalanság negatívan befolyásolhatja a gazdasági környezetet. Ugyanebbe az irányba hat az is, hogy a geopolitikai feszültségek kiújulása miatt megemelkedhetnek a nyersanyagárak, hogy a vártnál gyengébben alakulhat a világkereslet, és hogy az euroövezet tagországaiban csak lassan vagy nem kielégítő módon hajthatják végre a strukturális reformokat.

Az Eurostat gyorsbecslése szerint a júniusi és júliusi 1,6%-ot követően az euroövezet HICP-vel mért éves inflációja 2013 augusztusában 1,3%-ra csökkent. Az energiaár és az árfolyam alakulására vonatkozó jelenlegi feltételezés alapján az éves inflációs ráták várhatóan alacsonyak maradnak az elkövetkező hónapokban, ami elsősorban az energiaár alakulásának tudható be. Az adekvát középtávú perspektívából tekintve az árak alappályájából eredő nyomás várhatóan visszafogott marad, ami az aggregált kereslet átfogó gyengülését, valamint a fellendülés szerény ütemét tükrözi. A közép- és hosszú távú inflációs várakozások továbbra is szilárdan az árstabilitással összhangban vannak rögzítve.

Ez a helyzetértékelés fogalmazódik meg az EKB szakértőinek az övezetre vonatkozó, 2013. szeptemberi makrogazdasági prognózisában is, amely 2013-ra 1,5%-os, 2014-re pedig 1,3%-os éves HICP-inflációt valószínűsít. Az eurorendszer szakértőinek 2013. júniusi prognózisával összehasonlítva a 2013-as inflációs prognózis 0,1 százalékponttal felfelé módosult, míg a 2014-es adat változatlan maradt.

Az áralakulási kilátásokat övező középtávú kockázatok összességükben továbbra is egyensúlyban vannak: a felfelé mutató kockázatok a nyersanyagárak emelkedésével, valamint a szabályozott árak és a közvetett adók vártnál gyorsabb növekedésével állnak összefüggésben, a lefelé mutatók pedig a vártnál gyengébb konjunktúrából adódnak.

Monetáris elemzés: a júliusi adatok megerősítik, hogy a szélesebb értelemben vett monetáris aggregátum (M3), és ezen belül is elsősorban a hitelkiáramlás alappályája továbbra is visszafogott. Az M3 éves növekedési üteme a júniusi 2,4%-ról júliusban 2,2%-ra tovább lassult. Az M1 éves növekedése változatlanul erőteljes, ám a júniusi 7,5%-ról júliusban 7,1%-ra esett vissza. Az M3-növekedést továbbra is elsősorban az euroövezetbe irányuló nettó tőkebeáramlás támogatta, míg a magánszektorban nyújtott hitelek éves változási üteme tovább gyengült. A háztartásoknak nyújtott hitelek (hitelértékesítéssel és értékpapírosítással kiigazított) éves növekedési üteme júliusban 0,3% maradt, vagyis nagyjából nem változott az év eleje óta. A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek (hitelértékesítéssel és értékpapírosítással kiigazított) éves növekedési üteme a júniusi -2,3% után júliusban -2,8% volt. A visszafogott hiteldinamika továbbra is főként a konjunktúraciklus aktuális szakaszát, a megemelkedett hitelkockázatot, valamint a pénzügyi és az azon kívüli szektorokban zajló mérlegkiigazítást tükrözi.

2012 nyara óta a bankok jelentősen javítottak finanszírozási helyzetükön; ezen belül kiemelendő, hogy több, a válság által érintett országban is megerősítették belföldi betétbázisukat. Ahhoz, hogy a monetáris politikai intézkedések hatása megfelelően átgyűrűzhessen az övezetbeli országok finanszírozási kondícióiba, elengedhetetlen, hogy tovább mérséklődjön az euroövezeti hitelpiacok szétaprózottsága, továbbá hogy erősödjön a rászoruló bankok alkalmazkodóképessége. A fenti cél megvalósulását a bankunió létrehozására hozott további határozott lépések is elősegítik.

Összefoglalva: a gazdasági elemzés alapján az árak középtávon változatlanul az árstabilitással összhangban alakulnak, amit a monetáris elemzés jelzéseivel való összevetés is alátámaszt.

Az egyensúlyi problémák további csökkentése, valamint a versenyképesség, a növekedés és a munkahelyteremtés előmozdítása érdekében az euroövezeti országoknak tovább kell folytatniuk reformjaikat. Ami a költségvetési politikát illeti, a tagországok kormányainak nem szabad visszafogniuk a költségvetési hiány lefaragására és az adósságállomány csökkenő pályára állítására tett erőfeszítéseiket. A költségvetés konszolidációja során kiemelt hangsúlyt kell fektetni az olyan növekedésbarát, középtávra tekintő intézkedésekre, amelyek a közszolgáltatások minőség- és hatékonyságjavítását az adózás torzító hatásainak minimalizálásával ötvözik. A versenyképesség növelését célzó árupiaci reformok elősegítik az új vállalkozások elindítását, támogatják a termelő szektort és élénkítik a munkahelyteremtést, a magas munkanélküliséget pedig határozott strukturális reformokkal kell orvosolni a munkaerőpiac merevségének csökkentésére és a munkaerő iránti kereslet élénkítésére.

