



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

BEVEZETÉS

Az EKB Kormányzótanácsa 2014. december 4-i ülésén a rendszeres közgazdasági és monetáris elemzés alapján, valamint a kamatpálya jövőbeli alakulására adott iránymutatásának megfelelően változatlanul hagyta az EKB irányadó kamatait. Rendkívüli monetáris politikai intézkedésként az eurorendszer fedezett kötvények és eszközfedeztetű értékpapírok vásárlásába kezdett. A két program időtartama legalább két év. Hamarosan sor kerül a második célzott, hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletre is, amelyet hat további hasonló követ 2016. júniusig bezárólag. Ezen intézkedéseknek jelentős együttes hatása lesz az eurorendszer mérlegére, amelynek méretét a döntéshozók a 2012 eleji szinthez kívánják közelíteni.

Az intézkedések az elkövetkező hónapokban még szélesebb körben tovább lazítják a monetáris politikát, támogatva a Kormányzótanácsnak az EKB jövőbeli irányadó kamatpályájáról adott iránymutatását, továbbá megerősítve azt a tényt, hogy a nagyobb fejlett gazdaságok monetáris politikai ciklusai között jelentős és egyre növekvő különbségek vannak. Az euroövezetre vonatkozó legfrissebb makrogazdasági prognózis ugyanakkor alacsonyabb inflációt jelez, amely gyengébb reál-GDP-növekedési teljesítménnyel és visszafogott pénzmennyiség-dinamikával párosul.

A Kormányzótanács a jövő év elején újra kiértékeli a monetáris politikai impulzus realizált mértékét, a mérlegnövekedést és az áralakulási kilátásokat. Megvizsgálja továbbá a közelmúlt kőolajár-alakulásának szélesebb, az övezet középtávú inflációs pályáját befolyásoló következményeit. Amennyiben a túl hosszú ideig alacsony infláció kockázatának kezelése további intézkedéseket tenne szükségessé, a testület továbbra is egyhangúlag elkötelezett az iránt, hogy megbízatásának keretei között további, a megszokottól eltérő eszközöket alkalmazzon. Ez az intézkedések nagyságrendjének, ütemének és összetételének módosítását jelentené a jövő év elején. A Kormányzótanács felkérésére az EKB szakemberei és az eurorendszer illetékes szakbizottságai fokozták az esetleges további intézkedések szakmai előkészítését, hogy szükség esetén a megfelelő időpontban be lehessen vetni őket. A monetáris politikai intézkedések kivétel nélkül arra irányulnak, hogy a közép- és hosszú távú inflációs várakozások még szilárdabban rögzítve legyenek, összhangban a Kormányzótanács azon célkitűzésével, hogy az infláció 2% alatti, de ahhoz közeli értéken maradjon, és hogy segítségükkel az inflációs ráták visszatérjenek e szint közelébe.

Közgazdasági elemzés: az euroövezet reál-GDP-je 2014 harmadik negyedévében 0,2%-kal bővült az előző negyedévhez képest. Mindez összhangban állt az övezet növekedési lendületének alábbhagyására utaló korábbi jelzésekkel, amelyek az övezet reál-GDP-növekedésének lefelé módosítását eredményezték a legfrissebb előrejelzésekben. A novemberig rendelkezésre álló legfrissebb adatok és felmérési eredmények megerősítik az elkövetkező időszakra visszafogottabb növekedési pályát valószínűsítő helyzetképet. Mégis összességében változatlanul némi fellendülésre lehet számítani. A belföldi keresletet várhatóan támogatják a monetáris politikai intézkedések, a pénzügyi helyzet folyamatos javulása, a fiskális konszolidáció és a szerkezeti reformok terén tett előrelépés, valamint a rendelkezésre álló reáljövedelmet jelentősen támogató alacsony energiaár-szint. A világgazdasági élénkülés miatt továbbá az export iránti kereslet is kedvezően alakulhat. A fellendülést ugyanakkor valószínűleg továbbra is fékezi a magas munkanélküliség, a tetemes kapacitáskihasználatlanság, valamint az állami és a magánszférában folyó mérlegkiigazítás.

Ugyanez a helyzetértékelés körvonalazódik az eurorendszer szakértőinek az övezetre vonatkozó, 2014. decemberi makrogazdasági prognózisában is, amely 2014-re az éves reál-GDP 0,8%-os, 2015-re 1,0%-os, 2016-ra pedig 1,5%-os növekedését vetíti előre. Az EKB szakértőinek 2014. szeptemberi prognózisával összehasonlítva a reál-GDP-növekedési prognózis jelentősen lefelé módosult. Ezen belül mind a belföldi keresletre, mind a nettó exportra vonatkozó prognózist lezállították.

Az övezet gazdasági kilátásait övező kockázatok az alacsonyabb növekedés irányába mutatnak. Az euroövezet visszafogott növekedési lendülete a komoly geopolitikai kockázatokkal párosulva potenciálisan alááshatja a bizalmat, különösen pedig a magánberuházásokat. További lefelé mutató növekedési kockázat származhat abból, ha a strukturális reformok terén nem történik kielégítő előrelépés.

Az Eurostat előzetes becslése szerint az euroövezet HICP-vel mért éves inflációja a 2014 októberében mért 0,4% után novemberben 0,3% volt. Az előző hónappal összehasonlítva mindez döntően az energiaár-infláció nagyobb mértékű csökkenését és a szolgáltatások árának némileg alacsonyabb éves növekedési ütemét tükrözte. A rendkívül alacsony inflációs rátákkal jellemezhető környezetben lényeges megvizsgálni a kőolajár közelmúltbeli alakulásának szélesebb, a középtávú inflációs pályát befolyásoló hatását, és el kell kerülni ennek az inflációs várakozásokba és a bérezésbe való begyűrűzését.

A kőolajár közelmúltbeli alakulásának fényében nem szabad elfelejteni, hogy az előrejelzések és a prognózisok technikai feltevéseken alapulnak, amelyek elsősorban a kőolajár és az árfolyamot érintik. A november közepéig – vagyis az eurorendszer szakértőinek 2014. decemberi euroövezeti makrogazdasági prognózisa lezárásáig – rendelkezésre álló adatok alapján, a HICP-vel mért éves infláció 2014-ben 0,5%, 2015-ben 0,7%, 2016-ban pedig 1,3% lesz. Az EKB szakértőinek 2014. decemberi makrogazdasági prognózisával összehasonlítva a sávok jelentősen lefelé módosultak. A módosítások elsősorban az euróban kifejezett kőolajárak csökkenését és a növekedési kilátások lefelé módosítását tükrözik, nem számolnak azonban az elmúlt hetek – vagyis a prognózis adatgyűjtésének lezárása óta eltelt időszak – kőolajár-csökkenésének hatásával. Az elmúlt időszak kőolajár-csökkenésének fényében nem kizárt, hogy az elkövetkező hónapokban az éves HICP-infláció tovább csökken.

A Kormányzótanács továbbra is szorosan nyomon követi a középtávú árstabilitási kilátásokat övező kockázatokot, ezen belül is különösen figyel a gyengébb növekedési dinamika kedvezőtlen hatásaira, a geopolitikai fejleményekre, az árfolyam és az energiaárak alakulására, valamint a monetáris politikai intézkedések gazdaságba való átgyűrűzésére. A testület kiemelt figyelmet szentel a közelmúlt kőolajár-alakulásának szélesebb, az övezet középtávú inflációs pályáját befolyásoló következményeire.

Monetáris elemzés: a 2014. októberi adatok alátámasztják a helyzetértékelést, miszerint a szélesebb értelemben vett pénzágregátum (M3) növekedésének alapüteme visszafogott. Az éves növekedési ütem szeptember óta nem változott, vagyis októberben 2,5% maradt. Az M3 éves növekedését továbbra is a leglikvidebb komponensek alakulása támogatja: a szűk értelemben vett pénz, az M1 októberben éves szinten 6,2%-kal bővült.

A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek (hitelértékesítéssel és értékpapírosítással kiigazított) éves növekedési üteme a szeptemberi -1,8% után októberben -1,6% volt, vagyis a februári -3,2%-os mélypontról fokozatosan emelkedik. Az elmúlt hónapokban a nettó visszafizetések átlagosan visszaestek az egy évvel ezelőtti, távolabbi visszatekintésben is magas szintekről. A nem pénzügyi vállalatokat célzó hitelkihelyezés alakulása továbbra is a konjunktúraciklustól való elmaradást, a hitelkockázatot, a hitelkínálati tényezőket, valamint a pénzügyi és a nem pénzügyi szektorban zajló mérlegkiigazítást tükrözi. A háztartásokat célzó kihelyezések (hitelértékesítéssel és értékpapírosítással korrigált) éves növekedési üteme a szeptemberi 0,5% után októberben 0,6% volt. A meghozott monetáris politikai intézkedések, valamint az EKB átfogó értékelésének lezárása hozzájárul a hitelkiáramlás további stabilizálódásához.

Összefoglalva: a közgazdasági eredményeinek a monetáris elemzés jelzéseiivel való összevetése megerősíti, hogy a középtávú áralakulási kilátásokat szorosan figyelemmel kell kísérni, és szükség esetén készen kell állni a további monetáris politikai lazításra.

