



Az EKB szakértőinek 2016. márciusi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről¹

1 Euroövezeti kilátások: áttekintés, fő ismérvek

Az euroövezet gazdasági fellendülése várhatóan folytatódik, bár a korábban előre jelzettnél kisebb lendülettel. A lassabb ütem az erejét veszítő világgazdasági növekedést és az euro effektív árfolyamának ismételt erősödését tükrözi. A prognózis szerint a reál-GDP éves szinten 2016-ban 1,4%-kal, 2017-ben 1,7%-kal, 2018-ban pedig 1,8%-kal bővül. A kőolajárak további zuhanását követően a 2016-os HICP-inflációra adott előrejelzést lefelé, 2016-ra 0,1%-os, 2017-re pedig mérsékelten lefelé, 1,3%-os értékre módosítottuk. Az infláció várakozásaink szerint 2018-ban tovább fog emelkedni, 1,6%-ra.

A rövid távú reál-GDP-növekedési kilátások az akadályozó tényezők utóbbi időben tapasztalható erősödése miatt visszafogottabbak lettek. Ezek a gátló tényezők a globális, különösen a feltörekvő piacgazdasági konjunktúra kedvezőtlen alakulásával, az euro effektív árfolyamának erősödésével, valamint a fokozott pénzügyi piaci volatilitásban tetten érhető nagyobb bizonytalansággal kapcsolatosak. A fogyasztói és üzleti bizalom januári és februári visszaesését is figyelembe véve, a reál-GDP-növekedés rövid távú kilátásai rosszabbodtak a decemberi prognózis óta.

Ennek ellenére várhatóan számos kedvező hatás támogatja a folyamatos gazdasági fellendülést. Az EKB 2015 decemberében további monetáris politikai intézkedések bejelentésével megerősített laza monetáris politikája továbbra is átgyűrűzik a gazdaságba. A magánszektor fogyasztását 2016-ban várhatóan ösztönözni fogja az olajárak közelmúltbeli zuhanása, valamint a munkaerőpiac folyamatos javulása. A világgazdasági fellendülés, részben az akcelerátor hatásoknak köszönhetően, a beruházási tevékenység fokozatos élénküléséhez is hozzájárulhat. Emellett a belső keresletre szintén jótékony hatással lesz a részben a menekültek beáramlásával kapcsolatos költségvetési lazítás.

¹ Az EKB makrogazdasági prognózisát a Kormányzótanács a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelése során veszi figyelembe. A prognózisban alkalmazott eljárásokat és módszereket az *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises* (Útmutató az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának elkészítéséhez) című, 2001. júniusi kiadvány ismerteti, amely az EKB weboldalán olvasható. A technikai feltevésekhez szükséges, például a kőolajár- és árfolyam adatok gyűjtésének lezárási napja 2016. február 15. volt (lásd a 2. keretes írást). Jelen prognózis esetében az egyéb adatgyűjtés lezárásának időpontja 2016. február 25. volt. A mostani makrogazdasági prognózis a 2016–18-as időszakot fedi le. Az ilyen hosszú időszakot felölelő előrejelzéseket igen nagy bizonytalanság övezi, amiről értelmezésük során nem szabad megfeledkeznünk. Lásd az „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” (Az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának értékelése) című cikket az EKB 2013. májusi Havi jelentésében.

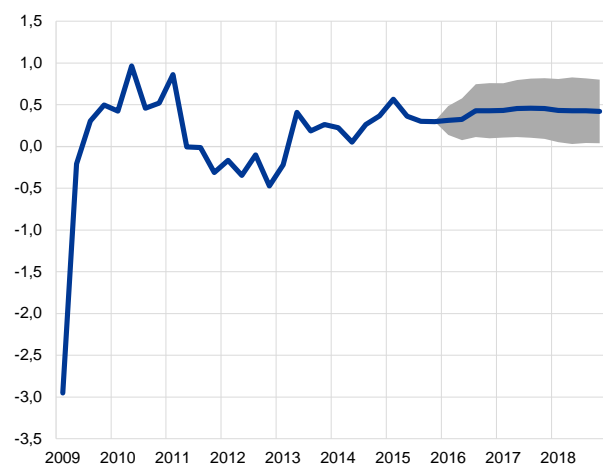
Az energiaárakat is tartalmazó HICP-infláció várhatóan erőteljesen kihat az inflációs pálya tárgyidőszaki alakulására. Az olajárak utóbbi hónapokban tapasztalt folyamatos zuhanásának fényében az energiaárakat is tartalmazó HICP-infláció 2016-ban előreláthatólag a negatív tartományban jár majd, de várakozásunk szerint 2017-ben pozitív előjelet kap, tekintettel az erős felfelé mutató bázishatásokra, valamint a határidős tőzsdei (futures) olajárgörbe alapján feltételezett olajár-emelkedésre. Ugyanakkor az élelmiszer- és energiaárak nélkül számított HICP-infláció meglátásunk szerint a következő években fokozatosan emelkedni fog, mivel a munkaerő-piaci helyzet javulása és a gazdasági pangás enyhülése a munkabérek és a haszonkulcsok növekedését vonja maga után. Ezenkívül az euro korábbi erőteljes felértékelődésének elhúzódó hatása, az energia és a nem energia jellegű nyersanyagok feltételezett áremelkedésének közvetett hatásai, valamint a korábbi árcsökkenésükből eredő, megszűnőben lévő, lefelé irányuló hatások várakozásaink szerint együttesen az élelmiszer- és energiaárak nélkül számított HICP-infláció élénkülését támogatják.