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

GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK

1 AZ EUROÖVEZET ÉS A NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK

A világgazdasági fellendülés visszafogott és régióként eltérő marad. Úgy tűnik, hogy a felmérési mutatók javultak, de a hangulat továbbra is kedvezőtlen, ami azt valószínűsíti, hogy a globális gazdasági fellendülés lassú lesz. A legtöbb fontosabb euroövezeten kívüli fejlett gazdaságban több jele is van a növekedési kilátások javulásának, de középtávon változatlanul több tényező is visszafogja a növekedést. A feltörekvő piacgazdaságok növekedési kilátásai romlani látszanak, bár növekedésük üteme várhatóan továbbra is meghaladja a fejlett gazdaságokét, és az előttünk álló időszakban jelentős mértékben járul hozzá a világgazdasági konjunktúrához. A világkereskedelem eközben változatlanul lassan bővül, és a felmérési mutatók továbbra is visszafogott fellendülést jeleznek. Ami a fogyasztói árakat illeti, júliusban a fejlett gazdaságokban nagyjából stabilan alakult az infláció, míg a feltörekvő piacokon vegyesebb volt a kép.

2 MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

2.1 A PÉNZMENNYISÉG ÉS A MONETÁRIS PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK HITELKIHELYEZÉSEI

A szélesebb értelemben vett pénzmennyiség éves növekedési üteme a második negyedévben és 2013 júliusában tovább mérséklődött, bár ennek részben bázishatások voltak az okai. Ezzel egy időben a pénzügyi szétaprózottság enyhülésének jeleit lehetett érzékelni, noha ennek mértéke még mindig jelentős az euroövezetben. A bankok finanszírozási feltételeinek javulása, a nem rezidens befektetők tőkebeáramlásának folytatódása és a forrásoknak külföldről a válság által sújtotta euroövezeti országok felé történő allokálása egyaránt hozzájárult a szétaprózottság mérsékléséhez, és a központi banki többletlikviditás jelentős csökkenését tette lehetővé. Ám ez a pénzügyi piacokon és a banki finanszírozásban tapasztalt javulás egyelőre nem eredményezte a nem pénzügyi magánszektorban kihelyezett hitelek növekedését. Miközben a háztartásoknak nyújtott hitelek nagyjából stabilizálódni látszóttak a második negyedévben, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek állományának jelentős csökkenése a második negyedévben és 2013 júliusában is folytatódott.

2.2 A NEM PÉNZÜGYI SZEKTOROK ÉS AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSEI

A nem pénzügyi szektorok pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme mérsékelten, 2,3%-ra csökkent 2013 első negyedévében, ami a gazdasági környezet változatlan gyengeségét és a befektetési lehetőségek szűkülését tükrözi. Ezt mutatja az is, hogy a biztosítótársaságok és nyugdíjalapok pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme szintén csökkent, mégpedig 3,3%-ra az első negyedévben. A befektetési alapokba 2013 második negyedévében további tőke áramlott. Ennek nagysága azonban elmaradt az előző két negyedévben észlelt szinttől. Az elmaradás fő oka a júniusi kiáramlás volt (amit a pénzügyi piaci volatilitás időleges megnövekedésének összefüggésében kell értelmezni).

2.3 PÉNZPIACI KAMATLÁBAK

2013 júniusa és szeptember eleje között kissé emelkedtek a pénzügyi kamatlábak. Ugyanebben az időszakban az EKB irányadó kamatok pályájára vonatkozó iránymutatása némi lefelé irányuló nyomást gyakorolt a pénzügyi kamatlábakkal (pl. EURIBOR határidős ügyletekkel) és azok volatilitásával kapcsolatos várakozásokra. Az EONIA a július végi enyhe és átmeneti növekedéstől eltekintve alacsony szinteken stabil maradt, ami az EKB hosszú távú összevetésben is igen alacsony kamatlábait és azt tükrözi, hogy az egynapos pénzügyi piacon változatlanul jelentős likviditási többlet figyelhető meg.

2.4 KÖTVÉNYPIACOK

2013. május vége és szeptember 4. között az AAA besorolású euroövezeti hosszú lejáratú államkötvényhozamok nagyjából 40 bázisponttal 2,1%-ra nőttek. Az általános növekedés az Egyesült Államokból átgűrűző hatásokat és az euroövezet pozitív gazdasági adatainak közzétételét tükrözték. Az Egyesült Államokban a hosszú lejáratú államkötvényhozamok körülbelül 80 bázisponttal nőttek, és szeptember 4-én 2,9%-on álltak. Mindez akkor következett be, amikor pozitív gazdasági adatokat tettek közzé, és fokozódtak a várakozások, hogy a közeljövőben csökkennek a Fed mennyiségi lazítási (QE) programja keretében eszközölt kötvényvásárlások. Az euroövezetben a német államkötvényekhez viszonyított hozamkülönbségek nagy többsége valamelyest csökkent. Az euroövezeti kötvénypiac jövőbeni fejleményeinek implikált volatilitással mért bizonytalansága valamelyest fokozódott. A hosszú távú inflációs várakozások piaci mutatói teljes mértékben az árstabilitással összhangban alakultak.