A monetáris politika a középtávú árstabilitás fenntartására irányul, a laza monetáris politika pedig támogatja a gazdasági teljesítményt. A beruházások erősítése, valamint a munkahely-teremtés és a termelékenységnövekedés fokozása érdekében azonban egyéb területeken is határozott intézkedések szükségesek. Konkrétan: nagyobb hangsúlyt kell fektetni több országban is

elsősorban a termék- és munkaerő-piaci reformok határozott végrehajtására, valamint a vállalatok üzleti környezetét javító lépések meghozatalára. Rendkívül fontos a strukturális reformok hiteles és eredményes végrehajtása, mivel ez megemeli a magasabb jövedelmekre vonatkozó várakozásokat, továbbá arra ösztönzi a vállalatokat, hogy már most növeljék beruházásaikat és így előbbre hozzák a gazdasági fellendülést. A fiskális politikának támogatnia kell a gazdasági fellendülést, miközben fenntartható szinten kell tartania az államadósságot, összhangban a Stabilitási és Növekedési Paktum rendelkezéseivel, ami továbbra is kulcsfontosságú a bizalom szempontjából. Valamennyi országnak ki kell használnia a rendelkezésére álló mozgásteret ahhoz, hogy a növekedést jobban támogató fiskális politikai intézkedéscsomagot dolgozzon ki. A 2014. október 26-án az Európai Bizottság által bejelentett európai beruházási terv (Investment Plan for Europe) szintén a fellendülést igyekszik támogatni.

Az EKB decemberi Havi jelentésében egy cikk található, amelynek címe: „Az eurorendszer szakértőinek 2014. decemberi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről”.

AZ EKB 2014. DECEMBERI HAVI JELENTÉSE – A FEJEZETEK KIVONATOS ISMERTETÉSE

GAZDASÁGI ÉS MONETÁRIS FOLYAMATOK

1 AZ EUROÖVEZET ÉS A NEMZETKÖZI GAZDASÁGI FOLYAMATOK

A világgazdaság fokozatosan tovább halad a fellendülés irányába. Az év elején meglehetősen visszafogott volt növekedés, a későbbiekben viszont néhány fejlett gazdaságban egyre határozottabb lendületet vett, amit az „ellenszél” enyhülése és a laza gazdaságpolitika támogatott. Ugyanakkor a gazdasági kilátások tekintetében egyre növekednek a régiók közötti, illetve régióon belüli különbségek, ami egyre inkább strukturális, nem pedig ciklikus tényezőket tükröz, ez pedig kihat a bizalomra, a pénzügyi piaci folyamatokra és a gazdaságpolitikára. A legfrissebb felmérési mutatók szerint a növekedési lendület némileg alábbhagy a negyedik negyedévben. Az ukrán-orosz viszonyból és a közel-keleti helyzetből eredő geopolitikai kockázatok továbbra is fokozottak, jóllehet eddig csak korlátozott mértékben befolyásolták a világgazdasági teljesítményt és az energiaárakat. A több országban tapasztalható visszafogott beruházási tevékenység miatt a világkereskedelem változatlanul gyengén teljesít, jóllehet a harmadik negyedévben – igaz alacsony szintekről – élénkülés volt megfigyelhető. Az infláció globális szinten csökkent az elmúlt hónapokban, aminek háttérében jórészt a kőolajár zuhanása áll. Az inflációs nyomás várhatóan alacsony marad kapacitásfelesleg és csökkenő nyersanyagárak mellett.

2 MONETÁRIS ÉS PÉNZÜGYI FOLYAMATOK

2.1 A PÉNZMENNYISÉG ALAKULÁSA ÉS A MONETÁRIS PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK HITELKIHELYEZÉSEI

A 2014 harmadik negyedévéről és októberéről rendelkezésre álló információk megerősítik, hogy a pénzmennyiség és a hitelkiáramlás alapdinamikája továbbra is visszafogott, alacsony inflációs környezetben. Az M3 növekedése ugyanakkor elmozdult az áprilisi mélypontról és némileg emelkedett. Megerősítést nyertek továbbá az arra utaló jelzések, hogy az év második negyedévében fordulópontot vett a hiteldinamika (ezen belül is elsősorban a nem pénzügyi vállalatokat célzó hitelkihelyezések). A bizonytalanság csökkenése – amelynek háttérében az EKB átfogó értékelésének lezárása áll – és a legfrissebb monetáris politikai intézkedések várhatóan segítenek hitelezésre ösztönözni a bankokat, továbbá elősegítik a kedvező banki finanszírozás átgyűrűzését a hitelezési kondíciókba. Ami az M3 egyéb ellenoldali tételeit illeti, a pénzteremtést a harmadik negyedévben és októberben támogatta a hosszabb távú pénzügyi kötelezettségek további csökkenése, valamint a hitelállomány-zsugorodás visszafogó hatásának enyhülése. Az euroövezetben a pénzteremtés legfontosabb forrása továbbra is az MPI-k éves nettó külföldi eszközállományának felhalmozása volt, jóllehet ennek üteme csökkent. Az MPI-k legfontosabb eszközei októberben újra erőteljesebb ütemben csökkentek, aminek háttérében elsősorban a kevésbé problémás országok eszközállományának gyorsabb ütemű csökkenése áll.

2.2 A NEM PÉNZÜGYI SZEKTOROK ÉS AZ INTÉZMÉNYI BEFEKTETŐK PÉNZÜGYI BEFEKTETÉSEI

A nem pénzügyi szektorok pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme némileg emelkedett 2014 második negyedévében. A gazdaság általános gyengélkedése és a rendelkezésre álló jövedelem visszafogott alakulása részben megmagyarázza a pénzügyi befektetések alacsony növekedési ütemét. A biztosítótársaságok és nyugdíjalapok pénzügyi befektetéseinek éves növekedési üteme emelkedett 2014 második negyedévében. A befektetési alapok a harmadik negyedévben is jelentős tőkebeáramlásról számoltak be, különösen a kötvénypiacon.

2.3 PÉNZPIACI KAMATLÁBAK

A Kormányzótanács szeptemberi döntéseinek nyomán némileg tovább csökkentek a pénzügyi kamatlábak 2014. augusztus vége és december eleje között, és ezt a folyamatot csak átmenetileg szakította meg a hóvégi ingadozás. Eközben csökkent a likviditásfelesleg, mivel a még végrehajtásra váró

nyílt piaci műveletek csökkenését csak részben ellensúlyozta az autonóm tényezők okozta likviditásfelszívás kismértékű csökkenése.

2.4 KÖTVÉNYPIACOK

A 2014. augusztus vége és december eleje közötti időszakban az euroövezeti AAA-minősítésű hosszú lejáratú államkötvények hozama csökkent, miután az euroövezetről az ezt megelőző időszakban gyenge gazdasági adatok láttak napvilágot, a világgazdasági növekedés kilátásait illetően pedig általános volt a piaci bizonytalanság. A hosszú lejáratú amerikai és japán államkötvények hozama a tárgyidőszakban kisebb mértékben csökkent, igaz némi volatilitás mellett. Az övezet problémásabb tagországainak hosszú lejáratú államkötvény-hozamai október közepén megemelkedtek – ami a világgazdasági növekedési kilátásokat övező bizonytalanságot és egy-egy konkrét országgal kapcsolatban szárnyra kapott híreket tükrözta –, a folyamat azonban a későbbiekben a legtöbb országban megfordult. A rövid távú kötvénypiaci folyamatok miatt a tárgyidőszakban jelentősen ingadozott a befektetői bizonytalanság, aminek eredményeként az euroövezet esetében kismértékű csökkenést, az Egyesült Államok és Japán esetében pedig növekedést regisztráltak.

2.5 RÉSZVÉNYPIACOK

A 2014. augusztus vége és december eleje közötti időszakban a részvényárfolyamok ingadoztak, ami a különböző régiókból érkező vegyes gazdasági adatoknak, valamint a világgazdasági növekedést övező általános piaci bizonytalanságnak tudható be. Az euroövezeti részvényárfolyamok – a tárgyidőszak utolsó szakaszában észlelt élénkülés miatt – összességében emelkedtek. Az amerikai részvényárfolyamok nettó értéken szintén emelkedtek, amit a pozitív gazdasági adatközlések támogattak. A Bank of Japan további jelentős monetáris politikai lazításról szóló döntése nyomán a japán részvényárfolyamok jelentősen megemelkedtek.

2.6 A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK PÉNZMOZGÁSAI ÉS PÉNZÜGYI HELYZETE

2014 júliusa és októbere között az euroövezeti nem pénzügyi vállalatok finanszírozási reálköltsége kissé csökkent. Ennek hátterében a tőke és bankhitel reálköltségének csökkenése áll, ami bőven ellensúlyozta a piaci adósság és a hosszú lejáratú bankhitelek reálköltségének emelkedését. 2014 harmadik negyedévében a nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelek feltételei nettó értékben enyhültek. 2007 második negyedéve óta mindez másodízben fordult elő. A nem pénzügyi vállalatok teljes külső finanszírozása a becslések szerint az ősz folyamán stabilizálódott, ennek ellenére továbbra is visszafogott. Mindez a monetáris pénzügyi intézményeknek nyújtott hitelek nettó visszafizetését, valamint a nettó vállalati értékpapír-kibocsátás csökkenését tükrözi.