1. ábra Makrogazdasági prognózis¹⁾

(negyedéves adatok)

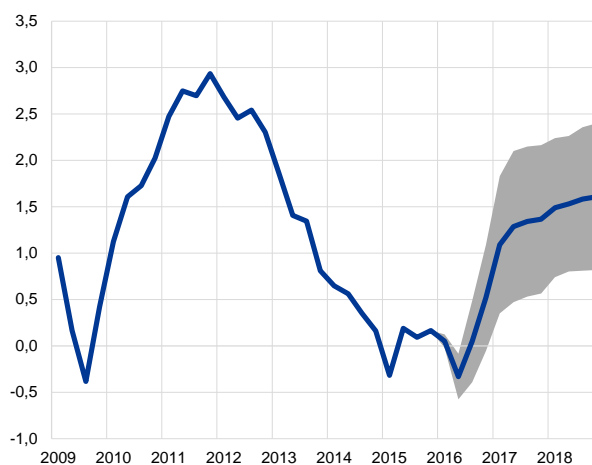
Euroövezeti reál-GDP²⁾

(negyedéves változás, százalék)



Euroövezeti HICP

(éves változás, százalék)



1) A prognózis alappályáját övező sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség alapján határozzuk meg. A sáv szélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok kiszámítására alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekciót is magában foglal, az EKB weboldalán olvasható *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* (Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávok számítására) című, 2009. decemberi kiadvány ismerteti.

2) Munkanappal korrigált adatok.

2

Reálgazdaság

Az euroövezeti konjunktúra fellendülése várakozásaink szerint folytatódik, bár a korábban előre jelzettől némiképp kisebb lendülettel. A reál-GDP 2015 utolsó negyedévében megőrizte mérsékelt lendületét, az előző negyedévhez képest 0,3%-kal nőtt. A legutóbbi fogyasztói és üzleti hangulati mutatók visszaestek ugyan, de

2016 első felére még mindig folyamatos, mérsékelt ütemű teljesítménynövekedést jeleznek.

A magánszektor fogyasztási kiadásaira az előrejelzés szerint 2016-ban nagyon kedvező hatással lesz az alacsony kőolajár. A dollárban kifejezett hordónkénti olajár feltételezésünk szerint 2016-ban átlagosan 34,9 USD lesz, 33%-kal alacsonyabb, mint a decemberi prognózisban jeleztük (lásd az 1. keretes írásban). A rendelkezésre álló nomináljövedelem az előrejelzési időszakban feltehetően emelkedni fog, amit a foglalkoztatás kiegyensúlyozott bővülése és az egy munkavállalóra jutó nomináljövedelem-növekedés gyorsulása támogat. Ehhez a várakozások szerint az egyéb személyi jövedelmek is pozitívan járulnak hozzá. A rendelkezésre álló reáljövedelem növekedési üteme 2017-ben az energiaárak inflációjának várható fokozatos erősödése mellett veszít a lendületéből. Az alacsony finanszírozási költségek és a háztartások nettó vagyonának mérsékelt növekedése – amelyekhez az EKB legutóbbi monetáris politikai intézkedéscsomagja jelentős mértékben hozzájárul – feltehetően az egész előrejelzési időszak során támogatják a magánszektor fogyasztását. Összességében, a magánfogyasztás éves növekedése a prognózis alapján a 2015-ös 1,6%-ról 2016-ban 1,9%-ra nő, majd 2017-ben 1,8%-ra, 2018-ban pedig 1,6%-ra csökken.

1. keretes írás

A kamatokra, árfolyamokra és nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések

A decemberi prognózissal összevetve megváltoztak a technikai feltevések. A főbb változások: az olaj USA-dollár-alapú árszintje jelentősen alacsonyabb, az effektív euroárfolyam 5%-kal felértékelődött, valamint a rövid és hosszú lejáratú piaci kamatlábak alacsonyabbak.

Technikai feltevések

	2016. március				2015. december		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,2	-0,1
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	1,2	1,2	1,4	1,7	1,2	1,4	1,7
Nyersolajár (USD/hordó)	52,5	34,9	41,2	44,9	53,8	52,2	57,5
Energian kívüli nyersanyagárak, USD (éves százalékos változás)	-19,9	-14,8	3,0	4,7	-18,7	-5,2	4,1
USD/EUR árfolyam	1,11	1,11	1,12	1,12	1,11	1,09	1,09
Nomináleggetív euroárfolyam (EER38) (éves százalékos változás)	-7,1	4,8	0,2	0,0	-7,1	0,1	0,0

A technikai kamat- és nyersanyagár-feltevések a 2016. február 15-ével 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 2016-ban és 2017-ben -0,3%, 2018-ban

pedig -0,2% lesz. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2016-ban átlagosan 1,2%-ot, 2017-ben 1,4%-ot, 2018-ban pedig 1,7%-ot jeleznek.² 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 – 2016 során várhatóan valamelyest csökkennek, 2017-ben összességében változatlanok maradnak, majd 2018-ban mérsékelten emelkedni kezdenek. A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés február 15-i zárónapja előtti kéthetes periódus futures árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent nyersolajár a 2015-ös 52,5 USA-dollárról 2016-ban 34,9 dollárra esik, majd 2017-ben 41,2 dollárra, 2018-ban pedig 44,9 dollárra emelkedik. Ez 2016-ban 17 dollárral, 2017-ben pedig 16 dollárral alacsonyabb, mint a decemberi prognózis. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú ára 2016-ban várhatóan jelentős mértékben esni, 2017-ben és 2018-ban pedig emelkedni fog.³ A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az előrejelzési időszakban az adatgyűjtés február 15-i zárónapját megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak. Mindebből 2016-ban 1,11 USD/EUR, 2017-ben és 2018-ban pedig 1,12 USD/EUR átlagárfolyam következik, míg decemberi prognózisunk 1,09 USD/EUR volt. Az euro (38 kereskedelmi partnerhez viszonyított) effektív árfolyama a feltevés szerint az előrejelzési időszakban 5%-kal felértékelődik.

