



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

## AZ EKB SZAKÉRTŐINEK 2014. SZEPTEMBERI MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL<sup>1</sup>

A legfrissebb mutatókból rövid távon gyengébb kilátások olvashatók ki visszafogott kereskedelem, geopolitikai feszültségek és az övezet egyes országaiban a reformfolyamatot övező bizonytalanság mellett. Az alapprognózisban ennek ellenére továbbra is a fellendülés folytatódását támogató alapfolyamatokkal számoltunk. A belföldi keresletre kedvezően hat a laza monetáris politika – amelyet a 2014 júniusában elhatározott rendes és rendkívüli intézkedések is megerősítettek –, valamint a kedvezőbb hitelkinálati feltételek. Az alapprognózisban többé-kevésbé semleges fiskális politikát feltételeztünk, amelyet több évi jelentős szigorítás előzött meg. A magánfogyasztást szintén támogatja egyfelől az alacsony nyersanyagárak hatása, másfelől a munkaerő-piaci helyzet fokozatos javulásából adódó jövedelememelkedés; a beruházásokat élénkíti a kisebb mérlegkiigazítási kényszer és a többéves visszafogott gazdasági teljesítményt követő felzárkózási hatás, amelyet kezdetben visszafog majd a nagyfokú kapacitáskihasználatlanság. Az exportot élénkíti a világgazdaság fokozatos magára találása, amelyet az euro effektív árfolyamának gyengülése erősít. A prognózis szerint a reál-GDP 2014-ben 0,9%-kal, 2015-ben 1,6%-kal, 2016-ban pedig 1,9%-kal bővül. Mivel ezek az értékek magasabbak a becsült potenciális növekedési rátánál, így hozzájárulnak a kibocsátási rés fokozatos szűküléséhez.

Az euroövezeti HICP-infláció rövid távon előreláthatólag alacsony marad, így 2014-es átlaga 0,6%-ra valószínűsíthető. Ezt követően a prognózis szerint fokozatosan, 2015-ben 1,1%-ra, 2016-ban pedig 1,4%-ra emelkedik. Az fogyasztóiár-index alapján mért infláció prognosztizált emelkedése a gazdasági teljesítmény várható javulását, illetve ennek a béremelkedésben és profítnövekedésben való lecsapódását tükrözi. Emellett az energiát nem tartalmazó nyersanyagárak, illetve általánosságban az euroövezeti importárak emelkedését feltételeztük, amely az euroárfolyam gyengülésével is összefügg, és amely várhatóan növeli a felfelé ható árnyomást. A fennmaradó kapacitáskihasználatlanság és a feltételezett kőolajár-csökkenés – amely a tőzsdei határidős ügyletek negatív meredekségű pályáját tükrözi – azonban visszafogja az inflációs kilátásokat.

A 2014 júniusi Havi jelentésben publikált makrogazdasági prognózissal összehasonlítva a 2014-es reál-GDP-növekedési prognózis 0,2 százalékponttal lefelé módosult, ami a vártnál gyengébb második negyedévi eredményeket és a második félévi alacsonyabb exportot tükrözi. A 2015-ös prognózis szintén lefelé módosult főleg a kevésbé kedvező áthúzó hatás miatt. A 2016-os prognózis ellenben 0,1 százalékponttal felfelé módosult, aminek háttérében elsősorban a magánberuházások pénzügyi feltételei javulásának kedvező hatása állt. A HICP-vel mért infláció prognózisa 2014-re 0,2 százalékponttal lefelé módosult, ami az elmúlt hónapoknak a prognosztizáltnál alacsonyabb tényleges HICP-adatait tükrözi. A 2015-ös és a 2016-os prognózis nem változott, mivel a korábban prognosztizáltnál alacsonyabb, energiaárakat nem tartalmazó HICP-inflációs alappálya hatását nagyjából ellensúlyozza az HICP-energiainfláció erőteljesebb emelkedése, ami a magasabb feltételezett kőolajár és az alacsonyabb feltételezett árfolyam eredőjeként jelentkezik.

Az EKB közelmúltban hozott intézkedései a technikai pénzügyi feltételezésekre (árfolyamhatást is tartalmazó piaci kamatlábak és részvényárfolyamok) gyakorolt hatásukon keresztül épülnek be az alapprognózisba. Emiatt az alapprognózisban nagy valószínűséggel alulbecsültük az intézkedéscsomag hatását, mivel további hatásokkal nem számoltunk (lásd a 2. keretes írást).

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

1 Az EKB makrogazdasági prognózist a Kormányzótanács a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelése során veszi figyelembe. 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. augusztus 21.

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

Az euroövezeti prognózis most első ízben Litvániára is kiterjed.

## NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

A világgazdaság (kivéve euroövezet) reál-GDP-jének növekedése az előrejelzési időszakban várhatóan élénkülni fog, így a 2014. évi 3,7%-ról 2015-ben 4,2%-ra, 2016-ben pedig 4,3%-ra gyorsul. A rövid távú ingadozásoktól eltekintve az euroövezeten kívüli fejlett országok gazdaságai egyre határozottabb lendületet vesznek. A feltörekvő piacok teljesítménye szintén javult, közülük különösen Kína növekedése gyorsult erőteljesen. A világgazdasági mutatók megerősítik a vélekedést, miszerint a növekedés rövid távon erősödni fog. A rövid távnál hosszabb időszakra előzetekintve a világgazdaság növekedésének erősödésére lehet számítani. A fejlett gazdaságok rendkívül laza monetáris politikája továbbra is támogatja a pénzügyi piaci folyamatokat és a világgazdasági fellendülést. Egyre kedvezőbben hathat továbbá ezekre a gazdaságokra az „ellenszél” enyhülése is, ami a magánszektor adósságkezelésének háttérbe szorulását, a fiskális konszolidációs kényszer enyhülését, valamint a munkaerő-piaci helyzet javulását tükrözi. Ellenben ami a feltörekvő gazdaságokat illeti, nem egy ilyen országban az infrastrukturális szűk keresztmetszetek, a kapacitáskorlátok és a makrogazdasági egyensúlyi problémák visszafoghatják a növekedési potenciált, míg mások a szigorúbb pénzügyi környezethez és az Egyesült Államok monetáris politikája kilátásba helyezett normalizálódásához igyekeznek alkalmazkodni.

A világkereskedelem tavaly óta kissé veszített lendületéből. Ami a kilátásokat illeti, az övezeten kívüli fejlett gazdaságok növekvő beruházásai várhatóan a világkereskedelem fokozatos magára találását eredményezik. Ugyanakkor vélhetően egyes strukturális tényezők (a globális ellátóláncon keresztüli integráció lassuló üteme) is szerepet kapnak majd, aminek következtében – és összhangban a korábbi előrejelzések megállapításaival – a prognózisban a globális kereskedelemnek a globális pénzügyi válság előtt megfigyeltnél alacsonyabb kibocsátással szembeni rugalmasságát feltételeztük. A világkereskedelem (kivéve euroövezet) a prognózis szerint 2014-ben 3,9%-kal, 2015-ben 5,5%-kal, 2016-ban pedig 5,9%-kal bővül. Mivel az euroövezet fő kereskedelmi partnerei által támasztott kereslet a világ többi részéhez képest lassabban növekszik, az övezet külső keresletének növekedése is a világkereskedelem növekedési üteménél némileg visszafogottabb lesz (lásd az 1. táblázatot).

1. táblázat: A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

	2014. szeptember				2014. június			Módosítások 2014. júniusa óta		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Világ reál-GDP-je (euroövezet nélkül)	3,7	3,7	4,2	4,3	3,6	4,0	4,1	0,1	0,2	0,2
Világ reál-GDP (euroövezet nélkül) <sup>1)</sup>	3,4	3,9	5,5	5,9	4,3	5,7	5,9	-0,3	-0,2	0,0
Euroövezeti külső kereslet <sup>2)</sup>	2,9	3,5	5,0	5,6	3,7	5,2	5,6	-0,3	-0,3	-0,1

Megjegyzés: A módosításokat kerekítésmentes adatokból számolják.