2.5 RÉSZVÉNYPIACOK

A 2013. május vége és szeptember 4. közötti időszakban a részvényárfolyamok nagyjából 1%-kal emelkedtek az euroövezetben és az Egyesült Államokban. A pozitív gazdasági adatok közzététele az Atlanti-óceán mindkét partján támogatta a részvénytőkepiaci folyamatokat. Ezt azonban részben ellensúlyozta, hogy különösen az Egyesült Államokban a monetáris irányvonal szigorodására számítanak. Júniusban mindkét területen csökkentek a részvényárfolyamok, mert a Fed kötvényvásárlásainak azonnali csökkenésére vonatkozó várakozások elbizonytalanították a pénzügyi piacot. Júliusban a Kormányzótanács kamatpályákra vonatkozó iránymutatásának közzététele és a Fed tisztázó jellegű közlései nyomán mindkét területen emelkedtek a részvényárfolyamok. A közzétett pozitív gazdasági adatok hatására az euroövezetben augusztus nagy részében folytatódott a növekedés. Az euroövezeti részvénytőkepiac implikált volatilitással mért bizonytalansága valamelyest fokozódott a vizsgált időszakban.

2.6 A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK PÉNZMOZGÁSAI ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2013. április és július között a nem pénzügyi vállalatok finanszírozási reálköltsége stabil maradt az euroövezetben, ami a tőke és a hosszú távú bankhitelek költségcsökkenésének, illetve a piaci adósság és a rövid lejáratú bankhitelek költségnövekedésének eredőjéből adódott. Ami a pénzügyi mozgásokat illeti, a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek mennyisége 2013 második negyedévében tovább csökkent. A kihelyezések visszaesése elsősorban a konjunktúra gyengélkedését és az övezet egyes részein tapasztalható szigorú banki hitelezési feltételeket tükrözi. A hitelviszonyt megtestesítő vállalati értékpapírok kibocsátása továbbra is jelentékeny, bár az év eleje óta számottevően lassult.

2.7 A HÁZTARTÁSI SEKTOR PÉNZMOZGÁSAI ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2013 második negyedévében az euroövezeti háztartások finanszírozási feltételeit az jellemezte, hogy valamelyest csökkentek a banki hitelkamatok, különösen a közép- és hosszú lejáratú hitelek kamatai, ugyanakkor országonként változatlanul jelentős eltérések mutatkoztak. Az euroövezeti háztartásoknak nyújtott MPI-hitelek (hitelértékesítéssel és értékpapírosítással kiigazított) éves növekedési üteme a tavalyi

év végén éppen csak pozitív szinteken stabilizálódott, 2013 júliusában pedig 0,3% volt. A legfrissebb adatok tehát továbbra is a háztartások hitelfelvételének visszafogottságára utalnak, ami részben annak tudható be, hogy a háztartásoknak több országban is csökkenteniük kell az adósságállományukat. A háztartások adósságállományának a bruttó rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított aránya viszont a becslések szerint némileg tovább emelkedett a második negyedévben, stagnáló jövedelem és kissé emelkedő adósságállomány mellett. A háztartások kamatterhei ugyanakkor nagyjából változatlanok maradtak.

3 ÁRAK ÉS KÖLTSÉGEK

Az Eurostat előzetes becslése szerint az euroövezet éves HICP-inflációja 2013 augusztusában a júliusi 1,6%-ról 1,3%-ra csökkent. Az energiaár és az árfolyam alakulására vonatkozó feltételezés alapján az éves inflációs ráták várhatóan alacsonyok maradnak az elkövetkező hónapokban, ami elsősorban az energiaár alakulásának tudható be. Az adekvát középtávú perspektívából tekintve az árak alappályájából eredő nyomás várhatóan visszafogott marad, ami az aggregált kereslet átfogó gyengélkedését, valamint a fellendülés szerény ütemét tükrözi. A közép- és hosszú távú inflációs várakozások továbbra is szilárdan az árstabilitással összhangban vannak rögzítve.

Ez a helyzetértékelés fogalmazódik meg az EKB szakértőinek az övezetre vonatkozó, 2013. szeptemberi makrogazdasági prognózisában is, amely 2013-ra 1,5%-os, 2014-re pedig 1,3%-os éves HICP-inflációt valószínűsít. Az eurorendszer szakértőinek 2013. júniusi prognózisával összehasonlítva a 2013-as inflációs prognózis 0,1 százalékponttal felfelé módosult, míg a 2014-es adat változatlan maradt. Középtávon az áralakulási kilátásokat övező kockázatok várhatóan továbbra is nagyjából egyensúlyban vannak.