A háztartási megtakarítási ráta alakulását feltevésünk szerint főként a kőolajár mozgásával összefüggő fogyasztássimítás alakítja. A megtakarítási ráta előrejelzésünk szerint 2016 során emelkedni fog, ami a reáljövedelem olajárakkal összefüggő bővülésének a fogyasztói kiadásokba való szakaszos átgyűrűzését tükrözi. Ez a hatás 2017-ben várhatóan részben megszűnik. A megtakarítási ráta ezután az előrejelzési időszak hátralévő részében stagnálni fog. Az, hogy a megtakarítási ráta lényegében véve nem változik, az euroövezeti országok egymással ellentétes folyamatait tükrözi. Egyes országokban a továbbra is magas munkanélküliség, a bruttó adósság magas szintje és a nagyon alacsony kamatszint nyugdíjcélú megtakarításokra gyakorolt hatása várhatóan továbbra is némi felfelé hajtó nyomást fejt ki a megtakarításokra. Más országokban azonban a megtakarításokra lefelé ható nyomás a jellemző. Először is, a fokozatosan visszaeső munkanélküliség hatására csökken a biztonsági megtakarítások mértéke, így a háztartási szektor végrehajthatja a korábban esetleg elhalasztott nagyobb beszerzéseket. Másodsor, a kamatokból származó rendkívül alacsony hozam az intertemporális helyettesítési hatás következtében jellemzően visszafogja a megtakarításokat.

² A tízéves lejáratú, euroövezetbeli, nominális államkötvényhozamra vonatkozó feltevés az egyes országok tízéves referenciahozamainak súlyozott átlagán alapul, amelyeket az éves GDP-adatokkal súlyozunk, és az EKB euroövezeti tízéves nominális összkötvényhozamából számított határidős pályával meghosszabbítunk úgy, hogy a két időszor közötti kezdeti eltérést az előrejelzési időszakban konstansnak tekintjük. Az országspecifikus államkötvényhozamok és a megfelelő euroövezeti átlag közötti rést a feltevés a vizsgált időszakban állandónak veszi.

³ A kőolaj és élelmiszer jellegű nyersanyagárakra vonatkozó feltevések kiszámítása az előrejelzési időszak végéig érvényes határidős tőzsdei (futures) árfolyamokon alapul. Az egyéb, nem energia jellegű szilárd nyersanyagok esetében az a feltevés, hogy az árak 2017 első negyedévéig a futures árakat követik, majd a világgazdasági teljesítménynek megfelelően alakulnak.

Előrejelzésünk szerint – bár nagyon alacsony szintről indulva – az

euroövezetben lendületet vesznek a lakáscélú beruházások. A fellendülést várhatóan a rendelkezésre álló reáljövedelem tartós növekedése és a rendkívül alacsony jelzáloghitel-kamat támogatja. Ezen túlmenően úgy tűnik, számos országban befejeződtek a lakáspiaci kiigazítási folyamatok, és javultak a lakásárakkal kapcsolatos kilátások. Sok országban azonban a háztartások adósságállományának magas szintje várhatóan gátolja a lakáscélú beruházások erőteljes növekedését. Mindent egybevetve, a lakáscélú beruházások volumene a várhatóan szerény mértékű élénkülés következtében még 2018-ban is valószínűleg mintegy 20%-kal elmarad a 2007-es rekordértéktől.

A vállalati beruházások várhatóan visszafogott fellendülést mutatnak.

A vállalati beruházásokra vonatkozó rövid távú kilátásokra várakozásaink szerint kedvezőtlen hatást gyakorolnak a közelmúlt pénzügyi piaci ingadozásai és a feltörekvő piacgazdaságok visszaeső gazdasági növekedése. Mindazonáltal a beruházások bővülését idővel több tényező is támogatja. Az igen laza monetáris politikának, a kereslet előre jelzett erősödésével összefüggésben fellépő akcelerator hatásoknak, a tőkeállomány többévi visszafogott beruházási tevékenységet követő megújítása iránti igénynek, a bizonyos országokban alkalmazott expanzív fiskális intézkedéseknek, valamint a nem pénzügyi vállalati szektor már bőséges készpénzállományával kapcsolatos haszonkulcs-növekedésnek köszönhetően várhatóan nő a tőkekiadások mértéke. Ezenfelül az euroövezeti vállalati szektor adósságának leépítésére irányuló általános nyomás az előrejelzési időszak végére várhatóan az eddigieknél kevésbé korlátozza majd a vállalati beruházásokat. A kötelezettségek saját tőkéhez viszonyított aránya számottevően visszaesett a pénzügyi válság során elért rekordértékekről, és jelentős mértékben a hosszabb távú átlag alatt is marad. A vállalati beruházások élénkülését azonban továbbra is visszafogják a fennmaradó pénzügyi szűk keresztmetszetek és néhány ország nagyfokú eladósodottsága, valamint az alacsonyabb potenciális kibocsátásnövekedési várakozások is.