1) Az import súlyozott átlagaként számítjuk.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítjuk.

A 2014. júniusi Havi jelentésben megjelent makrogazdasági prognózishoz képest a világgazdaság növekedési kilátásait 2014 esetében 0,1 százalékponttal, 2015 és 2016 esetében pedig 0,2 százalékponttal felfelé módosítottuk. E módosítások azonban technikai jellegűek, és teljes mértékben a globális növekedési aggregátumok összeállításához használt, vásárlóerő-paritáson (PPP) alapuló GDP-súlyokra (amelyek nagyobb jelentőséget kölcsönöznek a gyorsabban növekvő feltörekvő gazdaságoknak) való áttérést tükrözik, nem pedig az országos szintű helyzetkép megváltozását.<sup>3</sup> A megváltozott súlyozás

3 Mivel a Nemzetközi Összehasonlító Program (International Comparison Program) közzétette a PPP-irányszámok megalkotását célzó, 2011-es felmérésének eredményeit, az IMF aktualizálta világgazdasági kilátások (World Economic Outlook – WEO) nevű előrejelzésének PPP-alapon értékelt GDP-becsléseit (lásd a WEO 2014. júliusi aktualizálását).

hatását kiszűrve a világgazdaság GDP-növekedése lényegében változatlan. Az euroövezet külgazdasági keresletére vonatkozó prognózist 2014 és 2015 esetében 0,3 százalékponttal, 2016-ra pedig 0,1 százalékponttal lefelé módosítottuk. Mindez azt a helyzetértékelést tükrözi, miszerint a világkereskedelem a korábban vártnál gyengébben, az Oroszországgal és Ukrajnával folytatott kereskedelem pedig pesszimistábban alakulhat (lásd a 4. keretes írást).

## 1. keretes írás

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

A kamatokra és a nyersanyagárokra vonatkozó technikai feltevések a 2014. augusztus 13. időponttal záruló időszak piaci várakozásain alapulnak. Mérésük a három hónapos EURIBOR-ral, a piaci várakozások számítása pedig a határidős tőzsdei hozamok (futures) alapján történik. A módszertan alapján a rövid lejáratú átlagos kamatszint 2014-ben és 2015-ben 0,2%-ra, 2016-ban pedig 0,3%-ra tehető. Az euroövezeti tízéves nominális államkötvény-hozamokra vonatkozó piaci várakozásokból 2014-re 2,3%-os 2015-re 2,2%-os, 2016-ra pedig 2,5%-os átlagos kamatszint valószínűsíthető.<sup>1</sup> Az eurorendszer nem pénzügyi magánszektorának kihelyezett hitelek kompozit banki kamatai – amelyek egyrészt a határidős piaci hozamok pályáját, másrészt a piaci kamatlábak változásának a hitelkamatokba való fokozatos átgyűrűzését tükrözik – 2014 és 2015 során várhatóan összességében stabilak maradnak, 2016-ban pedig mérsékelten megemelkednek.

A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés zárónapja előtti kéthetes periódus határidős tőzsdei árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent-nyersolajár a 2014. második negyedévi 109,8 USA-dollárról 2016-ban 102,7 dollárra esik. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú árai a feltevés szerint 2014-ben jelentősen csökkennek, 2015-ben emelkedni fognak, 2016-ban pedig kissé gyorsul emelkedési ütemük.<sup>2</sup>

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az adatgyűjtés zárónapját (2014. augusztus 13.) megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak az előrejelzési időszakban. Mindebből 2014-ben 1,36 USD/EUR, 2015-ben és 2016-ban pedig 1,34 USD/EUR árfolyam következik.

#### Technikai feltevések

	2014. szeptember				2014. június			Módosítások 2014. júniusa óta <sup>1)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,0	-0,1	-0,2
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	2,9	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	-0,1	-0,4	-0,5
Nyersolajár (USD/hordó)	108,8	107,4	105,3	102,7	107,2	102,2	98,2	0,2	3,0	4,5
Energián kívüli nyersanyagok ára USA-dollárban (éves százalékos változás)	-5,0	-4,8	0,1	4,4	0,3	1,7	4,6	-5,1	-1,6	-0,2
USD/euro árfolyam	1,33	1,36	1,34	1,34	1,38	1,38	1,38	-1,8	-3,3	-3,3
Az nominál-effektív euroárfolyam (EER20) (éves százalékos változás)	3,8	1,4	-0,8	0,0	2,6	0,1	0,0	-1,2	-0,9	0,0

Megjegyzés: A módosításokat kerekítésmentes adatokból számolják.

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

A költségvetési politikára vonatkozó feltevések az euroövezeti országok elfogadott költségvetési törvényeit, pótköltségvetéseit, a középtávú költségvetési terveket, valamint a 2014. augusztus 21-ig aktualizált stabilitási programok részletesen kidolgozott intézkedéseit veszik alapul. A tagországi parlamentek által már elfogadott összes fiskális politikai intézkedést, illetve a kormányok által kellő

részletességgel kidolgozott minden olyan intézkedést figyelembe veszik, amelyet a jogalkotók nagy valószínűséggel elfogadnak. Összességében véve a feltevések alapján a következő kép rajzolódik ki: a 2014-es költségvetési tervek alapján átlagosan csak kismértékű fiskális konszolidációra lehet számítani az előrejelzési időszakban, 2015 és 2016 tekintetében pedig csak korlátozott információk állnak rendelkezésre. Az előrejelzési időszakra feltételezett fiskális konszolidáció jelentősen alacsonyabb az elmúlt években tapasztaltnál.

A 2014. júniusi Havi jelentésben publikált technikai feltevésekhez képest a legnagyobb változást az övezet alacsonyabb rövid és a hosszú lejáratú kamatlábai, valamint az gyengébb effektív euroárfolyam jelentik. Jóllehet az USA-dollárban denominált kőolajárak némileg magasabbak a júniusi prognózisban szereplőknél, az energián kívüli nyersanyagok árai viszont alacsonyabbak.

- 1 A tízéves lejáratú euroövezetbeli államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó feltevés az egyes országok tízéves referencia kötvényhozamának súlyozott átlagán alapul, amelyeket az éves GDP-adatokkal súlyoznak, és az EKB euroövezeti tízéves nominális összkötvényhozamából számított határidős pályával meghosszabbítanak úgy, hogy a két időszor közötti kezdeti eltérést az előrejelzési időszakban konstansnak tekintik. Az országspecifikus államkötvény-hozamok és a megfelelő euroövezeti átlag közötti rés a feltevés szerint a vizsgált időszakban állandó.
- 2 A kőolaj- és élelmiszerjellegű nyersanyagárakra vonatkozó feltevések kiszámítása az előrejelzési időszak végéig érvényes határidős tőzsdei árfolyamokon alapul. Az egyéb, nem energia jellegű szilárd nyersanyagok esetében az a feltételezés, hogy az árak 2015 harmadik negyedévéig a határidős tőzsdei árfolyamokat követik, majd a világgazdasági kibocsátás szerint alakulnak. A jelenleg a fogyasztói élelmiszerárak előrejelzésére használt euroalapú mezőgazdasági termelői árakat az EU-ban egy olyan ökonometriai modellel becsülik, amely a nemzetközi élelmiszerjellegű nyersanyagárak alakulását is figyelembe veszi.