2.7 A HÁZTARTÁSOK PÉNZMOZGÁSAI ÉS PÉNZÜGYI POZÍCIÓJA

2014 harmadik negyedévében az euroövezet háztartásainak finanszírozási helyzetét csökkenő banki hitelkamatok jellemezték, ugyanakkor az egyes országok és instrumentumok viszonylatában továbbra is eltérések mutatkoznak. A háztartások hitelfelvételének volumene ugyanakkor visszafogott maradt, ami a következő tényezők eredőjeként jelentkezett: a szektor rendelkezésre álló jövedelmének visszafogott dinamikája, a magas munkanélküliség, az ingatlanpiac gyengélkedése, a múltbeli túlzott adósságfelhalmozás korrekciójának szükségessége, valamint a gazdasági kilátásokat övező bizonytalanság. A háztartások 2014. harmadik negyedévi teljes hitelfelvételének éves növekedési üteme ennek ellenére a becslés szerint a negyedév folyamán kissé emelkedett, miközben a szektor bruttó rendelkezésre álló jövedelméhez viszonyított adósságállománya stabilizálódott.

3 ÁRAK ÉS KÖLTSÉGEK

Az Eurostat előzetes becslése szerint az euroövezet HICP-vel mért éves inflációja a 2014 októberében mért 0,4% után novemberben 0,3% volt. Az előző hónappal összehasonlítva mindez döntően az energiaár éves összehasonlításban nagyobb mértékű csökkenését és a szolgáltatásárak némileg alacsonyabb éves növekedési ütemét tükrözte. A november közepéig – vagyis az eurorendszer szakértőinek 2014. decemberi euroövezeti makrogazdasági prognózisa lezárásáig – rendelkezésre álló adatok alapján a

HICP-vel mért éves infláció 2014-ben 0,5%, 2015-ben 0,7%, 2016-ban pedig 1,3% lesz. Az EKB szakértőinek 2014 szeptemberi makrogazdasági prognózisával összehasonlítva a sávok jelentősen lefelé módosultak (a legnagyobb mértékben 2015 esetében), ami jórészt az euróban kifejezett alacsonyabb kőolajárnak, valamint a növekedési kilátások lefelé módosítása hatásának tudható be, ám a módosítás nem számol a prognózis adatgyűjtésének lezárása óta eltelt hetek kőolajár-csökkenésének hatásával.

Az árak középtávú alakulását övező kockázatokat szorosan figyelemmel kísérik, különös tekintettel a visszafogottabb növekedési dinamika, a geopolitikai fejlemények, az árfolyam- és az energiaár-alakulás lehetséges hatásaira, valamint a monetáris politikai intézkedések begyűrűzésére. Kiemelt figyelmet fordítanak a közelmúlt kőolajár-alakulásának az övezet középtávú inflációs pályáját befolyásoló, általánosabb következményeire.

4 A KIBOCSÁTÁS, A KERESLET ÉS A MUNKAERŐPIAC

Az euroövezet reál-GDP-je 2014 harmadik negyedévében 0,2%-kal bővült az előző negyedévhez képest. Mindez összhangban állt az övezet növekedési lendületének csökkenésére utaló korábbi jelzésekkel, amelyek a legfrissebb előrejelzések többségében az övezeti reál-GDP-növekedés lefelé módosítását eredményezték. A novemberig rendelkezésre álló legfrissebb adatok és felmérési eredmények megerősítik az elkövetkező időszakra visszafogottabb növekedési pályát valószínűsítő helyzetképet. Ennek ellenére összességében változatlanul lehet számítani szerény fellendülésre. A belföldi keresletet egyfelől várhatóan támogatják a monetáris politikai intézkedések, a pénzügyi helyzet folyamatos javulása, a fiskális konszolidáció és a szerkezeti reformok terén tett előrelépés, valamint a rendelkezésre álló reáljövedelmet támogató, lényegesen alacsonyabb energiaár-szint. Emellett az export iránti keresletre is kedvezően hathat a világgazdasági élénkülés. A folyamatot másfelől valószínűleg továbbra is fékezi a magas munkanélküliség, a tetemes kihasználatlan kapacitások, valamint az állami és privátszférában folyó mérlegkiigazítás.

Ugyanez a helyzetértékelés körvonalazódik az eurorendszer szakértőinek az övezetre vonatkozó, 2014. decemberi makrogazdasági prognózisában is, amely 2014-re az éves reál-GDP 0,8%-os, 2015-re 1,0%-os, 2016-ra pedig 1,5%-os növekedését vetíti előre. Az EKB szakértőinek 2014. szeptemberi prognózisával összehasonlítva a reál-GDP-re vonatkozó prognózis jelentősen lefelé módosult. Mind a belföldi keresletre, mind a nettó exportra vonatkozó prognózist leszállították. Az övezet gazdasági kilátásait övező kockázatok az alacsonyabb növekedés irányába mutatnak.

5 FISKÁLIS FOLYAMATOK

Az eurorendszer szakértőinek 2014. decemberi makrogazdasági prognózisa szerint az övezet költségvetési hiánya mind 2015-ben, mind 2016-ban tovább csökken, ami elsősorban a várható gazdasági fellendülés miatt valószínűsíthető. Az euroövezet GDP-arányos államadóssága 2014-ben előreláthatólag eléri csúcspontját. A strukturális költségvetési kiigazítás ugyanakkor várhatóan gyakorlatilag megtorpan annak ellenére, hogy a Stabilitási és Növekedési Paktum keretében több ország is további kötelezettséget vállalt ilyen intézkedésekre. Ami az államháztartási kilátásokat illeti, a tagállamoknak törekedniük kell vállalt kötelezettségeik teljesítésére a paktum biztosította mozgástér kihasználásával.

AZ EUORENDSZER SZAKÉRTŐINEK 2014. DECEMBERI MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL¹

A gazdaság teljesítménye az év elején vártnál gyengébbnek bizonyult, aminek háttérében főként a várakozással ellentétes módon visszafogott beruházás- és exportnövekedés áll. A prognózis szerint a mostani szerény növekedési ütem 2015-ben is megfigyelhető lesz. Ugyanakkor 2015 folyamán várhatóan előtérbe kerül több olyan külső és belföldi támogató tényező, így például a 2014 júniusában és szeptemberében hozott hagyományos és a hagyományostól eltérő intézkedések által megerősített igen laza monetáris politika az övezetben, aminek következtében a reál-GDP 2015 további részében valamivel nagyobb sebességgel növekszik majd. A prognózis szerint a reál-GDP 2014-ben 0,8%-kal, 2015-ben 1,0%-kal, 2016-ban pedig 1,5%-kal bővül. Mivel az említett növekedési ütemek egyre jobban meghaladják a becsült potenciális növekedést, a kibocsátási rész az időszak során lassan be fog záródni, ugyanakkor 2016-ban is negatív előjelű marad. A 2014. szeptemberi Havi jelentésben közölt prognózissal összehasonlítva a reál GDP-növekedésre adott előrejelzést jelentősen lefelé módosítottuk.

Az euroövezet HICP-vel mért inflációja a közeljövőben alacsony marad, és az előrejelzési időszak későbbi részében is csak fokozatosan emelkedik. A prognózis szerint a reál-GDP 2014-ben 0,5%-kal, 2015-ben 0,7%-kal, 2016-ban pedig 1,3%-kal bővül. A közelmúltban tapasztalt olajáresés jelentősen fekezi az infláció rövid távú alakulását. A negatív kibocsátási rés fokozatos szűkülése és a külső árcsökkentési nyomás miatt, amelyet az alacsonyabb euroárfolyam is felerősít, az előrejelzési időszak során várhatóan emelkedhet a HICP-vel mért infláció. A további gazdasági pangás ugyanakkor megakadályozza, hogy az infláció erősebben emelkedjen. A 2014. szeptemberi Havi jelentésben közölt prognózissal összevetve a HICP-inflációra várt értéket jelentős mértékben lefelé módosítottuk.

Cikkünk a 2014–16-os időszakot tekintetve foglalja össze az euroövezet makrogazdasági prognózisait. Az ilyen hosszú időszakra adott előrejelzést azonban igen nagyfokú bizonytalanság övezi,² amiről a prognózis értelmezése során nem szabad megfeledkezni. Hangsúlyoznunk kell továbbá, hogy a prognózis összeállítása során a közelmúltban alkalmazott, nem hagyományos monetáris politikai intézkedéseket csak olyan mértékben vettük figyelembe, amennyiben már hatással voltak a pénzügyi változókra, ugyanakkor a további transzmissziós csatornákat nem építettük be a prognózisba. Ez azt jelenti, hogy az alapprognózis nagy valószínűséggel alábecsüli a monetáris politikai csomagok hatását.

NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

A világgazdaság az előrejelzés szerint bár csak fokozatosan, de tovább élénkül. A világgazdaság reál-GDP-jének növekedése (az euroövezetet nem számítva) az előrejelzési horizonton a 2014. évi 3,6%-ról 2016-ban 4,2%-ra emelkedik. A fellendülés ugyanakkor eltérően érinti az egyes régiókat. A 2014 elején tapasztalt meglehetősen visszafogott gazdasági teljesítmény után néhány euroövezeten kívüli fejlett gazdaságban a növekedési momentum összességében erőre kapott. A feltörekvő gazdaságokban ugyanakkor a növekedés általánosan visszafogott, bár az egyes régiók között érzékelhető eltérés. A rövid távon túli időszakban a világgazdaság várhatóan fokozatosan erősödni fog, de továbbra is szerény mértékű lesz a fellendülés. Míg néhány fejlett gazdaságban az „ellenszél” enyhülése jótékony hatással fog járni, a feltörekvő gazdaságok esetében a növekvő strukturális problémák és a szigorodó finanszírozási feltételek miatt nem valószínű, hogy visszatálnak a válság előtt mért növekedési ütemhez.

¹ 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. november 20.

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

A világkereskedelem az első félévben továbbra is gyenge ütemben bővült. A globális növekedési ütem (az euroövezetet nem számítva) ugyanakkor a második negyedévben valószínűleg elérte a mélypontját, és az időszak hátralevő részében javulni fog, mégpedig a 2014-es 2,7%-ról 2016-ban 5,2%-ra emelkedik. Az előrejelzési időszak végén a világgazdasági elaszticitás várhatóan a világgazdasági válságot megelőző szint alatt marad. Mivel az euroövezet fő kereskedelmi partnerei által támasztott kereslet a világ többi részéhez képest lassabban növekszik, az övezet külső kereslete is a világkereskedelem növekedési üteménél lassabban nő majd (lásd az 1. táblázatot).

1. táblázat: A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

	2014. december				2014. szeptember			Módosítás 2014. szeptember óta		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Világ reál-GDP-je (euroövezet nélkül)	3,7	3,6	4,0	4,2	3,7	4,2	4,3	-0,1	-0,1	-0,1
Világkereskedelem (euroövezet nélkül) ¹⁾	3,4	2,7	3,9	5,2	3,9	5,5	5,9	-1,2	-1,6	-0,7
Euroövezeti külső kereslet ²⁾	2,9	2,3	3,4	4,9	3,5	5,0	5,6	-1,2	-1,6	-0,6

Megjegyzés: A módosításokat kerekítésmentes adatokból számítjuk.

1) Az import súlyozott átlagaként számítjuk.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítjuk.

A 2014. szeptemberi Havi jelentésben publikált makrogazdasági prognózissal összehasonlítva a világgazdasági növekedési kilátásokat kismértékben lefelé módosítottuk, miközben az euroövezet külső keresletére vonatkozó prognózis lefelé való korrekciója ennél nagyobb mértékű. Az euroövezeti külső keresleti kilátások korrekciója a kisebb eredményszámok mellett annak tudható be, hogy a világkereskedelem gazdasági teljesítményhez való elaszticitásának a hosszabb távon megfigyelt szint felé tartó emelkedési pályáját lefelé korrigáltuk, hogy ezzel a korábbi előrejelzési hibákat figyelembe vegyük.

1. keretes írás

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

A kamatokra és a nyersanyagárokra vonatkozó technikai feltevések a 2014. november 13. időponttal záruló időszak piaci várakozásain alapulnak. A rövid lejáratú kamatláb a három hónapos EURIBOR-ral egyezik meg, a piaci várakozásokat pedig a határidős tőzsdei (futures) hozamok alapján számítjuk. Az alkalmazott módszertan alapján az átlagos rövid lejáratú kamatszint 2014-ban 0,2%, 2015-ben és 2016-ban pedig 0,1% lesz. Az euroövezeti tízéves, nominális államkötvény-hozamokra vonatkozó piaci várakozásokból 2014-re átlagosan 2,0%, 2015-re 1,8%, 2016-ra pedig 2,1% várható.¹ 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 átgűrűzését tükrözik – 2014 és 2015 során várhatóan némileg csökkennek, 2016-ban pedig szerény ütemben emelkednek.

A nyersanyagárok tekintve az adatgyűjtés novemberi 13-i zárónapja előtti kéthetes periódus határidős tőzsdei árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent-nyersolajár a 2014. harmadik negyedévi 102,6 USA-dollárról 2015-ben 85,6 dollárra csökken, majd 2016-ban 88,5 dollárra emelkedik. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú árai a feltevés szerint 2014-ben és 2015-ben nagymértékben csökkennek, majd 2016-ban emelkednek.²

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az előrejelzési időszakban az adatgyűjtés zárónapját (2014. november 13.) megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak. Mindebből 2014-ben 1,33 USD/EUR, 2015-ben és 2016-ban pedig 1,25 USD/EUR árfolyam következik.

Technikai feltevések

	2014. dec.				2014. szept.			Módosítás 2014. szept. óta ¹⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,1	-0,1
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	2,9	2,0	1,8	2,1	2,3	2,2	2,5	-0,2	-0,4	-0,4
Nyersolajár (USD/hordó)	108,8	101,2	85,6	88,5	107,4	105,3	102,7	-5,7	-18,8	-13,8
Energián kívüli nyersanyagok ára USA-dollárban (éves százalékos változás)	-5,0	-6,3	-4,8	3,8	-4,8	0,1	4,4	-1,5	-4,9	-0,6
USD/EUR árfolyam	1,33	1,33	1,25	1,25	1,36	1,34	1,34	-1,9	-6,7	-6,7
Az nominál-effektív euroárfolyam (EER20) (éves százalékos változás)	3,8	0,5	-2,8	0,0	1,4	-0,8	0,0	-0,9	-2,0	0,0

Megjegyzés: A módosításokat kerekítésmentes adatokból számítjuk.

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

A fiskális politikára vonatkozó feltevések a 2014-es költségvetés végrehajtását, a 2015-re elfogadott vagy tervezett költségvetési törvényeket, az európai szemeszterrel összefüggésben benyújtott költségvetési tervezeteket, valamint a 2014. november 20-án rendelkezésre álló, országos, középtávú költségvetési terveket 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. A 2014-es költségvetés végrehajtására és a 2015-re tervezett fiskális intézkedésekre vonatkozó információk összességében semleges diszkrecionális fiskális politikára utalnak euroövezeti szinten. A néhány országban hozott fiskális konszolidációs intézkedéseket nagyjából ellensúlyozzák a több országban végbement közvetlen adócsökkentő intézkedések, valamint a kiadások emelkedése.

A Havi jelentés 2014. szeptemberi számával összevetve a technikai feltevések megváltoztak: az USA-dollár alapú olaj- és nem energia jellegű nyersanyagok árszintje jóval alacsonyabb, az effektív euroárfolyam leértékelődött, valamint az euroövezeti rövid és hosszú lejáratú kamatszint alacsonyabb.

- 1 A tízéves lejáratú, euroövezetbeli, nominális államkötvényhozamra vonatkozó feltevés az egyes országok tízéves referenciahozamának súlyozott átlagán alapul, amelyeket az éves GDP-adatokkal súlyoznak, és az EKB euroövezeti tízéves nominális összkötvényhozamából számított határidős pályával meghosszabbítanak úgy, hogy a két idősor közötti kezdeti eltérést az előrejelzési időszakban konstansnak tekintik. Az országspecifikus államkötvényhozamok és a megfelelő euroövezeti átlag közötti rést a feltevés a vizsgált időszakban állandónak veszi.
- 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 feltesszük, hogy az árak 2015 utolsó negyedévéig a futures árakat, majd a későbbiekben a világgazdaság alakulását követik. A jelenleg a fogyasztói élelmiszerárak előrejelzésére használt euroalapú mezőgazdasági termelői árakat az EU-ban egy olyan ökonometriai modellel becslik, amely figyelembe veszi a nemzetközi élelmiszerjellegű nyersanyagárak alakulását.

REÁL-GDP-NÖVEKEDÉSI PROGNÓZIS

A közelmúltban tapasztalt gazdasági fejlemények nem igazolják, hogy az év elején várt élénkülés bekövetkezett volna. A reál-GDP 2014 második és harmadik negyedében csak szerény ütemben bővült, miután megszűnt az első negyedévben tapasztalt átmeneti gazdaságélénkítő tényezők hatása. A vártnál gyengébb teljesítmény hátterében a visszafogott világgereskedelmi folyamatok mellett az áll, hogy a valószínűleg az egyes országok gazdasági reformfolyamatának megtorpanása miatt a belföldi növekedési kilátásokhoz egyre nagyobb aggodalmak fűződnek, tartós geopolitikai feszültségek jelentkeztek, és néhány országban a lakáscélú beruházások a vártnál gyengébben élénkülnek.

A reál-GDP rövid távon változatlanul visszafogott ütemben növekszik. Az év korábbi részében a növekedést hátráltató tényezők a következő néhány negyedévben is lassítják a gazdaságot. Erre utalnak a tavasz óta meggyengült üzleti és fogyasztói bizalmi indexek, amelyek szintje alapján rövid távon folyamatos, de csak szerény ütemű növekedés valószínűsíthető. Különösen a magánszektor beruházásai maradnak 2015 elején is visszafogottak.