Az euroövezeten kívülré irányuló exportra kedvező hatással lehet az euroövezet külső keresletének várható élénkülése (lásd a 2. keretes írásban)

és az euro korábbi leértékelődésének késleltetett hatása. Az euroövezeten kívüli export növekedése előrejelzésünk szerint a nemrégiben történt gyengülést követően 2016-ban fokozatosan magára talál, majd további lendületet vesz, és valamelyest meghaladja a külső kereslet várható élénkülését. Az exportpiacokból való részesedés várhatóan kissé bővül az előrejelzési időszakban a korábban szerzett versenyképességi előnyök késleltetett hatásai miatt. Az euroövezeten kívülről származó import növekedési üteme a belföldi kereslet hatására valamelyest erőteljesebb marad, mint az euroövezeten kívülré irányuló export növekedése. A folyó fizetési mérleg GDP-arányos többlete ennek következtében a 2015-ös és 2016-os 3,0%-ról 2018-ban várhatóan 2,5%-ra csökken.

Mindent egybevetve, a reál-GDP az előrejelzések szerint 2016-ban 1,4%-kal, 2017-ben 1,7%-kal, 2018-ban pedig 1,8%-kal nő.

2. keretes írás

A nemzetközi környezet

2015 végéig mind a fejlett, mind a feltörekvő piacgazdaságok körében erőtlenebbül alakultak a folyamatok, megerősítve, hogy a világgazdasági növekedés lendülete továbbra is bizonytalan. A világgazdasági növekedés, miután az év végén veszített lendületéből, előrejelzésünk szerint fokozatosan, mérsékelt ütemben erősödni fog. Ennek mozgatórugói a legfejlettebb gazdaságokban még mindig szilárd növekedési kilátások, valamint az egyes nagyméretű feltörekvő piacgazdaságokban tapasztalható mély recesszió várható fokozatos enyhülése. A kedvező finanszírozási feltételek és a javuló munkaerő-piaci helyzet pozitívan hathat a fejlett gazdaságok kilátásaira. Ezenfelül egyes fontos fejlett gazdaságokban a fogyasztói bizalom magas szintje kedvező növekedési kilátásokra utalhat. Ezzel szemben a feltörekvő piacgazdaságok középtávú kilátásai változatlanul bizonytalanabb képet mutatnak. A kínai gazdaság trendszerű növekedési ütemének lassulását és ennek más, elsősorban ázsiai feltörekvő piacgazdaságokra gyakorolt negatív átgyűrűző hatását tetézi, hogy a nyersanyagexportőr országoknak folytatódó makrogazdasági kiigazításokkal kell alkalmazkodniuk az alacsonyabb nyersanyagárakhoz. Ráadásul ezek a gazdaságok az Egyesült Államok monetáris politikájának normalizálódásából, a nagyobb politikai bizonytalanságból és fokozott geopolitikai feszültségekből eredően szigorúbb külső finanszírozási feltételek jellemezte környezettel szembesülnek.

A világkereskedelem az utóbbi időben csalódást okozott, és várhatóan az előrejelzési időszak során is csak lassan bővül majd. Prognózisunk szerint a globális importnak és az euroövezet külső keresletének pályája a világgazdasági GDP-hez viszonyítva meglehetősen erőtlen lesz a vizsgált időszak folyamán. Az euroövezet külső kereslete a 2015-ös 0,4% után nagyobb, 2016-ban várhatóan 2,2%-os, 2017-ben 3,8%-os, 2018-ban pedig 4,1%-os ütemben nő. Összehasonlításképpen: az 1999 és 2007 közötti időszakban az éves átlagos növekedési ütem 7,7%-os volt.

A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

	2016. március				2015. december		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Világ reál-GDP-je (euroövezet nélkül)	3,1	3,2	3,8	3,9	3,1	3,6	3,9
Világkereskedelem (euroövezet nélkül) ¹⁾	0,7	2,2	3,8	4,1	0,5	2,9	3,8
Euroövezeti külső kereslet ²⁾	0,4	2,2	3,8	4,1	-0,1	2,7	3,8

1) Az import súlyozott átlagaként számítjuk.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítjuk.

A decemberben közzétett prognózissal összehasonlítva a világgazdasági teljesítmény lefelé módosult, különösen 2016-ban. Az euroövezet külső kereslete 2016-ra vonatkozóan szintén jelentősen lefelé módosult.

Mivel az aktuális GDP-növekedés várhatóan bőven meghaladja a potenciális kibocsátás ütemét, az előrejelzési időszakban a kibocsátási rés folyamatos szűkülésére számítunk. A vizsgált időszakban becslésünk szerint 1%-ot kissé

meghaladó mértékben nő, de jóval a válság előtti üteme alatt marad a potenciális kibocsátásnövekedés.

Az euroövezeti munkaerő-piaci helyzet javulása feltehetőleg folytatódik. A foglalkoztatás előrejelzésünk szerint tovább bővül a vizsgált időszakban, bár a korábbi várakozásoknál kissé lassabb ütemben, ami főként a visszafogottabb gazdasági élénkülésnek tudható be. A mérsékelt bérnövekedés és a végrehajtott munkaerő-piaci reformok meglátásunk szerint támogatják a foglalkoztatás növekedését az előrejelzési időszakban. A munkaerő-állomány várhatóan erőteljesen bővül, ami a menekültek folytatódó beáramlásának és az akadályozó hatások fokozatos eltűnésének tudható be. A munkanélküliségi ráta, amely 2016 januárjában 10,3%-ra esett vissza, várhatóan tovább csökken.

A reál-GDP-növekedési kilátásokat a decemberi prognózishoz képest lefelé módosítottuk. A módosítás háttérében az euroövezeti külső kereslet csökkenésének és az erősebb euroárfolyamnak együttesen az exportnövekedésre, valamint a fokozott pénzügyi piaci volatilitásnak és a gyengébb hangulati mutatóknak a rövid távú kilátásokra gyakorolt kedvezőtlen hatása áll. Ezek együtt bőven ellensúlyozzák az alacsonyabb olajáraknak és a közelmúltban hozott további monetáris politikai intézkedéseknek a belföldi keresletre gyakorolt kedvező hatását.