## REÁL-GDP-NÖVEKEDÉSI PROGNÓZIS

Az euroövezet gazdasági fellendülése négy negyedéves mérsékelt növekedés után megtorpant 2014 második negyedévében, ami a jelek szerint részben több egyedi tényező kedvezőtlen összejátszását tükrözte. Először is, az első negyedéves kibocsátási adatot felfelé módosította, hogy szokatlanul alacsony volt a munkaszüneti napok száma (a húsvéti szünet teljes egészében a második negyedévre esett), továbbá a szokatlanul enyhe tél miatt élénkebb volt az építőipari tevékenység. E hatások egyikét sem sikerült kielégítően megragadni a szezonális, illetve munkanap szerinti kiigazítással. Mivel hatásuk csak a második negyedévben volt érzékelhető, lefelé húzták a növekedési adatot. A második egyszerű hatás az ünnepnapok előtt vagy utáni, úgynevezett hídnapi több övezetbeli országban is szokatlanul magas számához köthető, ami csökkentette az effektív munkanapok számát májusban; ezt a hatást szintén nem ragadja meg a munkanap szerinti kiigazítás.

2014 második félévében, jóllehet a bizalmi mutatók változatlanul a hosszú távú átlagérték közelében tartózkodnak, a közelmúltban megfigyelt gyengülésükből a kibocsátás igencsak enyhe növekedésére lehet következtetni. A felmérési adatok romlása a geopolitikai feszültségek további fokozódása (lásd a 4. keretes írást), valamint az övezet egyes országaiban a gazdasági reformfolyamatot övező bizonytalanság figyelembe vételével értelmezendő. A prognózisból összességében 2014 második felére igen mérsékelt, a korábban vártnál alacsonyabb kibocsátásnövekedés olvasható ki.

Rövid távon túlra tekintve, és azt feltételezve, hogy a geopolitikai feszültségek nem eszkalálódnak tovább, a reál-GDP-növekedés fokozatos felgyorsulása valószínűsíthető az előrejelzési időszakban. 2015-ben és 2016-ban várhatóan felgyorsul a reál-GDP-növekedés, egyszersmind – a pénzügyi piaci szétaprózódás sikeres megakadályozásának, a fiskális politikai pályák közötti eltérés csökkenésének, és a több országban végrehajtott strukturális reformok kedvező kibocsátási hatásának köszönhetően – csökken a különbség az egyes országok növekedési rátái között. A prognosztizált kibocsátásnövekedést elsősorban a belföldi kereslet élénkülése táplálja, aminek háttérében a laza monetáris politika – amelyet a közelmúltban hozott rendes és rendkívüli intézkedések tovább erősítettek –, a többévi jelentős szigorítást követő, összességében semleges fiskális politika, valamint a semleges hitelkínálati környezethez való visszatérés áll. Emellett a magánfogyasztást is kedvezően befolyásolja a rendelkezésre álló reáljövedelemnek az alacsony nyersanyagár-infláció és a gyorsuló bérnövekedés miatti emelkedése. A lakáscélú és egyéb magánberuházásokat szintén támogatja a mérlegkiigazítási kényszer kedvezőtlen hatásának enyhülése, valamint a több évig tartó visszafogott beruházási tevékenység felzárkózási hatása. A gazdasági teljesítmény a külgazdasági kereslet fokozatos erősödése is egyre érezhetőbben javítani fogja. A folyamatot tovább erősíti az euro effektív árfolyamának közelmúltbeli gyengülése és a

versenyképesség múltbéli javulása. Ugyanakkor több olyan tényező is van, amely hátráltatja a magasabb növekedési ráták felé való haladást. A néhány tagországban tapasztalt magas munkanélküliségnek a magánfogyasztási kilátásokra gyakorolt kedvezőtlen hatása várhatóan csak fokozatosan enyhül az előrejelzési időszak során, ugyanakkor egyes országokban a komoly kihasználatlan kapacitások, míg másokban esetleg a munkakínálat korlátozottsága továbbra is visszafoghatja a beruházási kiadásokat. Ehhez járulnak a fennálló geopolitikai feszültségek, amelyek rövid távon erodálják mind beruházási, mind az exportkilátásokat. A reál-GDP éves átlagos szinten 2014-ben várhatóan 0,9%-kal, 2015-ben és 2016-ban pedig 1,9%-kal bővül. Ez a növekedési dinamika a belföldi kereslet stabilan növekvő élénkítő hatásának és a nettó export kismértékű, ám pozitív hozzájárulásának eredőjeként jelentkezik.

Ami a kereslet egyes összetevőit illeti: az euroövezeten kívülre irányuló kivitel a prognózis szerint 2014 későbbi szakaszában és 2015 folyamán lendületet nyer, ami a külgazdasági kereslet fokozatos élénkülésének, valamint az euro közelmúltbeli leértékelődéséből adódó kedvező hatásnak tudható be. Az Európai Unió és Oroszország közötti feszült viszony összességében csak korlátozott hatást gyakorolt az övezet külgazdasági keresletére és exportjára, ám egyes, Oroszországgal viszonylag szoros kereskedelmi kapcsolatokat ápoló országok jelentős károkat szenvedhetnek. Az övezet exportpiaci részesedése kismértékben csökkenni fog az előrejelzési időszak során, noha az egyes tagországok dinamikája meglehetősen heterogén képet mutat, ami a versenyképesség eltérő alakulását és a kereskedelmi kapcsolatok különbözőségét tükrözi. Az euroövezeten belüli export a prognózis szerint kissé lassabban bővül, mint az övezeten kívülre irányuló kivitel, ami az övezet továbbra is igen gyenge belső keresletének tudható be.

Az üzleti beruházások várhatóan fokozatosan élénkülni fognak az előrejelzési időszakban, amit a következő tényezők támogatnak: a belföldi és külföldi kereslet élénkülése a pótló beruházások iránti felhalmozódott igény összefüggésében, a rendkívül alacsony kamatszint, a hitelkamatokba való átgűrűzés várható javulása egyes országokban, a profítnövekedés erősödése, valamint a hitelkínálati hatások enyhe javulása. Az alacsonyabb növekedési trendből, valamint az övezet egyes országaiban a vállalati mérlegek átstrukturálásának további szükségességéből adódó kedvezőtlen hatás azonban akadályozza az üzleti beruházások fellendülésének erősödését. Az előrejelzési időszak végén az üzleti beruházások szintje továbbra is 6%-kal a válság előtti csúcscéltől alacsonyabb lesz, és az egyes országok között jelentős eltérések lesznek.

A lakáscélú beruházások várhatóan 2014 második felében fokozatosan emelkedni fognak, 2015-ben pedig a kibocsátás fellendülésével – alacsony jelzáloghitel-kamatok, kedvezőbb hitelkínálati környezet és fokozatosan enyhülő kiigazítási kényszer mellett – még nagyobb lendületet vesznek. A lakáspiaci korrekció, illetve a rendelkezésre álló reáljövedelem továbbra is gyenge növekedési rátája azonban több országban is változatlanul visszafogja a lakásépítést. Az állami beruházások az előrejelzési időszakban várhatóan tovább gyengélkednek, ami annak tulajdonítható, hogy egyes tagországokban továbbra is visszafogják a kiadásokat, és ennek a hatása nagyobb, mint más országok expanzívabb állami beruházási politikájáé.

A foglalkoztatottak számával kifejezett foglalkoztatás szerényen emelkedett 2014 első felében. A prognózis szerint azonban a foglalkoztatásnövekedés 2014 második felében is szerény marad, és 2015-ben és 2016-ban is csak szerény ütemben emelkedik. A foglalkoztatás várható emelkedése az általános gazdasági fellendülést, a bérnövekedés múltbéli visszafogásának emelő hatását, valamint a munkaerőpiaci reformok pozitív hatását tükrözi. Ez utóbbi növelte a munkaerőpiac rugalmasságát és – különösen a válság által sújtott országokban – támogatta a magánszektorban a munkahelyteremtést. Ugyanakkor egyes tagországokban az állami szférában végrehajtandó további leépítés visszafogja az összefoglalkoztatás növekedését. Az előrejelzési időszakban az aktív népesség enyhe növekedésére lehet számítani, aminek háttérben a bevándorlás áll, továbbá az a tényező, hogy a munkaerő-piaci helyzet fokozatos javulása munkaerő-piaci részvételre ösztönözheti a lakosság egyes szegmenseit. A munkanélküliségi ráta némileg csökkent az elmúlt hónapokban, ami jórészt a foglalkoztatás trendfordulóját tükrözi. Az előrejelzési időszak során további csökkenése valószínűsíthető, noha a válság előttinél így is jelentősen magasabb szinten marad. A prognózis szerint a munkatermelékenység (egy foglalkoztatottra eső kibocsátás) javulására lehet számítani, ami a reál-GDP növekedésének várható élénkülését tükrözi, továbbá azt, hogy a munkanélküliségi ráta időben később reagál a kibocsátás változására.