4 A KIBOCSÁTÁS, A KERESLET ÉS A MUNKAERŐPIAC ALAKULÁSA

Miután az euroövezet reál-GDP-je hat negyedéven keresztül csökkent, 2013 második negyedévében az előző negyedévhez képest 0,3%-os emelkedést mutatott, ami részben az év első felében tapasztalt időjárási viszonyok átmeneti hatásainak tulajdonítható. Az augusztusig rendelkezésre álló, felméréseken alapuló bizalmi mutatók azóta alacsony szintről még tovább javultak, összességében megerősítve a konjunktúra fokozatos magára találását valószínűsítő korábbi várakozásokat. Az év hátralévő részében és 2014-ben – az alappályával összhangban – a kibocsátás lassú magára találására lehet számítani, ami elsősorban annak tudható be, hogy a laza monetáris politika által támogatott belföldi kereslet fokozatosan javul. Az euroövezeti konjunktúrát az export iránti kereslet fokozatos élénkülése is kedvezően érinti. Ezenfelül a pénzügyi piacok tavaly nyár óta megfigyelhető általános javulása, valamint a fiskális konszolidáció terén elért eredmények is láthatóan fokozatosan átgűrűznek a reálgazdaságba. A reáljövedelmek is kedvezőbben alakultak az elmúlt időszakban az általában alacsonyabb inflációs ráta miatt. Ugyanakkor az övezetben változatlanul magas a munkanélküliség, az pedig, hogy mind az állami, mind a magánszektorban további mérlegkiigazításra van szükség, továbbra is visszafogja a konjunktúrát.

Ez a helyzetértékelés fogalmazódik meg az EKB szakértőinek az övezetre vonatkozó, 2013. szeptemberi makrogazdasági prognózisában is, amely 2013-ra az éves reál-GDP 0,4%-os csökkenését, 2014-re pedig 1,0%-os növekedését vetíti előre. Az eurorendszer szakértőinek 2013. júniusi makrogazdasági prognózisával összehasonlítva a 2013-as prognózis 0,2 százalékponttal felfelé módosult, jórészt a beérkező adatok fényében. A 2014-es növekedési prognózis pedig 0,1 százalékponttal lefelé módosult. Az övezet kilátásait övező kockázatok változatlanul az alacsonyabb növekedés irányába mutatnak.

5 FISKÁLIS HELYZET

A legújabb euroövezeti kormányzati pénzügyi statisztikák szerint a GDP-hez viszonyított államháztartási hiány 2010 közepe óta tartó csökkenése 2013 első negyedében megtorpant, miközben a GDP-hez viszonyított államadósság növekedése valamelyest gyorsult. Az ECOFIN Tanács 2013 júniusában úgy döntött, hogy számos országnak haladékot ad a túlzott deficit lefaragására. Az országok többsége több mint egyéves haladékot kapott. Határozott lépéseket kell tenni a költségvetés konszolidálására, hogy az államháztartás ismét fenntartható pályára kerüljön. A „kettes csomag” rendeleteinek végrehajtása, melynek keretében az Európai Bizottság alaposan megvizsgálja a költségvetés-tervezeteket, fontos eszköze lesz a fiskális felügyelet további megerősítésének.

AZ EKB SZAKÉRTŐINEK EUROÖVEZETI MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA

A 2013. augusztus 23-ig rendelkezésre álló információk alapján az EKB szakértői elkészítették az euroövezet makrogazdasági folyamatainak prognózisát.¹ A prognózis szerint a reál-GDP 2013-ban 0,4%-kal csökken, 2014-ben pedig 1,0%-kal bővül. A HICP-vel mért infláció 2013-ban átlagosan 1,5%, 2014-ben pedig 1,3% lesz.

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

A kamatokra és a nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések a 2013. augusztus 15-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 tőzsdei hozamok (futures) alapján történik. A módszertan alapján 2013-ban 0,2%-os, 2014-ben pedig 0,5%-os rövid lejáratú átlagos kamatszint valószínűsíthető. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2013-ban átlagosan 3,0%-os, 2014-ben pedig 3,5%-os szintet valószínűsítenek. 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 – 2013 második felében várhatóan elérik mélypontjukat, majd fokozatosan emelkedni kezdenek. A hitelkínálati helyzet 2013-ban várhatóan negatívan hat az euroövezeti konjunktúrára, 2014-ben viszont a hatás semlegesebb lesz.

A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés zárónapja előtti kéthetes periódus határidős tőzsdei árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent nyersolajár 2013-ban 107,8 USD, 2014-ben pedig 102,8 USD lesz. A nem energijellegű nyersanyagok USA-dollárban kifejezett ára² 2013-ban várhatóan 5,4%-kal, 2014-ben pedig 0,1%-kal csökken.

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az adatgyűjtés zárónapját megelőző két hétben uralkodó átlagos szinten maradnak az előrejelzési időszak során. Ebből 2013-ban 1,32 USD/EUR, 2014-ben pedig 1,33 USD/EUR átlagos árfolyam valószínűsíthető, amely mindkét évben magasabb, mint a 2012-es 1,29 USD/EUR árfolyam. Az euro effektív árfolyama a feltevés szerint 2013-ban 3,6%-kal, 2014-ben pedig 0,7%-kal felértékelődik.

A fiskális politikai feltevések az euroövezet egyes országainak 2013. augusztus 23-án rendelkezésre álló költségvetési terveit veszik alapul. A feltevések figyelembe veszik a nemzeti parlamentek által elfogadott összes fiskális politikai intézkedést, illetve a kormányok által részletesen kidolgozott minden olyan intézkedést, amelyet a jogalkotók vélhetőleg elfogadnak.