3 Árak és költségek

Az Eurostat előzetes becslése szerint (amelynek közzététele a prognózisba bevehető legfrissebb információk lezárásának időpontját követte) az euroövezet éves HICP-inflációja 2016 februárjában -0,2% volt, ami 0,3 százalékponttal kisebb, mint a 2015. novemberi érték. Mindez az összes főbb komponens általános csökkenésével magyarázható. A HICP-ben foglalt energiaár inflációjának az olajárak közelmúltbeli zuhanásához kapcsolódó 0,8 százalékpontos számottevő negatív hatása várhatóan 2016-ban is jelentősen fékezi az általános inflációt, aminek üteme idén átlagosan 0,1% körül várható. Az élelmiszer- és energiaárak nélkül számított HICP-infláció a prognózis szerint kissé emelkedik, a 2015. évi 0,8%-ról 2016-ban 1,1%-ra, ugyanakkor meglehetősen visszafogott marad az alacsonyabb olajárak, az utóbbi időszak effektív euroárfolyamának felértékelődése és a megmaradó gazdasági pangás közvetett hatásai miatt.

A nyersanyagárak bázishatásai magyarázzák, hogy a HICP-vel mért infláció 2017-ben várhatóan erősen élénkülni fog, eléri az 1,3%-ot. A felfelé irányuló bázishatások, amint az olaj- és energiaárak zuhanásának hatása kikerül az éves összehasonlításból, és a feltételezett további nyersanyagár-emelkedés 2017-ben várhatóan magasabb külső ároldali nyomáshoz vezet.

A bérnövekedés, amely ez idáig visszafogott volt, az előrejelzési időszakban várhatóan fokozatosan erősödik. Míg a nagy munkanélküliség és az alacsony termelékenységnövekedés mostanáig korlátozta a bérek növekedését, az

előrejelzési időszak során várható további foglalkoztatásbővülés élénkítheti a pangó munkaerőpiacot. Emellett a prognosztizált inflációnövekedés is a bérek emelkedése irányába hat, főként az előrejelzési időszak vége felé. A bérnövekedés üteme azonban várhatóan nyomott marad, ami a folyamatosan gyenge termelékenységnövekedésnek is betudható.

A profitmarzsokra várhatóan jótékonyan hat a folyamatban levő gazdasági élénkülés és az alacsonyabb olajárak. A belföldi kereslet következő években várható további javulásával és a gazdasági pangás enyhülésével párhuzamosan várhatóan javulnak a vállalkozások árazási lehetőségei, ami a profitmarzsok emelkedését is maga után vonja. A profitmarzs emellett még a 2016-ban tapasztalható alacsonyabb olajárszintből eredő nem várt jövedelmek miatt is tovább erősödik.

Az emelkedő belföldi árodali nyomás miatt a HICP-vel mért infláció várhatóan tovább emelkedik, és 2018-ban eléri az 1,6%-ot.

A várható HICP-inflációt lefelé módosítottuk a decemberi prognózishoz képest, különös tekintettel a 2016. évi adatokra. Az infláció lefelé módosítását többnyire a jelentősen gyengébb külső árodali nyomás magyarázza, ami elsősorban a feltevésnél jóval alacsonyabb olajárakkal és a valamivel erősebb effektív euroárfolyammal hozható összefüggésbe. Ezentúl a korábban prognosztizáltnál mérsékeltebb bérnövekedés is szerepet játszott a lefelé való módosításban.

4 A fiskális kilátások

A fiskális politika a 2017-ig tartó időszakban várhatóan expanzív lesz, 2018-ban pedig inkább semleges. A fiskális politika irányultságát a pénzügyi szektor kormányzati támogatásával csökkentett, ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg változásával mérjük. A 2017-ig tartó időszak expanzív fiskális politikája néhány országban elsősorban a közvetlen adók csökkentéséből és a menekültekhez kapcsolódó kiadásokból ered.

Az előrejelzési időszakban az államháztartás GDP-arányos költségvetési hiánya várhatóan 2% közelében állapodik meg, míg a GDP-arányos államadósság kissé csökken. A ciklikus komponens és az alacsonyabb kamatok fiskális egyenlegre gyakorolt kedvező hatását, különösen 2016-ban, várhatóan ellensúlyozza a fiskális politikai lazítás. A 2018-ra prognosztizált fokozatos államadósság-csökkenést várhatóan főként a növekedés és a kamat közötti kedvező különbség támogatja a jelzett gazdasági élénkülés és a feltételezett alacsony kamatkörnyezet fényében. Az alacsony elsődleges többletek is kedvezően hatnak a jelzett adósságpályára.

A decemberben közölt prognózissal összevetve a fiskális kilátások valamelyest romlottak. Az államháztartási egyenleget 2015-re kismértékben lefelé módosítottuk az alacsonyabb nominális GDP hatása miatt, és a módosítás 2016-17-

re is áthúzódik. A GDP-arányos államadósságra az előrejelzési időszak során magasabb prognózis vonatkozik, ami a kissé alacsonyabb elsődleges többletnek, továbbá, különösen 2015-16-ban, az infláció és a nominális GDP-növekedés lefelé módosításából eredő kedvezőtlenebb növekedési ütem és kamatláb különbözetnek tudható be.