2. táblázat: Az euroövezet makrogazdasági prognózisai<sup>1</sup>

(éves változás, százalék)

	2014. szeptember				2014. június			Módosítások 2014. júniusa óta <sup>2)</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reál-GDP <sup>3)</sup>	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,0	1,7	1,8	-0,2	-0,1	0,1
		0,7–1,1 <sup>4)</sup>	0,6–2,6 <sup>4)</sup>	0,6–3,2 <sup>4)</sup>	0,6–1,4 <sup>4)</sup>	0,6–2,8 <sup>4)</sup>	0,5–3,1 <sup>4)</sup>			
Magánsektor fogyasztása	-0,6	0,7	1,4	1,6	0,7	1,5	1,6	0,0	-0,1	0,0
Kormányzati fogyasztás	0,2	0,7	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	0,0
Bruttó állóeszköz- felhalmozás	-2,6	1,1	3,1	3,9	1,7	3,1	3,5	-0,6	0,0	0,4
Export <sup>5)</sup>	1,7	3,1	4,5	5,3	3,6	4,8	5,3	-0,5	-0,3	0,0
Import <sup>5)</sup>	0,7	3,5	4,5	5,3	3,6	4,8	5,5	-0,1	-0,4	-0,2
Foglalkoztatás	-0,8	0,3	0,6	0,7	0,3	0,5	0,7	0,0	0,1	0,0
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	11,9	11,6	11,2	10,8	11,8	11,5	11,0	-0,2	-0,2	-0,3
HICP	1,4	0,6	1,1	1,4	0,7	1,1	1,4	-0,2	0,0	0,0
		0,5–0,7 <sup>4)</sup>	0,5–1,7 <sup>4)</sup>	0,7–2,1 <sup>4)</sup>	0,6–0,8 <sup>4)</sup>	0,5–1,7 <sup>4)</sup>	0,6–2,2 <sup>4)</sup>			
HICP energia nélkül	1,4	0,8	1,3	1,6	1,0	1,3	1,6	-0,2	-0,1	0,0
HICP energia és élelmiszer nélkül	1,1	0,9	1,2	1,5	1,0	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
HICP energia, élelmiszer és közvetett adó-változás nélkül <sup>6)</sup>	1,0	0,8	1,2	1,5	0,9	1,2	1,5	-0,1	0,0	-0,1
Fajlagos munkaerőköltség	1,2	1,0	0,8	1,1	0,9	0,7	1,1	0,1	0,0	0,0
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,6	1,6	1,8	2,2	1,6	1,9	2,2	0,0	-0,1	0,1
Munkatermelékenység	0,4	0,6	1,0	1,1	0,7	1,1	1,0	-0,1	-0,1	0,1
Államháztartási költségvetés egyenlege (GDP %-ában)	-3,0	-2,6	-2,4	-1,9	-2,5	-2,3	-1,9	-0,1	0,0	0,0
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában) <sup>7)</sup>	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9	0,0	0,0	0,0
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	92,7	93,9	93,1	91,5	93,4	92,6	91,1	0,5	0,5	0,4
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	2,4	2,3	2,3	2,4	2,6	2,6	2,8	-0,3	-0,3	-0,4

1) A 2015-re vonatkozó prognózisok immár Litvániát is magába foglalják. Az euroövezeti országokra vonatkozó 2015. évi átlagos százalékos változások 2014-től már Litvánia adatait is tartalmazzák. A nemzeti számla változóira vonatkozó prognózis az ESA 95-ön alapul.

2) A módosításokat kerekítésmentes adatokból számolják.

3) Munkanappal korrigált adatok.

4) A prognózist övező sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség alapján határozzák meg. A 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, amelyek azzal 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 számítás az EKB-nak a gazdasági ciklussal korrigált költségvetési egyenleg számításához használt módszertanát követi (lásd Bouthevillain, C. et al., „Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach” [Ciklikusan kiigazított költségvetési egyenlegek: alternatív megközelítés], 77. sz. *EKB-füzet*, 2001. szeptember) és a KBER ideiglenes intézkedésekről adott meghatározását (lásd Kremer, J. et al., „A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances” [Diszaggregált keretrendszer az államháztartás strukturális folyamatainak elemzésére], 579. sz. *EKB-füzet*, 2007. január). A strukturális egyenlegre vonatkozó prognózist nem a kibocsátási rés aggregált mérőszámából számítjuk. A KBER-metodológia szerint a ciklikus elemeket az eltérő bevételi és kiadási tételekre külön számítjuk. A témakör részletesebb tárgyalását – beleértve a Bizottság módszertanával való összevetést – lásd az EKB 2012. márciusi Havi jelentésének „Cyclical adjustment of the government budget balance” (A kormányzati költségvetési egyenleg ciklikus kiigazítása) című keretes írásában, valamint az EKB 2014. szeptemberi Havi jelentésének „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” (A strukturális egyenleg mint a fiskális alappozíció jelzőszáma) című keretes írásában.

A magánfogyasztás növekedése várhatóan gyorsulni fog az előrejelzési időszak során, szorosan követve a rendelkezésre álló reáljövedelem pályáját. Utóbbit várhatóan támogatni fogja a munkajövedelem

erőteljesebb növekedése, ami a növekvő foglalkoztatást és a dinamikusabb bérnövekedést, a fiskális konszolidáció kevésbé kedvezőtlen hatását, az egyéb (elsősorban profithoz köthető) személyes jövedelem növekvő részesedését, valamint az alacsony nyersanyagárakat tükrözi. A megtakarítási ráta előreláthatólag továbbra is stabil marad, ami két, egymással ellentétes irányú folyamatot tükröz: egyfelől a csökkenő kamatlábak és a fokozatosan csökkenő munkanélküliség csökkentő hatását – mivel így kisebb szükség van óvatossági megtakarításokra –, másfelől az abból adódó felfelé mutató hatást, hogy egyes országokban a rendelkezésre álló jövedelem emelkedésének fogyasztásélenkítő hatása csökkenti a megtakarítások felélésének kényszerét. A kormányzati szektor fogyasztása az előrejelzési időszak során a feltételezés szerint mérsékelten növekszik.

A prognózis szerint az euroövezeten kívülről érkező import mérsékelten növekszik az előrejelzési időszak során. Az importtevékenység korlátozott marad az euroövezet visszafogott összkereslete, valamint az euro közelmúltbeli leértékelődésének lefelé irányuló hatása miatt. A nettó export várhatóan mérsékelten járul hozzá az időszak reál-GDP-jének növekedéséhez. A folyó fizetési mérleg várhatóan összességében stabil marad, így 2016-ban a GDP 2,4%-át teszi majd ki.

A 2014. júniusi Havi jelentésben publikált makrogazdasági prognózissal összehasonlítva a 2014-es reál-GDP-növekedési prognózist 0,2 százalékponttal lefelé módosítottuk, ami jórészt a vártnál gyengébb második negyedéves eredményeket tükrözi. Ráadásul a geopolitikai feszültségek fokozódása, az alacsonyabb világgazdasági kereslet exportra gyakorolt hatása, és – kisebb mértékben – a gyengébb beruházási teljesítmény 2014 második felére a kibocsátás lefelé módosulását vetíti előre. A 2015-re vonatkozó prognózist 0,1 százalékponttal lefelé módosítottuk, ami elsősorban az alacsonyabb áthúzódó hatásnak tudható be. A 2016-os prognózist 0,1 százalékponttal felfelé módosítottuk, ami elsősorban a finanszírozási környezet kedvezőbbé válásának – amihez a célzott hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek (TLTRO) is hozzájárulnak – a magánberuházásokra gyakorolt pozitív hatását tükrözi.