1 Az EKB szakértői prognózisa az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisát egészíti ki. Utóbbit az EKB és az euroövezet nemzeti központi bankjainak szakértői évente két alkalommal közösen állítják össze. Az alkalmazott módszerek összhangban vannak az euroövezeti szakértők által használtakal, amelyeket az EKB „Útmutató az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának készítéséhez” című 2001. júniusi kiadványa mutat be, amely megtekinthető a Bank weboldalán. A prognózist övező sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség alapján határozzák meg. A sávzélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. Az alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekciót is magában foglal, az „Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávok számítására” című 2009. decemberi kiadvány ismerteti, amely szintén megtalálható az EKB honlapján.

2 A kőolaj- és élelmiszerárakra vonatkozó feltevések kiszámítása az előrejelzési időszak végéig érvényes tőzsdei határidős (futures) árakon alapul. Egyéb nyersanyagok esetében feltesszük, hogy az árak 2014 második negyedévéig a határidős tőzsdei árakat követik, majd a világgazdasági konjunktúra szerint alakulnak.

A nemzetközi környezetre vonatkozó prognózis

A világgazdaság reál-GDP-jének növekedése (az euroövezetet nem számítva) az előrejelzési horizonton a 2013. évi 3,4%-ról 2014-ben 4,0%-ra élénkül. Az EKB 2013. júniusi Havi jelentésében ismertetettekkel nagyjából összhangban, 2013 első felében némi lendületet vett a fejlett gazdaságok növekedése. A feltörekvő piacok növekedése ezzel szemben némileg alábbhagyott, aminek háttérében a lanyhább belföldi kereslet, a (nyersanyag-exportőröket érintő) nyersanyagár-csökkenés és az alacsony külgazdasági kereslet exportvisszafogó hatása állt. Rövid távon a bizalmi mutatók azt jelzik, hogy a globális konjunktúra továbbra is mérsékelt lesz. Az előző prognózis óta kismértékben szigorodtak a finanszírozási feltételek, ami részben azt tükrözte, hogy a piac újraértékelte a jövőbeli amerikai monetáris élénkítés mértékét, és ami visszafogja különösen egyes feltörekvő gazdaságok rövid távú növekedési kilátásait. A fellendülés üteme hosszabb távon várhatóan fokozatos lesz. A magánszektor egyensúlyi helyzetének visszaállítása – amely bár folyamatban van, még mindig nem zárult le – és a fiskális konszolidáció visszafogja a fejlett gazdaságok növekedési kilátásait. A feltörekvő piacok egyes meghatározó gazdaságai, így elsősorban Kína fellendülése is várhatóan mérsékelt lesz, mivel a strukturális tényezők visszafogják a növekedést. Minthogy az euroövezet fő kereskedelmi partnereinek gazdaságai a többi gazdasághoz képest lassúbb ütemben növekednek, az övezet külgazdasági kereslete is némileg visszafogottabb, amely így a prognózis szerint 2013-ban 2,9%-kal, 2014-ben pedig 5,0%-kal fog emelkedni.

Reál-GDP-növekedési prognózis

2013 második negyedévében a reál-GDP 0,3%-kal bővült, miután hat egymást követő negyedévben csökkenést regisztráltak. A belföldi kereslet és a nettó export pozitívan járult hozzá a második negyedéves reál-GDP-növekedéshez, míg a készletváltozások enyhén negatív irányba módosították. A konjunktúra viszonylag erőteljes második negyedéves élénkülése bizonyos mértékig átmeneti, jórészt az időjáráshoz köthető tényezőknek tudható be.

Ezen átmeneti tényezők eltűnésével 2013 harmadik negyedévében ismét alacsonyabb növekedésre lehet számítani, igaz, immár pozitív tartományban. Ezeket az átmeneti tényezőket figyelmen kívül hagyva a konjunktúrát a teljes előrejelzési időszakban támogatja az export iránti külső kereslet fokozatos erősödésének kedvező hatása. Rövidebb időtávon a belföldi keresletre kedvezően hat a nyersanyagár-infláció csökkenéséből adódó reáljövedelem-emelkedés. A belföldi keresletre várhatóan élénkítően hat a laza monetáris politika – amelyet tovább erősít az EKB Kormányzótanácsának az irányadó kamatok pályájára vonatkozó iránymutatása –, az erősödő bizalom és a csökkenő bizonytalanság. Ennél hosszabb időtávon a belföldi keresletet a hitelkínálat szűkösségének enyhülése és a kevésbé megszorító fiskális politika is kedvezően befolyásolhatja. A belföldi kereslet kedvezőtlen hatása – amely abból adódik, hogy a munkaerő-piaci helyzet csak korlátozott mértékben javul és hogy egyes országokban további adósságkeelés szükséges – az előrejelzési időszak során várhatóan csak fokozatosan enyhül. A prognózis szerint a fellendülés hosszabb időszakra visszatekintve összességében visszafogott marad, ami változatlanul negatív kibocsátási rést eredményez. Éves átlagban a reál-GDP 2013-ban várhatóan 0,4%-kal csökken, ami jórészt a negatív áthúzó hatást tükrözi, majd 2014-ben 1,0%-kal nő. Ez a növekedési dinamika a belföldi kereslet stabilan növekvő élénkítő hatásának és a nettó export pozitív, ám csökkenő hozzájárulásának együttes hatását tükrözi.