1. táblázat

Az euroövezet makrogazdasági prognózisa¹⁾

(éves változás, százalék)

	2016. március				2015. december		
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017
Reál-GDP ¹⁾	1,5	1,4	1,7	1,8	1,5	1,7	1,9
		[1,0–1,8] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[0,6–3,0] ²⁾	[1,4–1,6] ²⁾	[1,1–2,3] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾
Magánszektor fogyasztása	1,6	1,9	1,8	1,6	1,6	1,9	1,7
Kormányzati fogyasztás	1,4	1,5	1,1	1,2	1,4	1,2	1,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	2,5	2,7	3,6	3,3	2,3	2,8	3,8
Export ³⁾	4,8	3,0	4,3	4,6	4,8	4,0	4,8
Import ³⁾	5,4	4,6	5,3	5,1	5,3	4,8	5,3
Foglalkoztatás	1,1	0,9	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	10,9	10,4	10,2	9,9	11,0	10,5	10,1
HICP	0,0	0,1	1,3	1,6	0,1	1,0	1,6
		[-0,2–0,4] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,8–2,4] ²⁾	[0,1–0,1] ²⁾	[0,5–1,5] ²⁾	[0,9–2,3] ²⁾
HICP energia nélkül	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,3	1,5
HICP energia és élelmiszer nélkül	0,8	1,1	1,3	1,6	0,9	1,3	1,6
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,3	1,6
Fajlagos munkaerőköltség	0,9	1,1	0,9	1,2	0,9	0,9	1,2
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,3	1,5	1,9	2,1	1,4	1,5	2,1
Munkatermelékenység	0,4	0,4	0,9	0,9	0,5	0,7	0,9
Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0	-2,0	-2,0	-1,8
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában) ⁵⁾	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1	-1,7	-1,9	-1,9
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	91,1	90,8	90,0	89,2	91,1	90,1	88,9
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	3,0	3,0	2,6	2,5	3,0	2,9	2,7

1) Munkanappal korrigált adatok.

2) A prognózist övező sávokat a több év során készített prognózisok és a tényleges eredmények különbözetei alapján határozzuk meg. A sávzszelesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok kiszámítására alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekcióit is magában foglalja, az EKB weboldalán olvasható *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* (Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávok számítására) című, 2009. decemberi kiadvány ismerteti.

3) Az euroövezet belső kereskedelmét is magában foglalja.

4) 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.

5) Az államháztartási egyenlegnek a gazdasági ciklus átmeneti hatásaitól és a kormányzatok ideiglenes intézkedéseitől megtisztított értékeként megadva (a KBER módszertanát lásd: *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-módszertan 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, 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.

3. keretes írás

Érzékenységi és forgatókönyv-elemzések

A prognózisok nagymértékben támaszkodnak az egyes alapvető változók alakulását érintő technikai feltevésekre. Mivel a szóban forgó változók közül néhány komolyan befolyásolhatja az euroövezeti prognózist, a hozzá kapcsolódó kockázatok elemzését megkönnyíti, ha megvizsgáljuk alternatív feltevéspályákra való érzékenységet. Ez a keretes írás a prognózis három legfontosabb alapfeltevését, és a prognózis velük szembeni érzékenységet ismerteti. Emellett bemutatunk egy olyan forgatókönyvet is, amely a feltörekvő piaccgazdaságok egymással szinkronban érzékelhető, jelentősebb visszaeséséből eredő, az euroövezeti gazdasági növekedést és inflációt érintő lehetséges hatást járja körül.

1) Az alternatív olajpálya

Az alternatív olajármodellek szerint az olajárak némileg gyorsabban emelkednek az előrejelzési időszakban, mint ahogy az a futures (tőzsdei határidős) árak alapján várható. Az alapprognózis háttérében álló, a futures piacon alapuló technikai feltevések szerint a kőolaj ára 2016 első negyedétől 2018 utolsó negyedévéig 40%-kal emelkedik. Az EKB szakértői által a kőolajárak előrejelzési időszakban várható alakulásának prognosztizálására alkalmazott alternatív modellkombináció⁴ jelenleg a technikai feltevésnél magasabb olajárakat jelez a vizsgált időtávon. Ez vagy azzal állna összhangban, ha az olaj iránti világkereslet középtávon erőteljesebben élénkülne, vagy azzal, ha a kőolajkínálat csökkenne az olajipari beruházások visszaesése és így egyes országokban az olajárak közelmúltbeli esésére adott reakcióként az olajkitermelési kapacitás csökkenése miatt. Az alapprognózisnál 11,6%-kal magasabb olajárakat jelző alternatív pályának a 2018-ra való megvalósulása némileg visszafogná a reál-GDP növekedését, ugyanakkor egy valamivel (2016-ban, 2017-ben és 2018-ban mintegy 0,1-0,2 százalékponttal) gyorsabb HICP-inflációnövekedéssel járna.