## ÁR- ÉS KÖLTSÉGPROGNÓZIS

Az Eurostat előzetes becslése szerint a HICP-vel mért teljes infláció 2014. augusztusában 0,3% volt. Az aktuális infláció visszafogott dinamikája az energia és az élelmiszerek árának csökkenését, valamint a nem energiatulajdonú iparcikkek és a szolgáltatások áralakulásának visszafogott pályáját tükrözi.

A fogyasztóiár-index alapján mért infláció 2014 második negyedéves 0,6%-os rátája a prognózis szerint a harmadik negyedévben 0,4%-ra kissé tovább csökken, majd az év utolsó negyedévében 0,7% lesz, vagyis újra emelkedésnek indul. Az időszak során a HICP-infláció fokozatos erősödése valószínűsíthető, amely így 2016 negyedik negyedévében 1,5% lesz. A negatív kibocsátási rés egyre határozottabb fellendülés miatti szűkülésnek – amely a bér- és profitnövekedés gyorsulását eredményezi – némi inflációfelhajtó hatása lehet. Az energián kívüli nyersanyagárak és az euroövezeti importárak – alacsonyabb euroárfolyam által megerősített – emelkedése várhatóan támogatja a fogyasztói árak emelkedését az euroövezetben. A 2016-os inflációt azonban így is korlátozza egyfelől az övezeti gazdaság fennmaradó kapacitáskihasználatlansága – mivel a negatív kibocsátási rés 2016-ig csak részlegesen csökken, ami pedig rendkívül szerény bér- és profitdinamikára utal –, másfelől a kőolajár tőzsdei határidős árfolyamok alapján feltételezett csökkenése.

Konkrétabban: az energiaár-infláció várhatóan egyértelműen negatív tartományban marad 2014 harmadik negyedévében, majd nulla körüli értéken lesz az időszak fennmaradó részében. A tőzsdei határidős árfolyam enyhén negatív meredekségű görbéjének az energia fogyasztói ára gyakorolt hatását az időszak során több tényező is némileg ellensúlyozza. Idetartozik az euro leértékelődése, valamint az egyéb energiatermékek árának alakulása. Az energiaárak alakulása nem módosítja érdemben a HICP-inflációs prognózist, ami jelentősen kisebb hatás, mint az 1999 és 2013 között átlagosan hozzáadott, 0,5 százalékpontos többlet. Ennek a HICP-komponensnek az alakulása tehát jórészt megmagyarázza, hogy az aktuális inflációs kilátások miatt visszafogottabbak a monetáris unió első tizenöt évének áralakulásához képest.

Az élelmiszerárak inflációja várhatóan nulla közelében marad az év harmadik negyedévében, a 2015 közepéig tartó negyedévekben viszont erőteljes emelkedésnek indul; ekkorra cseng le ugyanis a

szélsőséges időjárási viszonyoknak a feldolgozatlan élelmiszerek áraira gyakorolt nagy negatív hatása, valamint a negatív bázishatás. Ezt követően az élelmiszerárak előreláthatólag várhatóan tovább emelkednek, jóllehet ez az emelkedés fokozatosabb lesz, majd az előrejelzési időszak végén 2,0%-os értékeket ér el. Az élelmiszerár-infláció további emelkedése az uniós mezőgazdasági termelői árak feltételezett emelkedését tükrözi, összhangban a gazdaság fokozatos magára találásával. Az élelmiszerárak összességében 0,2 százalékponttal emelik a HICP-inflációs prognózist, ami jelentősen kisebb hatás, mint az 1999 és 2013 között átlagosan hozzáadott, 0,5 százalékpontos többlet. Mindez további indokként szolgál a viszonylag szerény inflációs kilátásokhoz.

Az élelmiszer- és energiaárak nélkül számított HICP-infláció vélhetően 2013 utolsó és 2014 harmadik negyedévében, 0,8%-on érte el mélypontját. Az előrejelzési időszak alatt – a fellendülés lendületesebbé válásával, a kibocsátási rés szűkülésével, valamint a bér- és profitnövekedés erősödésével – fokozatos emelkedése valószínűsíthető. Az inflációs alapfolyamatok e mérőszáma 2016 utolsó negyedévében várhatóan 1,5% lesz. Ennek a komponensnek a teljes HICP-inflációhoz való hozzájárulása szintén alacsonyabb az átlagosnál: az előrejelzési időszak alatt értéke 0,8 százalékpontot tesz ki, szemben az 1,1 százalékpontos hosszú távú átlaggal.

A fiskális konszolidációs tervekben szereplő közvetett-emelések várhatóan kismértékben, konkrétan hozzávetőleg 0,1 százalékponttal emelik a 2014-es HICP-inflációt. Mivel az előrejelzési időszak fennmaradó részére vonatkozóan nincsenek információink az elfogadott költségvetési intézkedésekről, jelenlegi tudásunk szerint a közvetett adók várhatóan elhanyagolható mértékben emelik meg a 2015-ös és 2016-os prognózist (szemben a 0,2 százalékpontos hosszú távú átlaggal).

Különböző külső árfolyásoló tényezőknek jelentős negatív hatása volt a HICP-infláció alakulására az elmúlt időszakban. Az importdeflátor éves növekedési üteme a 2012-es 2,4%-ról 2014 első negyedévére -2,0%-ra zuhant, ami a lanya világgazdasági növekedés miatti visszafogott globális áralakulást, az euro múltbéli felértékelődését, valamint a kőolaj és a kőolajon kívüli nyersanyagok árának csökkenését tükrözte. A jelentős lefelé irányuló külső árnyomás 2014 második felében várhatóan lecseng, és az importdeflátor éves növekedésében fordulópont valószínűsíthető. 2015 elején az importdeflátor éves növekedési ütemének emelkedésére lehet számítani, az időszak hátralévő részében pedig 1,4%-os, viszonylag stabil, a hosszú távú átlagértékhez közeli növekedésre. Az importdeflátor növekedési ütemének emelkedése a világpiaci árak feltételezett növekedését tükrözi, amelynek háttérében a világgazdasági növekedés erősödése, az energián kívüli nyersanyagok árának várható emelkedése és az alacsonyabb euroárfolyam áll.

A belföldi áremelkedési nyomást tekintve, az euroövezeti munkaerő-piaci feltételek fokozatos javulása várhatóan az egy főre jutó munkavállalói jövedelem emelkedésének gyorsulását eredményezi. A fajlagos munkereköltség 2014-ben 1,0%-ra, 2015-ben pedig 0,8%-ra előreláthatólag csökken, majd 2016-ban 1,1%-ra emelkedik. A 2014-es és 2015-ös folyamatok az egy főre jutó munkavállalói jövedelem növekedésének visszafogott dinamikája, valamint a munkatermelékenység növekedésének erősödése eredőjeként jelentkeznek. A 2016-os kismértékű emelkedés az egy főre jutó munkavállalói jövedelem növekedése gyorsulásának és a nagyjából stagnáló munkatermelékenység-növekedésnek tudható be. Ez a pálya azt tükrözi, hogy a béremelkedés és a foglalkoztatás-növekedés üteme lemaradással reagál a gazdasági fellendülésre lévén, hogy az övezet munkakerőpiacain még mindig jelentős kihasználatlan kapacitások vannak, amelyek csak lassan számolódnak fel.

A (tényezőköltségen számított GDP-deflátor és a fajlagos munkaerőköltség növekedési üteme különbségével mért) profitráta 2014-ben várhatóan némileg csökken, a későbbiekben viszont fokozatosan erősödik, amit a gazdasági ciklikus fellendülése is támogat.