Mindemellett több alapvető gazdasági mutató pozitív marad, és támogatja a 2015-ben és azután várható fellendülést. A belföldi keresletre várhatóan jótékonyan hat a laza monetáris politika és a hatékonyabb monetáris politikai transzmisszió, amelyet tovább erősít az EKB által hozott hagyományos és a hagyományostól eltérő intézkedésekből álló csomag, a több éves fiskális szigorítást követően összességében semleges fiskális politika, valamint a valamivel kedvezőbb hitelkínálati helyzet. A magánszektor fogyasztása várhatóan élénkül, ahogy megnő a rendelkezésre álló reáljövedelem, ami elsősorban a nyersanyagár-csökkenés kedvező hatásának tudható be, de szerepet játszik a szerény ütemben emelkedő bérszint és foglalkoztatottság is, valamint az egyéb jövedelmeknek (például nyereségrészesedésnek) a javuló nyereségességnek köszönhető bővülése. Emellett a gazdaságot az előrejelzési időszakban általánosan támogatja a külső kereslet feltételezett fokozatos erősödésének az exportra gyakorolt kedvező hatása, amelyet tovább élénkít az euro leértékelődésének a hatása.

A fellendülés ugyanakkor hosszú távú összehasonlításban továbbra is visszafogott, mivel középtávon több tényező is tovább fékezi a növekedést. A magán- és állami szektorbeli mérlegkiigazításra fennmaradó igény az előrejelzési időszak során várhatóan csak fokozatosan csökken. Emellett a néhány országban tapasztalt magas munkanélküliségnek a magánszektor fogyasztását fékező hatása várhatóan csak fokozatosan enyhül, míg a néhány helyen megfigyelhető bőséges szabad kapacitás továbbra is visszafogja a beruházási kiadásokat. A prognózis szerint a GDP éves szinten 2014-ben 0,8%-kal, 2015-ben 1,0%-kal, 2016-ban pedig 1,5%-kal bővül.

A kereslet egyes elemeit részletesebben tekintve a magánszektor fogyasztói kiadásai az időszakban végig megtartják a mérsékelt bővülési ütemet, ami a rendelkezésre álló reáljövedelem javulásának köszönhető. A többéves egyértelműen gyenge alakulás után a rendelkezésre álló reáljövedelem (a javuló foglalkoztatás és a kissé erősebb bérnövekedés nyomán) erősödő munkajövedelmeknek, az egyéb személyi (főként nyereségjellegű) jövedelmeknek és az alacsony nyersanyagáraknak köszönhetően gyorsabban bővül. A magánszektor fogyasztását emellett a háztartások nettó vagyonának növekedése és az alacsony finanszírozási költségek is támogatják.

A megtakarítási ráta várhatóan nem változik, hanem hosszú távú összehasonlításban is alacsony marad, ami egymásnak ellentétes hatásoknak tudható be. Egyfelől az igen alacsony kamatszint és a fokozatosan csökkenő munkanélküliség lefelé nyomja a rátát, másfelől viszont erősíti a megtakarítást, hogy a rendelkezésre álló jövedelem néhány országban bővül, ezért kevésbé szükséges, hogy a megtakarításokat fogyasztásra használják. A fogyasztói bizalom gyengülése miatt erősödhet a motiváció a nagyobb elővigyázatossági megtakarításra. Emellett néhány országban a háztartások adósságéleépítésére irányuló nyomás magas marad, ami tovább emelheti a megtakarítási rátát.

A lakáscélú beruházási kilátások változatlanul visszafogottak. A lakáscélú beruházások 2015 folyamán várhatóan némileg megélénkülnek, ahogy az alacsony jelzáloghitel-kamatoknak és javuló hitelkínálati feltételeknek köszönhetően élénkül a gazdaság, és ahogy a lakáspiac korrekciós igénye fokozatosan megszűnik. Néhány országban azonban a lakáspiaci korrekció és/vagy a rendelkezésre álló reáljövedelem továbbra is gyenge növekedése tartósan fékezi a lakáscélú építkezést. Ezenkívül néhány országban a hosszú távú összehasonlításban alacsony jelzáloghitel-kamatok kedvező hatása a vártnál gyengébbnek bizonyult.

Az előrejelzési időszakban a vállalati beruházások bővülését több tényező is támogatja: előreláthatólag fokozatosan erősödik a belföldi és a külső kereslet; igen alacsony lesz a kamatszint; a több évi visszafogott beruházási tevékenység után a tőkeállomány modernizálásának igénye lép fel; javul a hitelkínálat; a gazdaság élénkülésével párhuzamosan javulnak a profitmarzsok. Emellett a vállalati szektor adósságéleépítési igényéből eredő gátló tényezők várhatóan fokozatosan enyhülnek, ahogy az elmúlt évek során csökkent a GDP-arányos adósságműtató. Az adósságintékek mindazonáltal magasak maradnak, ezért előfordulhat, hogy az adósságéleépítési igény továbbra is visszafogja a növekedést.

A vállalati beruházások a várakozás szerint rövid távon meglehetősen lassan növekednek. Az említett támogató tényezők ellenére az utóbbi időben megcsappant az üzleti bizalom. Néhány kedvezőtlen tényező hatása erősen fékezi a vállalati beruházást, különösen a javuló de néhány országban még mindig kedvezőtlen finanszírozási helyzet, az egyes országokban végrehajtott strukturális reformfolyamat lassúsága miatt érzett aggodalom, valamint a tartóssá vált geopolitikai feszültségek. Emellett a keresleti kilátásokat övező bizonytalanság is fékezi a vállalati beruházásokat.

Az euroövezet külső kereslete az előrejelzés szerint mérsékelt ütemben erősödni fog a világgazdasági élénküléssel párhuzamosan. Az euroövezeten kívülre irányuló export 2014 második felében mérsékelt ütemben bővülni fog nagyjából a külső keresletnek megfelelően. Az export a prognózis szerint 2015 folyamán lendületet kap, ami a külső kereslet fokozatos erősödését és az euro közelmúltban tapasztalt leértékelődésének kedvező hatását tükrözi. Az exportpiaci részesedések várhatóan nagyjából változatlanok maradnak az előrejelzési időszak során. Az euroövezeten kívülről származó import az időszakban csak fokozatosan élénkül meg, ami az euroövezeti kereslet visszafogott növekedésére és a gyengébb euroárfolyamra utal. A nettó export valószínűleg pozitív, bár szerény mértékben járul hozzá az időszak GDP-jének növekedéséhez. A folyó fizetési mérleg többlete az időszakban emelkedik, és 2016-ban eléri a GDP 2,4%-át.

A foglalkoztatás növekedése a közelmúltban viszonylag gyors és erős volt, azután hogy már 2013 közepe után élénkülni kezdett, ami kezdetben a munkaerőszámban majd a foglalkoztatottak létszámában nyilvánult meg. 2014 második negyedében a foglalkoztatottak száma az előző évvel összehasonlítva 0,4%-kal emelkedett, miközben a reál-GDP 0,8%-kal nőtt. Ez a viszonylag gyors élénkülés a múltbeli mérsékelt bérnövekedés növelő hatásának, valamint valószínűleg a friss munkaerő-piaci reformok pozitív hatásának tudható be. Ezek a reformok – például a bértárgyalások nagyobb decentralizálása, a foglalkoztatottság védelmének csökkentése és a rugalmasabb munkamegállapodások – ahhoz vezettek, hogy a foglalkoztatottság viszonylag gyorsabban és erősebben reagál a kibocsátás alakulására, mint a múltban, bár az egyes országok között jelentős eltérések vannak.

Az euroövezeti munkaerő-piaci helyzet az előrejelzési időszakban várhatóan szerény ütemben javul. A foglalkoztatottak létszáma 2014 második felében előreláthatólag szerény mértékben tovább javul, majd az időszakban várhatóan nagyjából megtartja a növekedési lendületet. A foglalkoztatottság élénkülése a gazdasági élénkülésre adott továbbra is viszonylag gyors és erős reakciónak tudható be. A munkaerőlétszám várhatóan mérsékeltten bővül, ami a bevándorlásnak és annak tudható be, hogy a munkaerő-piaci helyzet fokozatos javulásának köszönhetően nő egyes lakossági csoportok munkaerő-piaci aktivitása. A munkanélküliség a tárgyidőszakban várhatóan csökken, bár továbbra is jóval meghaladja a válság előtti ütemét.

A 2014. szeptemberi Havi jelentésben publikált makrogazdasági prognózissal összehasonlítva a reál-GDP 2014-16-ra jószolt növekedését 1,0 százalékponttal lefelé módosítottuk. A korrekció oka a gyengébb exportvárakozás, ahogy az euroövezet külső keresleti kilátásait jelentősen lefelé módosítottuk, ami az alacsonyabb adatoknak és annak tudható be, hogy a világkereskedelemnek a világgazdasági kibocsátás változásából adódó hosszú távú rugalmasságának növekedési pályáját a hosszú távon megfigyelt értéke felé, lefelé módosítottuk. A lefelé irányuló növekedési korrekció a gyengébb vállalati beruházásnak is betudható, amely a közelmúltban tapasztalt bizalomgyengüléssel és a belföldi növekedési kilátásokkal kapcsolatos aggodalmakkal függ össze. A lakáscélú beruházást is nagymértékben lefelé módosítottuk annak figyelembevételével, hogy néhány ország lakáspiacán további erős kiigazításra van szükség, valamint mivel a hosszú távú összehasonlításban alacsony jelzőlogkamat hatását az előző prognózisciklusok során túlbecsültük. A magánszektor fogyasztását is lefelé módosítottuk, ami az egy munkavállalóra jutó bérnövekedés szintén lefelé való korrigálásával és a vártnál gyengébb nyereségrészesedéssel magyarázható, ami az általánosan gyengébb gazdasági környezetet tükrözi.