A kereslet összetevőit részletesebben megvizsgálva azt látjuk, hogy az euroövezeten kívülre irányuló kivitel 2013 fennmaradó részében várhatóan mérsékelt marad, 2014-ben pedig némi lendületet vesz, ami jórészt az euroövezet külföldi keresletének viszonylag fokozatos erősödését tükrözi. 2013 végétől az üzleti célú beruházások is várhatóan lendületet vesznek. A folyamatot a következő tényezők támogatják: (i) a belföldi és a külföldi kereslet fokozatos erősödése valószínűsíthető; (ii) a kamatszint rendkívül alacsony; (iii) többéves visszafogott beruházási tevékenység után fokozatosan le kell cserélni a

tőkeállományt; (iv) kedvezőbbek a hitelkínálati hatások és (v) a konjunktúra élénkülésével erősödik a többletprofit. Azonban az abból eredő negatív hatás, hogy a kapacitások kihasználtsági szintje alacsony, hogy a vállalati mérlegek további konszolidációjára van szükség, és hogy az övezet egyes tagországaiban és szektorokban kedvezőtlenek a finanszírozási feltételek, csak fokozatosan enyhül. A lakásberuházások az idén és jövőre is várhatóan gyengén alakulnak, ami jórészt annak tudható be, hogy bizonyos országok ingatlanpiacain kiigazításra van szükség, a rendelkezésre álló jövedelem visszafogottan emelkedik, és a piaci szereplők az ingatlanárak további esésére számítanak. Ezen tényezők kedvezőtlen hatásai várhatóan nagyobb súlyt képviselnek, mint a más országokban tapasztalható, relatíve vonzó lakáspiaci beruházási lehetőségek, amelyek a jelzálogkamatok hosszú távú összehasonlításban alacsony szintje és az árak emelkedése nyomán kínálkoznak. Az állami beruházások az előrejelzési időszakban várhatóan változatlanul visszafogottan alakulnak, ami a több euroövezeti tagországban tervezett fiskális konszolidációs intézkedéseknek tulajdonítható.

A magánfogyasztás várhatóan visszafogott lesz az év hátralévő részében, ami a rendelkezésre álló reáljövedelem és a megtakarítási ráta egyidejű stagnálásából adódik. 2014 során várhatóan némi lendületet vesz a magánfogyasztás, amit a fiskális konszolidáció kedvezőtlen hatásának enyhülése és – a munkaerő-piaci feltételek javulásával – a munkajövedelem emelkedése támogat majd, jóllehet a megtakarítási ráta is kissé emelkedni fog. Az előrejelzési horizonton várhatóan azoknak a háztartásoknak az aránya, amelyek megtakarítási rátája – a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése és az adósságleépítés szükségessége miatt – emelkedni fog, nagyobb lesz, mint azoké, amelyekben – a rendelkezésre álló jövedelem csökkenése és a megtakarítások alacsony hozama miatt – tovább csökken a megtakarítási ráta. A kormányzati fogyasztás a fiskális konszolidációs erőfeszítések révén 2013-ban összességében stagnál, 2014-ben pedig szerény mértékben emelkedik.

Az euroövezeten kívülről származó import az előrejelzési horizonton élénkülni fog, bár ennek mértékét a még mindig visszafogott összkereslet továbbra is korlátozza. 2013-ban és 2014-ben a folyó fizetési mérleg többletének emelkedésére lehet számítani.

A. táblázat: Az euroövezet makrogazdasági prognózisa

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

	2012	2013	2014
HICP	2,5	1,5 [1,4–1,6]	1,3 [0,7–1,9]
Reál-GDP	-0,6	-0,4 [-0,6–0,2]	1,0 [0,0–2,0]
Magánszektor fogyasztása	-1,4	-0,7 [-0,9–0,5]	0,7 [-0,2–1,6]
Kormányzati fogyasztás	-0,5	-0,1 [-0,6–0,4]	0,6 [0,0–1,2]
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-4,0	-3,6 [-4,4–2,8]	1,8 [-0,7–4,3]
Kivitel (árúk és szolgáltatások)	2,7	0,9 [-0,4–2,2]	3,6 [0,1–7,1]
Behozatal (árúk és szolgáltatások)	-0,9	-0,6 [-1,9–0,7]	3,8 [0,3–7,3]

1) A reál-GDP-re és komponenseire vonatkozó prognózis munkanaphatással kiigazított adatokat tartalmaz. A kiviteli és a behozatali prognózis az euroövezeten belüli kereskedelmet is magukban foglalja.