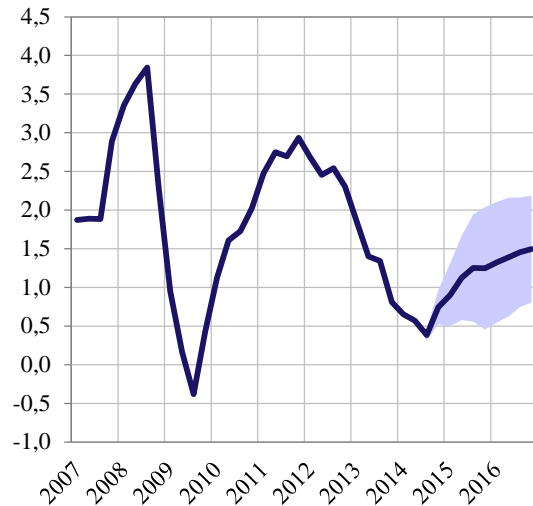


## 1. ábra: Makrogazdasági prognózisok<sup>1)</sup>

(negyedéves adatok)

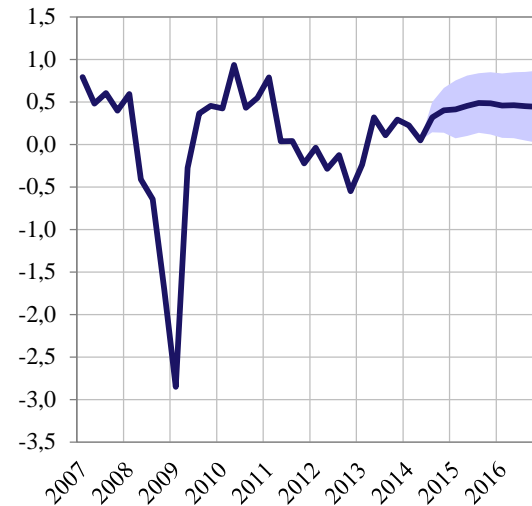
### Euroövezeti HICP

(éves változás, százalék)



### Euroövezeti GDP<sup>2)</sup>

(negyedéves változás, százalék)



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

2) Munkanappal korrigált adatok.

A 2014. júniusi Havi jelentésben közölt makrogazdasági prognózissal összevetve a 2014-es HICP-inflációs prognózist 0,2 százalékponttal lefelé módosítottuk, jórészt az elmúlt hónapokban napvilágot látott, és a korábban véltől alacsonyabb tényleges HICP-adatok miatt. 2015-ös és 2016-os prognózist változatlanul hagytuk, mivel az energiát nem tartalmazó HICP lefelé módosulása, valamint a HICP energiakomponensének felfelé módosulása nagyjából ellensúlyozta egymást. Az előbbi hatást illetően a közelmúlt vártnál alacsonyabb megerősített inflációs adatai vélhetően az energiát nem tartalmazó HICP-inflációnak a korábban előre jelzettnél tartósabban alacsonyabb alapdinamikájára utalnak. A magasabb kőolajár-feltevésből és az alacsonyabb árfolyam-feltevésből ugyanakkor a HICP energiakomponensének felfelé módosulása következik.

## KÖLTSÉGVETÉSI KILÁTÁSOK

Az 1. keretes írásban ismertetett feltételezések alapján az euroövezet GDP-arányos államháztartási hiánya a 2013-as 3,0%-ról 2016-ra 1,9%-ra csökken. A csökkenés jórészt a ciklikus pozíció javulását tükrözi. Az előrejelzési időszak során a strukturális egyenleg némileg javulni fog, ami a több tagországban tett fiskális konszolidációs erőfeszítéseknek, valamint a pénzügyi szektornak nyújtott állami segítségnyújtás várható leépítésének tudható be. Az állami kiadások változatlanul visszafogott növekedésének hatásánál várhatóan erősebb lesz a több országban végrehajtandó közvetettadó-csökkentés egyenlegrontó hatása. Az aktuális fiskális politikai feltevések mellett a strukturális helyzet javulása ennek ellenére sokkal lassabb ütemben folytatódik, mint az előző években. Az euroövezet GDP-arányos bruttó államadóssága 2014-ben 93,9%-on tetőzik, majd 2016-ban 91,5%-ra esik vissza.

## 2. keretes írás

### MIKÉNT ÉPÜL BE A PROGNÓZISBA AZ EKB 2014. JÚNIUSI MONETÁRIS POLITIKAI INTÉZKEDÉSCSOMAGJA?

A 2014. június 5-én bejelentett monetáris politikai intézkedéscsomag többféle intézkedést is tartalmaz. Közülük néhány azonnal hatállyal született (az EKB alapkamatainak csökkentése, a rögzített kamatú, teljes allokációs tendereljárás meghosszabbítása), mások 2014. szeptemberében lépnek hatályba (célzott, hosszú lejáratú refinanszírozási műveletek – CHLRM), a többit pedig e prognózis adatgyűjtési határidejének lezárásáig még nem konkretizálták, illetve döntés sem született róluk (eszközfedeztető értékpapírok [ABS] végleges vásárlása).

Ilyen feltételek mellett az jelen prognózisban azt a megközelítést választottuk, hogy az intézkedéscsomag annyiban módosítja az alapprognózist, amennyiben a piaci alapú technikai pénzügyi feltevéseket (nevezetesen a piaci hozamokra és a részvényárfolyamokra vonatkozókat, beleértve a devizaárfolyamot is). E feltevések megváltozásának realizálódása a várhatóan hosszú távú szabályszerűségek szerint zajlik, vagyis nem végeztünk normatív kiigazítást sem a hitelkamatokra és a hitelkínálati hatásokra vonatkozó feltevések kiszámításának sztenderd modellezési keretén, sem az alapprognózis kiszámításának bármely más aspektusán.

Az alapprognózis emellett számos egyéb potenciális csatornát sem ragad meg. Nem veszi figyelembe például sem a bankok finanszírozási költségcsökkenésének a hitelkamatokba való átgyűrűzését, sem a kedvező hitelkínálati környezetet, sem a CHLRM eszközvásárlási célú banki igénybe vételét. Az alapprognózis ennek megfelelően összességében valószínűleg alulbecsüli az intézkedéscsomag hatását, egyértelmű felfelé irányuló kockázatot generálva a növekedési és az inflációs prognózishoz.

## 3. keretes írás

### ÉRZÉKENYSÉGI ELEMZÉSEK

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

#### 1) A kőolaj áralakulásának alternatív pályája

Az EKB jelen szakértői prognózisában szereplő kőolajár-feltevések piaci várakozásokon alapulnak, amelyeket a prognózis zárónapját megelőző kéthetes időszak határidős tőzsdei árfolyamai alapján mérnek (lásd az 1. keretes írást). E pályát azonban változatlanul bizonytalanság övezi.

A kőolajár várható csökkenése azon piaci vélekedést tükrözheti, miszerint a közelmúltban több OPEC-tagországban tapasztalt kitermeléscsökkentés – amely politikai instabilitásnak vagy geopolitikai feszültségeknek tudható be – részben visszajára fordul, illetve a kínálatkiesést ellensúlyozza a globális palaolaj-kitermelés bővülése. Ám amennyiben valamelyik jelentős kőolajtermelő országban (pl. Oroszország) váratlan geopolitikai események történnének, úgy rövid és középtávon, vagy amennyiben a világgazdaság az előre jelzettnél dinamikusabban növekszik, úgy középtávon magasabb kőolajárral kell számolni.