A közelmúltban hozott, a hagyományostól eltérő monetáris politikai intézkedések csak a már megfigyelt adatokra, valamint a piaci alapú technikai pénzügyi feltevésekre gyakorolt hatásokon keresztül szerepelnek az alapprognózisban, tehát a piaci kamatokon és részvényárakon, valamint az árfolyamon keresztül. Ekképp az alapprognózis elképzelhető, hogy alábecsüli a közelmúltban hozott nem hagyományos monetáris politikai intézkedések kedvező hatását, mivel további csatornákat nem tartalmaz (lásd a 2. keretes írást).

2. táblázat: Az euroövezet makrogazdasági prognóza¹

(éves változás, százalék)

	2014. dec.				2014. szept.			Módosítás 2014. szept. óta ²⁾		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reál-GDP ³⁾	-0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	1,9	0,0	-0,6	-0,3
		[0,7–0,9] ⁴⁾	[0,4–1,6] ⁴⁾	[0,4–2,6] ⁴⁾	[0,7–1,1] ⁴⁾	[0,6–2,6] ⁴⁾	[0,6–3,2] ⁴⁾			
Magánszektor fogyasztása	-0,6	0,8	1,3	1,2	0,7	1,4	1,6	0,1	-0,2	-0,4
Kormányzati fogyasztás	0,3	0,9	0,5	0,4	0,7	0,4	0,4	0,2	0,0	-0,1
Bruttó állóeszköz- felhalmozás	-2,5	0,7	1,4	3,2	1,1	3,1	3,9	-0,5	-1,8	-0,7
Export ⁵⁾	2,2	3,2	3,2	4,8	3,1	4,5	5,3	0,0	-1,3	-0,5
Import ⁵⁾	1,3	3,3	3,7	4,9	3,5	4,5	5,3	-0,3	-0,8	-0,3
Foglalkoztatás	-0,9	0,4	0,6	0,5	0,3	0,6	0,7	0,1	0,0	-0,2
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	11,9	11,6	11,2	10,9	11,6	11,2	10,8	0,0	0,0	0,2
HICP	1,4	0,5	0,7	1,3	0,6	1,1	1,4	-0,1	-0,4	-0,1
		[0,5–0,5] ⁴⁾	[0,2–1,2] ⁴⁾	[0,6–2,0] ⁴⁾	[0,5–0,7] ⁴⁾	[0,5–1,7] ⁴⁾	[0,7–2,1] ⁴⁾			
HICP energia nélkül	1,4	0,8	1,1	1,3	0,8	1,3	1,6	0,0	-0,2	-0,2
HICP energia és élelmiszer nélkül	1,1	0,8	1,0	1,3	0,9	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül ⁶⁾	1,0	0,7	1,0	1,3	0,8	1,2	1,5	0,0	-0,2	-0,2
Fajlagos munkaerőköltség	1,3	1,1	1,1	0,8	1,0	0,8	1,1	0,1	0,4	-0,3
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,7	1,6	1,5	1,8	1,6	1,8	2,2	0,0	-0,3	-0,4
Munkatermelékenység	0,4	0,5	0,4	1,0	0,6	1,0	1,1	-0,1	-0,6	-0,1
Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)	-2,9	-2,6	-2,5	-2,2	-2,6	-2,4	-1,9	0,0	-0,1	-0,3
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában) ⁷⁾	-2,3	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-0,2	-0,1	-0,1
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	90,8	92,0	91,8	91,1	93,9	93,1	91,5	-1,9	-1,3	-0,4
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	2,0	2,1	2,2	2,4	2,3	2,3	2,4	-0,1	0,0	0,0

1) A 2015-re és 2016-ra vonatkozó prognózis Litvániát is magában foglalja. Az euroövezeti országokra vonatkozó 2015. évi átlagos százalékos változások 2014-től már Litvánia adatait is tartalmazzák.

2) A módosításokat kerekítésmentes adatokból számoljuk.

3) Munkanappal korrigált adatok.

4) A prognózist övező sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség alapján határozzuk meg. A sávszélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok kiszámítására alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekciót is magában foglal, az *Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávok számítására* című, 2009. decemberi kiadvány ismerteti, amely az EKB 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, amelyekkel a feltevéssel 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 KBER módszertanát lásd a *Műhelytanulmány sorozat, 77*, EKB, 2001. szeptember, és *Műhelytanulmány sorozat, 579*, EKB, 2007. január). A strukturális egyenlegre vonatkozó prognózist a kibocsátási résnek nem az aggregált mérőszámából számítjuk. A KBER-metodológia szerint a ciklikus elemeket az eltérő bevételi és kiadási tételekre külön számítjuk. A témakör részletesebb tárgyalása megtalálható az EKB 2012. márciusi Havi jelentésének „Cyclical adjustment of the government budget balance” (A kormányzati költségvetési egyenleg ciklikus kiigazítása) című keretes írásában, valamint a 2014. szeptemberi Havi jelentés „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” (A strukturális egyenleg mint a fiskális alappozíció jelzőszáma) című keretes írásában.

A KÖZELMÚLTBAN HOZOTT, NEM HAGYOMÁNYOS MONETÁRIS POLITIKAI INTÉZKEDÉSEK BEVÉTELE A PROGNÓZISBA

A 2014. június 5-én és szeptember 4-én bejelentett, hitelkönnyítő monetáris politikai intézkedéscsomagok többféle, nem hagyományos monetáris politikai intézkedést tartalmaznak, amelyeket hitelművelettel, nevezetesen célzott, hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletekkel, valamint végleges műveletekkel, mégpedig eszközalapú értékpapírvásárlási-programmal és fedezettkötvény-vásárlási programmal valósítottak meg.

Az intézkedéseknek a növekedési és inflációs kilátásokra gyakorolt hatását az alapprognózis csak annyiban tükrözi, amennyiben már befolyásolták a pénzügyi változókat, nevezetesen a kamatot, részvényárat és az euroárfolyamot. Ennek a technikai módszertannak a következtében az alapprognózis nem tartalmazza bizonyos további lehetséges csatornák hatását. Ide tartozik például az említett intézkedések nyomán az euroövezeti bankok által tapasztalt finanszírozási költségcsökkenéshez kapcsolódó közvetlen átviteli csatorna. Az alapprognózisba nem került bele a portfólió-kiegyensúlyozás csatornája sem, ami azt tükrözi, hogy a három monetáris politikai intézkedés mindegyikéhez kapcsolódó nagy likviditásinjekciók erősebb ösztönzőket nyújtanak a befektetők számára ahhoz, hogy fölösleges készpénztartalékaikat a jegybank által megvásároltaktól eltérő, alternatív pénzügyi instrumentumok megvásárlása révén csökkentsék, feltornázza ezzel ezek árát, és ezáltal csökkentve a hozamot.

Összességében az alapprognózis ezért valószínűleg alulbecsüli a monetáris politikai csomagok hatását, ami a növekedésre és inflációra adott alapprognózisok esetében felfelé mutató kockázatot hordoz.

ÁR- ÉS KÖLTSÉGPROGNÓZIS

Az Eurostat előzetes becslése szerint a HICP-vel mért teljes infláció 2014 novemberében 0,3% volt. Az aktuálisan alacsony inflációs ütem az utóbbi időben tapasztalt kőolajár-csökkenéssel összefüggő nyomott energiaárakkal és alacsony élelmiszerárakkal függ össze, valamint azzal, hogy az energián kívüli iparcikkek és szolgáltatások árai is csak szerény ütemben emelkedtek.

A HICP-vel mért inflációt rövid távon alacsony szintre prognosztizáljuk. A későbbi időszakban is csak fokozatosan emelkedik az előrejelzési időszak végéig, majd 2016 utolsó negyedévében eléri az 1,4%-ot. A HICP-vel mért infláció időszak alatti emelkedése várhatóan a negatív kibocsátási rés fokozatos szűkülésének, valamint a külső ároldali nyomás erősödésének lesz köszönhető. Az utóbbi elsősorban a nyersanyag árak gyakorolta lefelé irányuló ároldali nyomásnak emelkedő irányba való lendülésével és az euro árfolyam-gyengülésének begyűrűző hatásával magyarázható.

Az euroövezeti gazdaság megmaradó gyengesége a feltett mérsékelt nyersanyagár-alakulással együtt megakadályozza az övezetben mért inflációs ráta jelentősebb emelkedését. A negatív kibocsátási rés a prognózis szerint csak részlegesen szűkül 2016-ban, ami azt jelzi, hogy a bérek és a profitráták csak mérsékeltten emelkednek. Összefoglalva, a HICP-vel mért infláció igen visszafogott ütemben emelkedik, 2014-ben átlagosan 0,5%-kal, 2015-ben 0,7%-kal, 2016-ban pedig 1,3%-kal. Az energia- és élelmiszerárak nélkül vett HICP-infláció 2014-ben átlagosan 0,8%-kal, 2015-ben 1,0%-kal, 2016-ban pedig 1,3%-kal emelkedik.