2) Az alternatív devizaárfolyam-pályák

Ez az érzékenységi elemzés az euro két alternatív árfolyampályáját is bemutatja az alappálya mellett. Ebből az első a 2016. február 15-i USD/EUR árfolyamra vonatkozó opciókból számított, kockázatsemleges sűrűségéből származó eloszlás 25. percentiliséen alapul. Az alternatív pályából számítva az euro a dollárhoz képest 2018-ban fokozatosan 1,00 USD/EUR értékre gyengül, amely 10,8%-kal az adott évi alapfeltevés alatt van. Az ugyanazon eloszlás 75. percentiliséen alapuló második pályából számítva az euro a dollárhoz képest 2018-ban fokozatosan 1,24 USD/EUR árfolyamra erősödik, amely 11,2%-kal meghaladja az adott évi alapfeltevést. Az euro megfelelő nomináleffektív árfolyamára vonatkozó feltevések hosszabb időszak alatt megfigyelt szabályszerűségeket tükröznek; eszerint az USD/EUR árfolyam változása mintegy 52%-os elaszticitással tükrözi az effektív árfolyamváltozást. Leértékelődés esetén ennek a feltevésnek az eredményeképpen az effektív euroárfolyam fokozatosan elmozdul lefelé az alappályától, és 2018-ban ennél 5,8%-kal alacsonyabb lesz. E forgatókönyv esetében több szakértői makrogazdasági

⁴ A négy modell kombinációjának ismertetését lásd az EKB *Gazdasági jelentése* 2015. évi 4. számában közölt, „Forecasting the price of oil” (Az olaj árának előrejelzése) című cikkben.

modell is 2016-ban, 2017-ben és 2018-ban a reál-GDP átlagosan 0,1-0,3 százalékponttal magasabb növekedését, valamint 0,1-0,4 százalékponttal magasabb HICP-inflációt jelez előre. Felértékelődés esetén ennek a feltevésnek az eredményeképpen az effektív euroárfolyam fokozatosan elmozdul felfelé az alappályától, és 2018-ban 5,5%-kal magasabb lesz nála. Ebben a szcenárióban több szakértői makrogazdasági modell eredményeinek átlaga 2016-ban, 2017-ben és 2018-ban 0,1-0,3 százalékponttal kisebb reál-GDP-növekedést, valamint 0,1-0,4 százalékponttal kisebb HICP-inflációt mutat.

3) A feltörekvő piacgazdaságok szinkronban zajló gazdasági visszaesésének forgatókönyve

A feltörekvő piacgazdaságok növekedési kilátásai az elmúlt hónapokban romlottak, továbbá fokozódtak a világgazdasági növekedésre adott prognózisokat övező lefelé mutató kockázatok. A prognózis alappályája ugyanakkor a feltörekvő piacgazdaságok fokozatos, visszafogott ütemű gazdasági élénkülését feltételezi az időszak során. Ezzel összefüggésben kidolgoztunk egy olyan forgatókönyvet is, amellyel a feltörekvő piacok erősebb, szinkronizált lassulásának hatását kívánjuk elemezni az euroövezeti reál-GDP-növekedés és a HICP-infláció szempontjából.

A forgatókönyv feltevése szerint a lassulást a kínai gazdaság drámai megtorpanása (hard landing) váltja ki, ahogy tetet öltenek a pénzügyi stabilitási kockázatok, és a tőkekiáramlás miatt megrendül a kínai fogyasztói és üzleti bizalom. A „hard landing” forgatókönyv a kínai belföldi egyensúlyi problémák erősebb kibontakozását vonná maga után, ahol a beruházások lassulása a munkanélküliség emelkedéséhez vezetne. Ebben a forgatókönyvben emellett még a kínai magánszektor fogyasztásának növekedése is jelentősen lelassulna. A modell szerint a romló kínai pénzügyi helyzet és gyengülő kilátások más feltörekvő gazdaságokra is áttérjednek a közvetlen kereskedelmi csatornán és a globális bizonytalanság feltételezett emelkedésén keresztül. Ebben a forgatókönyvben a globális bizonytalanságot a VIX⁵ 10 százalékpontos átmeneti emelkedése fejezi ki, ahol az emelkedés az előrejelzési időszak során elenyészik. A Kínában feltételezett részvényár-visszaesés a feltevés szerint szintén globális részvénypiaci visszaeséshez vezet. A feltörekvő piacgazdaságok erősebb lassulásából a modell szerint az előrejelzési időszakban a nyersanyagárak alacsonyabb pályája következik. További feltevés, hogy a kínai hatóságok azzal enyhítik a hard landing hatását, hogy hagyják a renminbit leértékelődni. A fertőző hatás miatt ez a helyzet a feltevés szerint a feltörekvő piacgazdaságok devizáinak a leértékelődését okozza. Emiatt az USA-dollár, a jen és az euro nomináleffektív alapon felértékelődik. A három deviza felértékelődése ugyanakkor hátrányos az Egyesült Államok, Japán és az euroövezet exportágazatai számára, ami – elsősorban az alacsonyabb importárak révén – további lefelé ható nyomást gyakorol ezen térségeken az inflációra.

⁵ A VIX az S&P 500 tőzszeindex opciós árfolyamainak implikált volatilitását méri, amelyet a Chicago Board Options Exchange-en számítanak.

A forgatókönyv fő feltevései

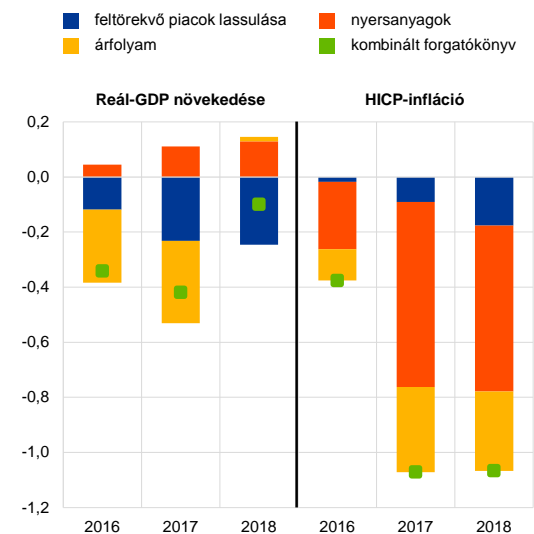
	2016	2017	2018
Kínai belső kereslet	-2,3	-4,7	-3,0
Globális tőzsdék	-20,0	-20,0	-20,0
Kína és a feltörekvő piacok devizáinak a fejlett gazdaságok devizáival szembeni leértékelődése	-5,0	-10,0	-10,0
Nomináleggetív euroárfolyam	1,1	2,8	2,8
Nyersolajár (USD/hordó)	-8,8	-26,0	-37,8

Forrás: EKB-szakértők.