Összefoglalva, a globális fellendüléssel összefüggésben nem zárható ki az alappályában feltételezettnél magasabb kőolajár. Ennek megfelelően az érzékenységi elemzés a tőzsdei határidős kőolajárfolyam pályája növekvő felfelé módosulásának hatását vizsgálja.<sup>2</sup> Az alternatív pálya azon a feltevésen alapul, hogy a kőolaj ára 2014-ben 3%-kal, 2015-ben 6%-kal, 2016-ban pedig 10%-kal magasabb lesz a határidős tőzsdei árfolyamnál. Az EKB szakértőinek makrogazdasági modelljei azt mutatják, hogy a

magasabb köölajár miatt a HICP-infláció 2015-ben és 2016-ban 0,1–0,2 százalékponttal lenne magasabb az alappályában szereplő értéknél. Mindez ugyanakkor visszafogná a reál-GDP növekedését, amely így 2015-ben és 2016-ban 0,1 százalékponttal alacsonyabb lenne.

## 2) Alternatív árfolyampálya

Az alapprognózis változatlan effektív euroárfolyammal számol a teljes előrejelzési időszak alatt. Az euro gyengülését ugyanakkor több más tényező is előidézheti: i) az amerikaiakhoz képest romolhatnak az övezetre vonatkozó növekedési és inflációs várakozások; ii) a piaci szereplők arra számíthatnak, hogy a két gazdaság egymástól eltérő monetáris politikát fog folytatni, vagyis megítélésük szerint az euroövezetben tartós marad az alacsony kamatkörnyezet, míg az Egyesült Államokban a helyzet gyorsabb normalizálódására lehet számítani. Az euroárfolyam alternatív, nagyobb mértékű leértékelődéssel számoló pályáját a 2014. augusztus 13-i USD/EUR árfolyam opciós ügyletekből implikált, kockázatsemleges sűrűségei valószínűségeloszlásának 25. percentiliséből képeztük. E pálya szerint az euro fokozatosan 2016-ra 1,24 USD/EUR-ra értékelődik le, ami 7,4%-kal alacsonyabb az alapprognózisnál. Az ebből a nominális effektív árfolyamra adódó feltevés hosszú távú szabályszerűséget követ, miszerint az effektív árfolyam egységnyi megváltozása az USD/EUR árfolyam 52%-os megváltozását eredményezi. Ennek következményeként az effektív euroárfolyam pályája fokozatosan eltávolodik az alapprognózisban szereplőtől, így 2016-ban 3,9%-kal alacsonyabb lesz nála.

Az EKB szakértőinek makrogazdasági modelljei magasabb reál-GDP-növekedést (2015-ben és 2016-ban 0,1–0,3 százalékpontnyi eltérést) és 2015-ben és 2016-ban magasabb HICP-inflációt (0,2–0,3 százalékpontnyi eltérést) jeleznek.

## 3) További költségvetési konszolidáció

Amint az 1. keretes írásban kifejtettük, a fiskális politikai feltevések alapja a tagországi parlamentek által már elfogadott összes intézkedés, illetve a kormányok által kellő részletességgel kidolgozott minden olyan intézkedés, amelyet a jogalkotók nagy valószínűséggel elfogadnak. A legtöbb ország esetében az alapprognózisban szereplő intézkedések nem elégitik ki azokat a fiskális konszolidációs követelményeket, amelyek a Stabilitási és Növekedési Paktum korrekciós és preventív ágát alkotják. A követelményeknek teljesítése iránti elkötelezettség összességében tükröződik mind a 2014-es stabilitási programokban, mind az EU-IMF programdokumentumokban. Am a célkitűzések elérését szolgáló mögöttes intézkedések igen gyakran vagy teljes egészében hiányoznak, vagy nem eléggé konkretizáltak. Ennek megfelelően a prognózis alappályájában nem vettük figyelembe őket, különösen a 2015-16-os időszakban, amelyre a legtöbb ország esetében nem terjednek ki az aktuális költségvetési tervek. Nemcsak szükséges tehát, hanem valószínű is, hogy nem egy kormány az alappályában szereplőkön túl további fiskális konszolidációs intézkedéseket is hoz 2016-ig.

### A fiskális érzékenységi elemzést megalapozó feltevések

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

E megközelítés alapján az euroövezetben a további konszolidáció mértékét rendkívül korlátozottnak (a GDP kevesebb mint 0,1%-ának megfelelő mértékűnek) ítéljük 2014-ben; 2015-ben több (nagyjából a GDP 0,3%-ának megfelelő), 2016-ban pedig némileg kevesebb (nagyjából a GDP 0,1%-ának megfelelő) további intézkedés valószínűsíthető. Így 2016-ig bezárólag a további konszolidáció kumulált értéke a GDP 0,4%-át teszi ki. Ami a fiskális intézkedések összetételét illeti, az érzékenységi elemzésben a legvalószínűbb további konszolidációs erőfeszítések ország- és időszak-specifikus profiljait is igyekeznek figyelembe venni. Az aktuális értékelés megállapítása szerint euroövezeti aggregált szinten a fiskális konszolidáció súlypontja kissé a költségvetés kiadási oldala felé billen, jöllehet a közvetett adók

emelésével, és ezzel párhuzamosan a közvetlen adók és a társadalombiztosítási járulékok csökkentésén keresztül végrehajtott élénkítő intézkedésekkel is számol 2016-ban.

#### A további költségvetési konszolidáció makrogazdasági hatása

A fiskális érzékenységi elemzés euroövezeti reál-GDP-növekedésre és HICP-inflációra gyakorolt hatásának szimulációs eredményeit – amelyeket az EKB New Area-Wide Modelje (NAWM)<sup>3</sup> segítségével generáltak – az alábbi táblázat foglalja össze.

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

A reál-GDP-növekedés tekintetében tehát az elemzés, különösen 2015 és 2016 esetében némi lefelé mutató kockázatot jelez, mivel egyelőre nem mindegyik szükségesnek ítélt intézkedés szerepel az alapprognózisban. Az infláció tekintetében ugyanakkor némi felfelé mutató kockázattal is számolni kell, mivel az elemzés szerint a további konszolidáció egy része a közvetett adók emeléséből adódik.

Kiemelendő, hogy a fiskális érzékenységi elemzés a valószínűsíthető további fiskális konszolidációnak kizárólag a potenciális rövid távú hatásaira összpontosít. Még a gondosan megtervezett fiskális konszolidációs intézkedéseknél is legtöbbször számolni kell azzal, hogy rövid távon negatív hatásuk lesz a reál-GDP alakulására, hosszabb távon azonban olyan pozitív konjunkturális hatások is jelentkeznek, amelyek ennek az elemzésnek az időtávján nem egyértelműek.<sup>4</sup> Ebből következően az elemzés eredményeit nem szabad úgy értelmezni, mint amely alapján megkérdőjelezhető a további fiskális konszolidációs erőfeszítések létjogosultsága az előrejelzési időszakban. Az euroövezeti tagországok államháztartásának rendbetételéhez igenis további konszolidációs erőfeszítésekre van szükség. Amennyiben ezek az erőfeszítések elmaradnak, fennáll a kockázata annak, hogy mindez az államadósság kedvezőtlen árazásában csapódik le. Az erőfeszítések elmaradása a bizalom alakulását is negatívan befolyásolhatja, ami pedig késleltetheti a gazdasági fellendülést.

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

(a GDP százalékában)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés			Infláció (HICP)		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Az EKB szakértői prognózisa	2014. szeptember	0,9 0,7–1,1	1,6 0,6–2,6	1,9 0,6–3,2	0,6 0,5–0,7	1,1 0,5–1,7	1,4 0,7–2,1
Európai Bizottság	2014. május	1,2	1,7	-	0,8	1,2	-
OECD	2014. május	1,2	1,7	-	0,7	1,1	-
Euro Zone Barometer	2014. augusztus	1,0	1,5	1,7	0,6	1,1	1,5
A Consensus Economics előrejelzései	2014. augusztus	1,0	1,5	1,6	0,6	1,1	1,5
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2014. augusztus	1,0	1,5	1,7	0,7	1,2	1,5
IMF	2014. július	1,1	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

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

2) Az EKB 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.