Az inflációs kilátásokat jelenleg visszafogja a külső ároldali nyomás, amely azonban a világgazdasági keresletben valószínűsített erősödés, a gyengébb euroárfolyam, továbbá a 2016-ban várható nyersanyagár-emelkedés nyomán az előrejelzési időszakban várhatóan megnő. A közelmúltban a külföldi árak alakulása további csökkentő hatással volt az euroövezeti árszintre. A világgazdasági pangás, az olajárak és az olajon kívüli nyersanyagárak esése, valamint az euroárfolyam előző erősödése miatt 2013 és 2014 folyamán csökkentek az euroövezeti importárak. Előretekintve, ahogy ezek a hatások elhalványulnak, az euroövezeten kívülről származó import deflátorá 2016-ban várhatóan emelkedni fog.

A munkaerő-piaci helyzet javulása és a gazdasági pangás enyhülése várhatóan a belföldi árodali nyomás emelkedését vonja maga után az előrejelzési időszak során. Az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedése a prognózis szerint az időszakban kissé gyorsul, de továbbra is alacsony lesz, ami a több euroövezeti országban folyamatban levő kiigazítási folyamatot és bérnövekedés-lassulást tükrözi. A szerény bérnövekedéshez az alacsony inflációs környezet is hozzájárul. Az időszakban a fajlagos munkaerőköltség várhatóan enyhén csökken, ami annak tudható be, hogy az egy munkavállalóra jutó jövedelem kismértékű emelkedését bőven ellensúlyozza az erősebb termelékenységnövekedés. A fajlagos munkaerőköltség szerény emelkedése az egyik fő oka annak, hogy az időszak végéig alacsony belföldi költségoldali nyomás valószínűsíthető.

A (tényezőkölségen számított GDP-deflátor és a fajlagos munkaerőköltség növekedési üteme különbségével mért) profitráta várhatóan csökken 2014-ben, stabilizálódik 2015-ben, majd ismét emelkedni kezd 2016-ban, amit a növekvő gazdasági teljesítmény és különösen a fajlagos munkaerőköltség mérséklődése magyaráz.

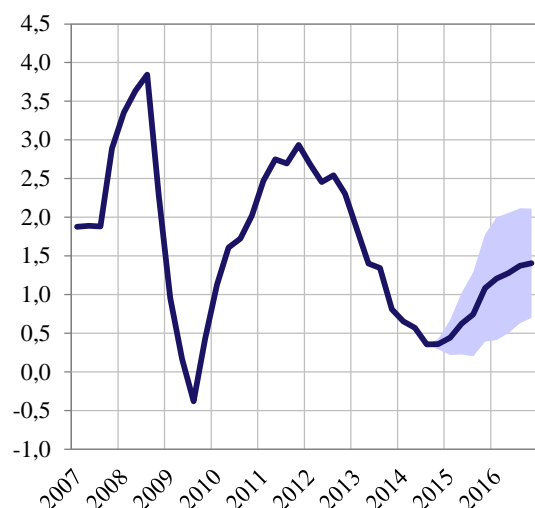
A Havi jelentés 2014. szeptemberi számában közölt makrogazdasági prognózissal összevetve a 2014-es inflációs prognózist 0,1 százalékponttal, a 2015. évet 0,4 százalékponttal, a 2016-osat pedig 0,1 százalékponttal lefelé módosítottuk. Ez elsősorban az euróban denominált alacsonyabb olajárak, az energián kívüli inflációkomponensek közelmúltban megfigyelt váratlan csökkenését, valamint a várt gazdasági növekedési ütem lefelé módosításának hatását tükrözi. Az utóbbi hatást 2016-ot tekintve részben ellensúlyozza a HICP energiakomponensének erősebb felfelé húzó hatása, amely mögött főként a gyengébb árfolyam és a futures olajáraknak a szeptemberi prognózishoz viszonyított megemelkedése áll. Az élelmiszer- és energiaárak nélkül számított HICP-inflációt is lefelé módosítottuk, ami a gyengébb bér- és profitráta-emelkedési dinamikával hozható összefüggésbe, de szerepet játszik benne a közelmúlt árfolyam-leértékelődéséből adódó közvetett átgyűrűző hatás is.

1. ábra: Makrogazdasági prognózisok¹⁾

(negyedéves adatok)

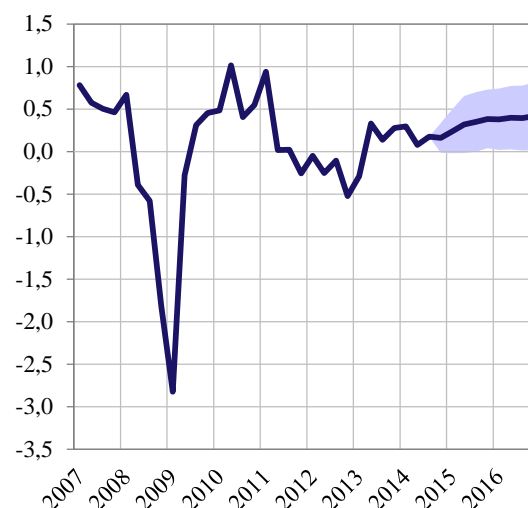
Euroövezeti HICP

(éves változás, százalék)



Euroövezeti reál-GDP²⁾

(negyedéves változás, százalék)



1) A prognózis alappályáját övező sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség alapján határozzák meg. A sávzélesség 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 FISKÁLIS HELYZETTEL KAPCSOLATOS KILÁTÁSOK

A fiskális politikai irány összességében semleges lesz az előrejelzési időszak során. A ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg változásával mért fiskális politikai irány 2014-15 folyamán várhatóan expanzív lesz, 2016-ban pedig semleges, ami ellentétben áll az előző évek jelentős szigorításával.

Az államháztartási hiánymutató várhatóan fokozatosan csökken az időszakban. Ezt a folyamatot az euroövezeti gazdaság ciklikus pozíciójának javulása támogatja majd. A strukturális költségvetési egyenlegben az előrejelzési időszak során csak enyhe javulás valószínűsíthető, ami az összességében semleges fiskális politikát tükrözi. Az államadóssági mutató 2015 után csökkenni kezd, ami az elsődleges egyenleg utóbbi időben bekövetkezett javulásának és a kamat/növekedés különbözet kedvező alakulásának tudható be.

A Havi jelentés 2014. szeptemberi számában közölt fiskális prognózissal összevetve a kedvezőtlenebb makrogazdasági kilátások és a diszkrecionális fiskális politika kismértékű lazítása miatt a hiánymutató és az adósságdinamika előreláthatólag a jelzettnél rosszabbul alakul. A GDP-arányos adósságmutató lefelé módosítása főként az ESA 2010 új statisztikai szabvány bevezetésének eredménye.

3. keretes írás

ÉRZÉKENYSÉGI ELEMZÉSEK

Az egyes kulcsfontosságú változókra adott prognózisok alapját nagymértékben technikai feltevések adják. Mivel néhány a szóban forgó változók közül komolyan befolyásolhatja az euroövezeti prognózis adatait, érdemes megvizsgálni, hogy a prognózis mennyire érzékeny az alternatív feltevéspályákra, hiszen így könnyebben elemezhetők a prognózist övező kockázatok. Ez a keretes írás a prognózis három legfontosabb alapfeltevését, és a prognózis velük szembeni érzékenységét ismerteti.¹

1) A kőolaj áralakulásának alternatív pályája

Az euroövezet jelen szakértői prognózisában szereplő olajár-feltevések a tőzsdei határidős olajárak (futures) segítségével mért piaci várakozásokból származnak. A kőolajárat tekintve az adatgyűjtés november 13-i zárónapja előtti kéthetes periódus futures árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent-nyersolajár a 2014. harmadik negyedévi 102,6 USA-dollárról 2015-ben 85,6 dollárra esik, majd 2016-ban 88,5 dollárra emelkedik. Az adatgyűjtés zárónapja után azonban a bőséges olajkínálattal és gyenge kereslettel jellemezhető környezetben tovább csökkentek az olajárak és a futures olajárak különösen azután, hogy 2014. november 27-én az OPEC úgy döntött, hogy fenntartja az aktuális termelési szintet. 2014. december 2-án a futures olajárak azt jelezték, hogy a Brent kőolajár 2015-ben 73,2 USA-dollárra esik, 2016-ban 78,1 dollárra emelkedik, tehát 14,5%-kal, illetve 11,7%-kal alacsonyabb lesz az alapprognózisban jelzettnél.

Az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági modelljei alapján az alternatív olajárpálya miatt az euroövezet HICP-vel mért inflációjának mértéke a 2015-ben az alapprognózisnál 0,4 százalékponttal, 2016-ban pedig 0,1 százalékponttal alacsonyabb lehet. Az alternatív olajárpálya ugyanakkor a reál-GDP-növekedést mind 2015-ben, mind 2016-ban mintegy 0,1 százalékponttal megemelné.