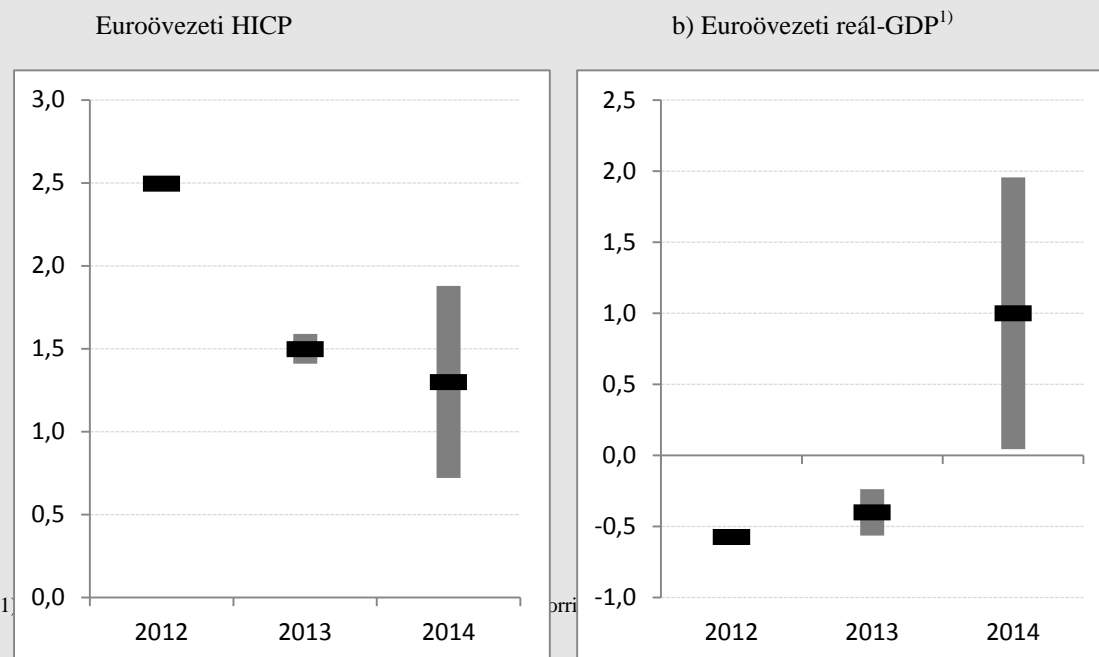
2) A 2014-re vonatkozó prognózis immár Lettországot is magába foglalja. Az euroövezeti országokra vonatkozó 2014. évi átlagos százalékos változások 2013-tól már Lettország adatait is tartalmazzák.

Ár- és költségprognózis

Az Eurostat gyorsbecslése szerint a HICP-vel mért inflációs ráta – amely augusztusban 1,3%-os értéket mutatott – 2013-ban 1,5%-ra, 2014-ben pedig 1,3%-ra prognosztizálható. 2013 első felében a ráta jelentősen csökkent, ami annak tudható be, hogy a 2012-es szintekhez képest komolyan visszaesett az energiaár-infláció. Utóbbi a kőolaj árának múlt évi csökkenését, az euro szintén múlt évi felértékelődését, valamint a korábbi olajár-emelkedések hatásának lecsengéséből adódó, lefelé mutató bázishatást tükrözte. Ami a kilátásokat illeti, az előrejelzési horizonton az energiaárak kismértékű csökkenése valószínűsíthető, ami az olajárak feltételezett pályáját tükrözi. Az előrejelzési horizonton az energiakomponens várhatóan csak elhanyagolható mértékben járul hozzá a HICP-infláció alakulásához, és ezáltal hosszabb távú átlagánál lényegesen alacsonyabb lesz, ami bizonyos mértékig megmagyarázza a publikált infláció visszafogott alakulását. Az élelmiszerárak inflációja 2013 első felében összességében változatlan maradt annak ellenére, hogy a feldolgozatlan élelmiszerek árában szokatlanul kiugró értékeket regisztráltak. Az élelmiszerárak a jövőben – a nemzetközi és európai élelmiszer-alapanyagok árának várható kezdeti csökkenése, valamint a lefelé mutató bázishatások miatt – várhatóan kissé csökkenni fognak. Az élelmiszerek és az energia árát nem tartalmazó HICP-infláció 2013 első felében kissé visszaesett, ami a gyenge gazdasági teljesítményt tükrözi. 2014-ben a mutató némi emelkedésére lehet számítani, ami a konjunktúra visszafogott fellendülését és a külső árnymás emelkedését tükrözi.

Makrogazdasági prognózisok

(átlagos éves változás, százalék)



Ami az egyes komponenseket illeti, 2013 első felében enyhült a külső árnymás, ami az euro effektív felértékelődésének, valamint a kőolaj és az egyéb nyersanyagok árcsökkenésének tudható be. Utóbbi két tényező az importdeflátor csökkenését eredményezte, amelynek azonban 2014-ben fokozatos emelkedése valószínűsíthető. Ennek háttérében a következő tényezők állnak: (i) lecseng az euro korábbi felértékelődésének árleszorító hatása, (ii) a nem energijellegű nyersanyagok ára a feltételezés szerint megemelkedik, (iii) lendületet vesz az import iránti kereslet. Ami az árak belföldi alakulását illeti, a munkavállalói jövedelem éves növekedési üteme várhatóan mind 2013-ban, mind 2014-ben visszafogott marad, ami a munkaerőpiac gyengélkedésével magyarázható. Lévén, hogy a prognózis szerint a fogyasztói árak inflációja meredeken csökken az idén, a munkavállalói reáljövedelem 2013-ban várhatóan