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

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

#### 4. keretes írás

### AZ EU ÉS AZ OROSZORSZÁG KÖZÖTTI FESZÜLTÉG HATÁSA AZ EUROÖVEZET KERESKEDELMI KILÁTÁSAIRA

A geopolitikai feszültségek fokozódása és az ehhez kapcsolódó bizalomvesztés negatívan befolyásolta az euroövezet gazdaságának közelmúltbeli teljesítményét. Az Európai Unió és Oroszország között az utóbbi időben kialakult feszültségnek az alapprognózis feltevése szerint azonban csak szerény negatív hatása lesz az övezet kereskedelmére. A külgazdasági keresletet és az exportot várhatóan két fő csatornán keresztül éri hatás.

Az első, hogy az orosz gazdaság kilátásai romlottak, ami a júniusi Havi jelentés prognózisához képest alacsonyabb belföldi keresletet és importot eredményez az előrejelzési időszakban, ugyanakkor az övezet külföldi keresletét és exportját is kedvezőtlenül érinti. Az Ukrajnához fűződő feszült viszony eszkalálódásának hatására az EU és az Egyesült államok további, elsősorban pénzügyi szankciókat vetett ki Oroszországra. Az orosz GDP 2014 első negyedévében 0,3%-kal csökkent az előző negyedévhez képest, és az elkövetkező negyedévek kibocsátás-növekedése is előreláthatólag rendkívül szerény marad. Mindez részben a beruházásoknak az Orosz Nemzeti Bank kamatemelése okozta lelassulását, a sokkal szigorúbb belföldi és külföldi finanszírozási környezetet, a tőkekiáramlást és a megemelkedett bizonytalanságot tükrözi. Várhatóan ugyancsak csökken a magánfogyasztás, amelyet a gazdasági kilátásokat övező bizonytalanság, valamint a rendelkezésre álló reáljövedelem csökkenése – ami a magasabb inflációnak és a rubel leértékelődésének tudható be – fog vissza. A belföldi kereslet erodálódása visszafogja mind az orosz GDP, mind az import növekedését az előrejelzési időszakban, amiből az következik, hogy az előző prognózishoz képest lefelé kellett módosítanunk az orosz importadatokat. Mivel az euroövezet külgazdasági keresletének mintegy 4,5%-a Oroszországhoz kötődik, az alacsonyabb orosz importpálya 2016 végéig 0,1 százalékponttal lefelé módosítja a külgazdasági keresletet az előző prognózishoz képest.

A második csatorna, hogy Oroszország importembargót vetett ki bizonyos élelmiszerekre, amelyek az orosz magán- és jogi személyeket szankcióval sújtó országokból származnak, beleértve az euroövezet tagországait is. Az embargó Oroszország teljes áru- és szolgáltatásimportjának nagyjából 2%-át érinti, tovább lassítva importnövekedését az előrejelzési időszakban. Az importkorlátozás hatásait úgy vettük figyelembe, hogy feltételeztük, az embargó alá vont importtermékek hozzávetőleg egyharmada más külföldi forrásból azonnal pótolható. A fennmaradó résszel kapcsolatban pedig azzal a feltevéssel élünk, hogy az az orosz importnövekedés kismértékű lassulását okozza 2014 végén és 2015 elején. Konkrétan mindez 2015 elejéig az euroövezet külgazdasági keresletének kevesebb mint 0,1 százalékpontos csökkenését eredményezi az előző prognózishoz képest.

Noha az euroövezet külföldi keresletét e folyamatok valószínűleg csak kismértékben érintik, az övezet egy-egy tagországa esetében ez komoly keresletkiesést jelent attól függően, hogy milyen kereskedelmi kapcsolatai vannak Oroszországgal. A feszültségek fokozódása a jelek szerint az üzleti bizalom csökkenését is eredményezte az euroövezetben.

A fenti becslésekhez ugyanakkor néhány megjegyzést fűznénk. Az euroövezeti exportra kivetett orosz embargó kedvezőtlen hatása a külgazdasági kereslet lefelé módosításánál nagyobb lehet, mivel az embargó kifejezetten az övezet tagországait és néhány más OECD-országot céloz, ez pedig nem tükröződik az orosz kereskedelemről való részeselekben, amelyek rögzítettek. Helytállóbb tehát úgy fogalmazni, hogy az euroövezeti export a fentebb jelzettel nagyobb mértékben csökkenhet. Az

euroövezeti országok ugyanakkor új exportpiacokra is bukkanhatnak, enyhítve ezzel az embargó kedvezőtlen hatását.

Végül, mint a 2014. júniusi Havi jelentésben is jeleztük (lásd „Az ukrajnai válság hatása az euroövezetre” című keretes írást), a régióban a feszültségek további fokozódása további oroszellenes szankciókat, ezek pedig orosz részről EU-ellenes válaszlépéseket válthatnak ki. Amennyiben erre sor kerülne, az övezeti kibocsátásra és inflációra gyakorolt hatás lényegesen nagyobb lenne.

## 5. keretes írás

### MÁS INTÉZMÉNYEK ELŐREJELZÉSEI

Számos nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény készít előrejelzést az euroövezetről, amelyeket azonban szigorú értelemben sem egymással, sem az EKB-szakértők makrogazdasági prognózisával nem lehet összevetetni, mivel más-más időpontban véglegesítik őket. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külgazdasági változókra – például a kőolaj és az egyéb nyersanyagok árára – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben meg nem nevezett) módszerekkel alakítják ki. Végül a munkanap-korrektív módszere is eltér a különféle előrejelzésekben (lásd az alábbi táblázatot).

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

(éves változás, százalék)

	Date of release	GDP growth			HICP inflation		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
ECB staff projections	September 2014	0.9 [0.7-1.1]	1.6 [0.6-2.6]	1.9 [0.6-3.2]	0.6 [0.5-0.7]	1.1 [0.5-1.7]	1.4 [0.7-2.1]
European Commission	May 2014	1.2	1.7	-	0.8	1.2	-
OECD	May 2014	1.2	1.7	-	0.7	1.1	-
Euro Zone Barometer	August 2014	1.0	1.5	1.7	0.6	1.1	1.5
Consensus Economics Forecasts	August 2014	1.0	1.5	1.6	0.6	1.1	1.5
Survey of Professional Forecasters	August 2014	1.0	1.5	1.7	0.7	1.2	1.5
IMF	July 2014	1.1	1.5	1.5	0.9	1.2	1.3

Forrás: Az Európai Bizottság európai gazdasági előrejelzése (2014. tavasz); az IMF 2014. júliusi, aktualizált világgazdasági előrejelzése (GDP); az IMF 2014. áprilisi világgazdasági előrejelzése; az OECD gazdasági előrejelzése (2014. május); a Consensus Economics előrejelzései; MJEconomics; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített felmérése (SPF).

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

A más intézményektől aktuálisan rendelkezésre álló előrejelzésekben az euroövezet 2014-es reál-GDP-növekedésére adott prognózis némileg magasabb az EKB szakértői prognózisában szereplő értéknél, a 2015-ös és 2016-os előrejelzés pedig hasonló az EKB szakértői prognózisában szereplőhöz, illetve ennél némileg alacsonyabb. A legtöbb más intézmény 2014-es és 2015-ös éves átlagos HICP-inflációs előrejelzése az EKB szakértői prognózisának közelében vagy ennél kissé magasabb értéken van. A többi rendelkezésre álló prognózis szerint 2016-ban a HICP-infláció átlagértéke 1,3% és 1,5% között lesz (az EKB szakértői prognózisában 1,4% szerepel). Jelenleg valamennyi rendelkezésre álló 2015-ös és 2016-os előrejelzés az EKB szakértői prognózis sávjain belülre esik (lásd a fenti táblázatot).

© Európai Központi Bank (2014)

Cím: Kaiserstrasse 29, 60311 Frankfurt am Main, Németország

Postacím: Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main, Németország

Telefon: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Minden jog fenntartva.

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