2) Az árfolyam-alakulás alternatív pályája

Az alapprognózis azzal a feltevéssel él, hogy az euro effektív árfolyama az időszak végéig nem változik. Ugyanakkor az euroövezetnek az USA gazdaságához viszonyított gyengébb növekedési kilátásai és a két gazdaság eltérő monetáris politikája miatt gyengülhet az euro, ami az euroövezetben a tartósan alacsony kamatszintre vonatkozó piaci várakozásokkal jellemezhető időszakot, az USA-ban pedig gyorsabb normalizálódást vetít előre. Az euro erősebb leértékelődését jelző alternatív árfolyampályát a 2014. november 13-i EUR/USD árfolyamra vonatkozó opciókból számított, kockázatsemleges sűrűségből származó eloszlás 25. percentiliséből számítottuk. Az alternatív pályából számítva az euro 2016-ban

fokozatosan 1,17 dollárra gyengül, ami 6,1%-kal elmarad az alapprognozís mögött. Az euro nomináleffektív árfolyamának ennek megfelelő feltevései hosszú távú szabályszerűségeket tükröznek, és ennek megfelelően az EUR/USD árfolyam változása mintegy 52%-os elaszticitással tükrözi az effektív árfolyamváltozást. Ennek eredményeképpen az effektív euroárfolyam fokozatosan eltávolodik az alapprognozístól, és 2016-ban szintje 3,2%-kal alacsonyabb lesz annál. Mindezeket figyelembe véve az eurorendszer szakértőinek több makrogazdasági modellje is 2015-ben és 2016-ban 0,1-0,3 százalékponttal magasabb GDP-növekedést, valamint 0,1-0,4 százalékponttal magasabb HICP-inflációt jelez előre.

3) További fiskális konszolidáció

Amint az 1. keretes írásban kifejtettük, a fiskális politikai feltevések alapja a tagországi parlamentek által már elfogadott összes intézkedés, továbbá a kormányzatok által kellő részletességgel kidolgozott minden olyan intézkedés, amelyet a jogalkotók nagy valószínűséggel elfogadnak. A legtöbb ország esetében az alapprognozísban szereplő intézkedések nem elégitik ki azokat a fiskális konszolidációs követelményeket, amelyek a Stabilitási és Növekedési Paktum korrekciós és preventív ágát alkotják. A követelmények teljesítésének vállalását nagy vonalakban a 2014-es stabilitási programok, illetve az EU-IMF programdokumentumok tükrözik. Ám a célkitűzések elérését megalapozó intézkedések igen gyakran vagy hiányoznak, vagy nem eléggé konkrétak, ezért az alapprognozísban nem vesszük őket figyelembe. Nem csak szükséges tehát, hanem valószínű is, hogy 2016-ig több kormány az alapprognozísban szereplőkön túl további fiskális konszolidációs intézkedéseket is hoz.

A fiskális érzékenységi elemzést megalapozó feltevések

A fiskális érzékenységi elemzés kiindulópontja a kormányok költségvetési célkitűzései és a költségvetési prognózís alappályája közti „fiskális rés”. A valószínűsíthető további költségvetési konszolidációt az egyes országok jellegzetes körülményeinek és adatainak (méret és összetétel) segítségével mérik. Konkrétan: az országspecifikus információkkal a fiskális célkitűzéseket övező bizonytalanságot, az aggregált keresletre nem pedig egyéb hiánycsökkentő tényezőkre ható további fiskális konszolidációs intézkedések valószínűségét és a hozzájuk kapcsolódó makrogazdasági visszacsatolási hatásokat igyekeznek megragadni.

A bemutatott módszertan alapján 2015-ben és 2016-ban a keresletre ható további fiskális konszolidációs intézkedéseket valószínűsítene, ami a pótlólagos konszolidáció kumulált mértékét 2016 végéig a GDP-nek mintegy 0,2%-ára emelik. Ami a fiskális intézkedések összetételét illeti, az érzékenységi elemzésben a legvalószínűbb további konszolidációs erőfeszítések ország- és időszak-specifikus profiljait is igyekeztünk figyelembe venni. Az elemzés alapján aggregált euroövezeti szinten a fiskális konszolidáció az valamelyest a költségvetés kiadási oldala felé billen.

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)² segítségével generáltak – az alábbi táblázat foglalja össze.

A további fiskális konszolidáció reál-GDP-re gyakorolt hatása 2014-ben és 2015-ben korlátozott lesz, 2016-ban viszont -0,1 százalékpontra becsülik. A HICP-vel mért inflációra gyakorolt hatás a teljes előrejelzési időszakban elhanyagolható lesz.

A reál-GDP-növekedés tekintetében tehát az elemzés, különösen 2016 esetében, szerény lefelé mutató kockázatot jelez az alapprognozísra nézve, mivel az alapprognozís nem tartalmazza az összes fiskális konszolidációs intézkedést. Az inflációs prognózíst övező kockázatok ugyanakkor csekélyek.

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

(a GDP százalékában)

	2014	2015	2016
Kormányzati költségvetési célkitűzések ¹⁾	-2,7	-2,2	-1,7
Fiskális alapprognozis	-2,6	-2,5	-2,2
További (kumulált) fiskális konszolidáció ²⁾	0,0	0,0	0,2
A további, a keresletet befolyásoló fiskális konszolidáció hatásai (százalékpont) ³⁾			
Reál-GDP-növekedés	0	0	-0,1
HICP-infláció	0	0	0

1) A legfrissebb EU-IMF programdokumentumokban szereplő nominális célkitűzések az ilyen programban érintett országok esetében, illetve a többi ország esetében a 2015-ös költségvetési tervjavaslatok vagy elfogadott költségvetési törvények, valamint az aktualizált 2014-es stabilitási programok.

2) Az eurorendszer szakértőinek értékelésén alapuló érzékenységi elemzés.

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

Kiemelendő, hogy a fiskális érzékenységi elemzés a valószínűsíthető további fiskális konszolidációnak kizárólag a potenciális rövid távú hatásaira összpontosít. Bár még a jól átgondolt fiskális konszolidációs intézkedéseknek is rövid távon gyakran negatív a hatásuk a reál-DGP növekedésére, léteznek olyan hosszabb távú pozitív hatások, amelyek a mostani elemzésben tárgyalt időtávon nem láthatók.³ Ezért a mostani elemzés eredményeit nem szabad úgy értelmezni, hogy megkérdőjeleznék az előrejelzési időszak során szükséges további fiskális konszolidációs erőfeszítések létjogosultságát. Az euroövezeti tagországok államháztartásának rendbetételéhez további konszolidációs erőfeszítésekre van szükség. Amennyiben ezek az erőfeszítések elmaradnak, fennáll a kockázata annak, hogy mindez az államadósság kedvezőtlen árazásában csapódik le. Az erőfeszítések elmaradása a bizalom alakulását is negatívan befolyásolhatja, ami pedig késleltetheti a gazdasági fellendülést.

1 Az összes szimuláció során abból a feltevésből indultunk ki, hogy nem történik gazdaságpolitikai irányváltás, és ugyancsak nem változik egyetlen, akár a technikai feltevésekkel, akár az euroövezet nemzetközi környezetével összefüggő változó sem.

2 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.

3 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.

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. december	0,8 [0,7–0,9]	1,0 [0,4–1,6]	1,5 [0,4–2,6]	0,5 [0,5–0,5]	0,7 [0,2–1,2]	1,3 [0,6–2,0]
Európai Bizottság	2014. november	0,8	1,1	1,7	0,5	0,8	1,5
OECD	2014. november	0,8	1,1	1,7	0,5	0,6	1,0
Euro Zone Barometer	2014. november	0,8	1,2	1,6	0,5	0,9	1,3
A Consensus Economics előrejelzései	2014. november	0,8	1,1	1,5	0,5	0,9	1,3
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2014. november	0,8	1,2	1,5	0,5	1,0	1,4
IMF	2014. október	0,8	1,3	1,7	0,5	0,9	1,2

Forrás: Az Európai Bizottság európai gazdasági előrejelzése, 2014. őszi; a Nemzetközi Valutaalap világgazdasági előrejelzése, 2014. október; az OECD 2014. novemberi gazdasági előrejelzése; a Consensus Economics előrejelzései; MJEconomics; az EKB hivatásos előrejelző intézményekkel készített felmérése (SPF).

Megjegyzések: Az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisa és az OECD-előrejelzések egyaránt munkanappal igazított éves növekedési ütemek, ezzel szemben az Európai Bizottság és az IMF növekedési adatai nincsenek az éves munkanapszámmal 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 megegyezik az eurorendszer prognózisában szereplő értékkel, a 2015-ös és 2016-os előrejelzés pedig hasonló az eurorendszer prognózisában szereplőhöz, illetve ennél némileg magasabb. Az éves átlagos HICP-infláció megegyezik az eurorendszer szakértői prognózisában szereplő értékkel. A többi intézmény 2015-ös HICP-inflációs prognózisa jórészt kissé magasabb eurorendszer prognózisában jelzethöz. A többi rendelkezésre álló prognózis szerint 2016-ban a HICP-infláció átlagértéke várhatóan 1,0% és 1,5% között lesz, szemben az eurorendszer prognózisában szereplő 1,3%-kal. Jelenleg valamennyi rendelkezésre álló 2015-ös és 2016-os előrejelzés az eurorendszer prognózisának sávjain belülre esik (lásd a táblázatot).

© Európai Központi Bank (2014)

Cím: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Németország

Postacím: 60640 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.