emelkedni fog, az előrejelzési horizonton pedig visszafogott ütemben ugyan, de továbbhalad ezen a pályán, miután mind 2011-ben, mind 2012-ben csökkent. Az egy főre jutó munkavállalói reáljövedelem éves növekedési üteme várhatóan jóval a termelékenység-növekedés üteme alatt marad 2014-ben, ami a munkaerőpiac gyengélkedését tükrözi. 2013-ra és 2014-re a fajlagos munkaerőköltség növekedési ütemének lassulása prognosztizálható, mivel a termelékenység ciklikus növekedési üteme gyorsabb lesz, mint a munkavállalói jövedelem éves növekedési üteme. A jövedelmezőségi mutató (az alapáras GDP-deflátor és a fajlagos munkaerőköltség hányadosa) 2012-ben jelentősen visszaesett, 2013-ban pedig várhatóan stagnálni fog, ami a belföldi konjunktúra gyengélkedését tükrözi. A későbbiekben a fajlagos munkaerőköltség lassabb növekedése és a fokozatosan javuló gazdasági helyzet várhatóan támogatja a profitráták magára találását. A szabályozott áraknak és közvetett adóknak a fiskális konszolidációs tervekben szereplő emelkedése várhatóan jelentősen hozzájárul a 2013. és 2014. évi HICP-inflációhoz, bár ez a hozzájárulás némileg kisebb lesz, mint 2012-ben.

Összevetés az eurorendszer szakértőinek 2013. júniusi prognózisával

Az eurorendszer szakértőinek az EKB 2013. júniusi Havi jelentésében publikált makrogazdasági prognózisával összehasonlítva a 2013-as reál-GDP-növekedési prognózis 0,2 százalékponttal felfelé módosult, jórészt a beérkező adatok fényében. A 2014-es prognózis 0,1 százalékponttal lefelé módosult, ami az alacsonyabb külgazdasági keresletet, az euro erősebb effektív árfolyamát és a magasabb kamatokat tükrözte. A HICP-vel mért inflációra vonatkozó prognózis 0,1 százalékponttal felfelé módosult 2013 tekintetében, ami a vártnál magasabb élelmiszerárakat, a kőolaj ára esetében pedig a magasabb feltételezett pályát tükrözte. A 2014-es inflációs prognózis továbbra is érvényben maradt.

B. táblázat Összevetés a 2013. júniusi prognózissal

(átlagos éves változás, százalék)

	2013	2014
Reál GDP – 2013. június	-0,6 [-1,0–0,2]	1,1 [0,0–2,2]
Reál GDP – 2013. szeptember	-0,4 [-0,6–0,2]	1,0 [0,0–2,0]
HICP – 2013. június	1,4 [1,3–1,5]	1,3 [0,7–1,9]
HICP – 2013. szeptember	1,5 [1,4–1,6]	1,3 [0,7–1,9]

Összehasonlítás más intézmények előrejelzéseivel

Számos nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény is készít előrejelzést az euroövezetről (lásd a C. táblázatot). Ezeket az előrejelzéseket azonban szigorú értelemben sem egymással, sem az EKB-szakértők makrogazdasági prognózisával nem lehet összevetni, mivel más-más időpontban véglegesítik őket. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külgazdasági változókra – például a kőolajra és egyéb nyersanyagárakra – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben nem megnevezett) módszerekkel alakítják ki. Végül a munkanapok szerinti kiigazítás módszere is eltér a különféle előrejelzésekben.

A más szervezetek és intézmények rendelkezésre álló, az euroövezet 2013-as és 2014-es reál-GDP-jére vonatkozó előrejelzési sávjai az EKB szakértői prognózisának bizonytalansági sávján belülre, a sávközép közelébe esnek. Más szervezeteknek és intézményeknek a 2013-as HICP-inflációra vonatkozó előrejelzési sávjai az EKB szakértői prognózisának bizonytalansági sávjánál és sávközepénél némileg

magasabbak. Más intézményeknek a 2014-es HICP-inflációra vonatkozó előrejelzési sávja jóval az EKB szakértői prognózisának sávján belülre, a sávközép közepébe esik.

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

(átlagos éves változás, százalék)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés		Infláció (HICP)	
		2013	2014	2013	2014
OECD	2013. május	-0,6	1,1	1,5	1,2
Európai Bizottság	2013. május	-0,4	1,2	1,6	1,5
IMF	2013. július	-0,6	0,9	1,7	1,5
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2013. augusztus	-0,6	0,9	1,5	1,5
A Consensus Economics előrejelzései	2013. augusztus	-0,6	0,9	1,5	1,5
Euro Zone Barometer (Eurozóna barométer)	2013. augusztus	-0,6	0,9	1,5	1,5
Az EKB szakértői prognózisa	2013. szeptember	-0,4	1,0	1,5	1,3
		[-0,6–0,2]	[0,0–2,0]	[1,4–1,6]	[0,7–1,9]

Forrás: Az Európai Bizottság 2013. tavaszi gazdasági előrejelzése; a reál-GDP-növekedés esetében az IMF 2013. júliusi frissített világgazdasági előrejelzése; az infláció esetében pedig a 2013. áprilisi világgazdasági előrejelzés; az OECD 2013. májusi gazdasági előrejelzése; a Consensus Economics előrejelzései; az MJEconomics és az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített felmérése.

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