Megjegyzések: Az alappályától való eltérés százalékos változásaként számítva, kivéve a kínai belföldi keresletet, amely a növekedési alappályától való százalékpontos eltérésként van számítva. A kínai tőzsdei árindex az alappálya szintjétől 40%-kal esik.

Az euroövezeti reál-GDP-növekedéshez és a HICP-vel mért inflációhoz való hozzájárulás

(százalékpontos eltérés a növekedési alappályától)



Forrás: EKB-szakértők.

Megjegyzések: A forgatókönyveket különféle modellek alapján számítottuk. A monetáris politika a feltevés alapján exogén.

Ebben a forgatókönyvben mind az euroövezeti reál-GDP-növekedés, mind a HICP-vel mért infláció alacsonyabb lenne az alapprognózisnál. Az EKB különféle szakértői makrogazdasági modelljei szerint a feltörekvő piacok gazdaságainak lassulása az euroövezeti külső kereslet lassulását eredményezné, ezáltal fékezve az övezet reál-GDP-jének növekedését és a HICP-vel mért inflációt mind 2017-ben, mind 2018-ban. A feltörekvő piacgazdaságok lassulása nyomán kialakuló alacsonyabb (mind olaj, mind olajon kívüli) nyersanyagárak – a háztartások reáljövedelmének és a vállalati nyereségnek a megemelkedése révén – élénkítenék az euroövezeti gazdaságot. Az alacsonyabb nyersanyagárak ugyanakkor erős lefelé ható nyomást gyakorolnának az euroövezet HICP-vel mért inflációjára. Az eurónak a renminbivel és más feltörekvő piacgazdaságbeli devizákkal szembeni felértékelődése végül még további lefelé irányuló nyomást gyakorolna az euroövezeti

gazdasági teljesítményre és árakra. Összefoglalva, a feltörekvő piacgazdaságoknak a kínai gazdaság által kiváltott szinkronizált lassulása jelentős lefelé irányuló kockázatot jelent mind az euroövezeti reál-GDP-növekedésre, mind a HICP-inflációra vonatkozó alapprognózishoz képest.

4. keretes írás

Más intézmények előrejelzései

Számos nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény készít előrejelzést az euroövezetről. Ezeket ugyanakkor szigorú értelemben sem egymással, sem az EKB szakértői makrogazdasági prognózisával nem lehet összevetni, mivel véglegesítésük más-más időpontra esik. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külgazdasági változókra – például a kőolaj és az egyéb nyersanyagok árara – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben meg nem nevezett) módszerekkel alakítják ki. Végül a munkanap-korrekciónál alkalmazott módszerek is eltérnek a különféle előrejelzésekben (lásd a táblázatot). Ahogy a táblázatból látható, a más intézményektől aktuálisan rendelkezésre álló előrejelzések többsége 2016-ra magasabb reál-GDP-növekedést és inflációt jelez előre, de az EKB márciusi szakértői prognózisának 2017-re és 2018-ra adott pontelőrejelzéseitől nem nagyon térnek el, és bőven a prognózisok körüli (a táblázatban zárójelben megadott) sávokon belül vannak.

Az euroövezeti reál-GDP növekedésére és a HICP-inflációra vonatkozó előrejelzések összehasonlítása

(éves változás, százalék)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés			HICP-infláció		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
EKB szakértői prognózis	2016. március	1,4 [1,0–1,8]	1,7 [0,7–2,7]	1,8 [0,6–3,0]	0,1 [-0,2–0,4]	1,3 [0,6–2,0]	1,6 [0,8–2,4]
Európai Bizottság	2016. február	1,7	1,9	-	0,5	1,5	-
OECD	2016. feb. / 2015. nov.	1,4	1,7	-	0,9	1,3	-
Euro Zone Barometer	2016. február	1,7	1,8	1,6	0,5	1,4	1,7
A Consensus Economics előrejelzései	2016. február	1,6	1,7	-	0,5	1,5	-
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2016. január	1,7	1,8	1,7	0,7	1,4	1,6
IMF	2016. jan. / 2015. okt.	1,7	1,7	-	1,0	1,3	-

Forrás: Az Európai Bizottság európai gazdasági előrejelzése (2016. tél); az IMF 2016. januárban aktualizált világgazdasági előrejelzése (GDP); az IMF 2015. októberi világgazdasági előrejelzése (HICP-infláció); az OECD 2016. februárban aktualizált gazdasági előrejelzése (GDP); az OECD gazdasági előrejelzése, 2015. november (HICP-infláció); a Consensus Economics előrejelzései; MJEconomics; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített felmérése (SPF).
Megjegyzés: Az eurorendszer és az EKB szakértőinek makrogazdasági prognózisa, valamint az OECD-előrejelzések egyaránt munkanappal igazított éves növekedési ütemek, ezzel szemben az Európai Bizottság és az IMF növekedési adatai nincsenek a munkanapok éves számával korrigálva. A többi előrejelzésben nem jelölik, hogy az adatok munkanap szerint ki vannak-e igazítva vagy nem.

© Európai Központi Bank (2016)

Postacím: 60640 Frankfurt am Main, Németország
Telefonszám: +49 69 1344 0
Weboldal: www.ecb.europa.eu

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