



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

AZ EKB 2015. MÁRCIUSI SZAKÉRTŐI MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL¹

1. EUROÖVEZETI KILÁTÁSOK: ÁTTEKINTÉS, FŐ ISMÉRVEK

2014 második felében a gazdasági élénkülésben fokozatos javulás volt megfigyelhető, előretekintve pedig több tényező is arra utal, hogy erősödni fog az övezet gazdasági teljesítménye. Először is az olajárzuhanás a rendelkezésre álló reáljövedelem számottevő bővülését eredményezi, és a háztartások a keletkező nyereség jelentős részét várhatóan fogyasztásra fordítják. Másodszor, az előrejelzési időszak alatt az euroövezeti gazdaságot egyre nagyobb mértékben támogatja a külső kereslet erősödése és az euro leértékelődésének hatása.

Emellett a Kormányzótanács legutóbbi monetáris politikai intézkedései is várhatóan jelentősen támogatják a gazdaságot rövid és középtávon. A belföldi kereslet és különösen az állóeszköz-felhalmozás várhatóan élénkül a laza monetáris politikának köszönhetően, különös tekintettel az EKB kiterjesztett eszközvásárlási programjára (APP). A belföldi keresletet várhatóan támogatják a közelmúltban hozott, a hagyományostól eltérő monetáris politikai intézkedések, mégpedig a kamatlábakra, az euroárfolyamra és a részvényárakra gyakorolt hatásuk révén, valamint egyéb fontos pénzügyi csatornák közvetítésével (lásd 1. keretes írást).

Az előrejelzési időszakban egyéb belföldi tényezők is várhatóan támogatják a gazdasági teljesítményt. A friss bankhitelezési felmérések szerint a belföldi keresletre jótékony hatással lehetnek a kevésbé szigorú hitelkínálati feltételek, amelyek nettó alapon a hitelképességi mutatók lazulását jelzik. Ezzel párhuzamosan enyhült a vállalati tőkeáttétel-csökkentés szükségességéből eredő beruházásfékező hatás is. Emellett a fiskális politika várhatóan semleges marad az előrejelzési időszakban.

Több egyéb tényező kedvezőtlen hatása ugyanakkor valószínűleg csak fokozatosan enyhül. A vállalati szektorral ellentétben a háztartási magánszektor és az államháztartás eladósodásában egyelőre még nem következett be számottevő javulás. Az általánosan javuló munkaerő-piaci folyamatokat különösen néhány nyomás alatt levő országban beárnyékolja a munkanélküliség. Emellett néhány országban a hosszú távú növekedési potenciált övező aggodalmak és a fennmaradó bőséges szabad kapacitások tovább fékezik a beruházási kiadások bővülését.

A reál-GDP-növekedés a 2014-es 0,9%-ról 2015-ben 1,5%-ra, 2016-ban 1,9%-ra, 2017-ben pedig 2,1%-ra emelkedik a prognózis szerint. Ezzel ellentétben a potenciális kibocsátási ütem a becslések szerint meglehetősen szerény lesz, mivel a munkaerő és a tőke hozzájárulása a magas strukturális munkanélküliség miatt és a tartósan gyenge beruházási tevékenység következtében továbbra is visszafogott lesz. Ez azt jelenti, hogy a becsült negatív kibocsátási rés az előrejelzési időszak során össze fog zárulni.

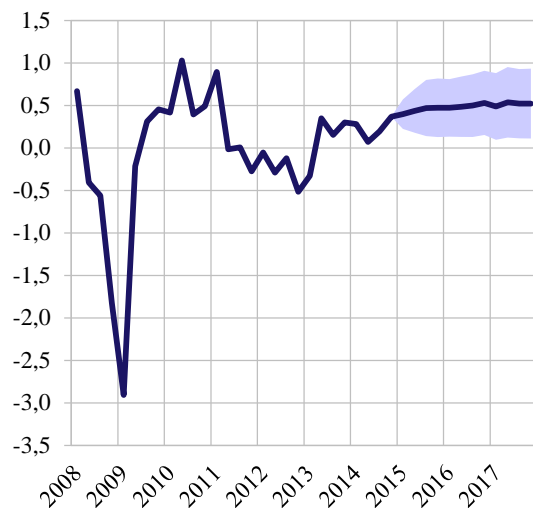
¹ Az EKB makrogazdasági prognózisát a Kormányzótanács a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelése során veszi figyelembe. A prognózisban alkalmazott eljárásokat és módszereket az *Útmutató az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának elkészítéséhez* című, 2001. júniusi kiadvány ismerteti, amely az EKB weboldalán olvasható. Jelen prognózis esetében az adatgyűjtés lezárásának időpontja 2015. február 20. A mostani makrogazdasági prognózis a 2015-17-es időszakot fedi le. Az ilyen hosszú időszakot felölelő előrejelzéseket igen nagy bizonytalanság övezi, amiről értelmezésük során nem szabad megfeledkeznünk. Lásd „Az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának értékelése” című cikket az EKB 2013. májusi Havi jelentésében.

1. ábra: Makrogazdasági prognózis¹⁾

(negyedéves adatok)

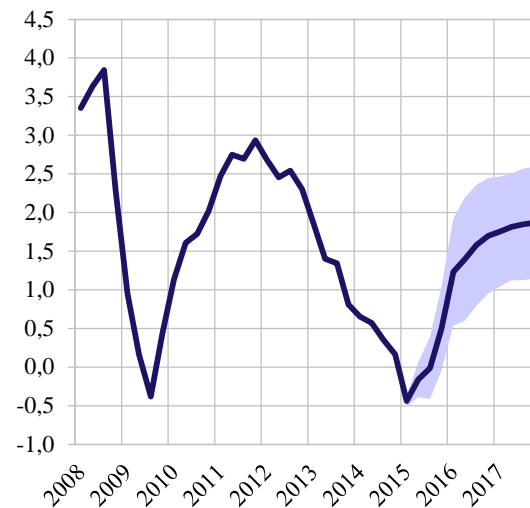
Euroövezeti reál-GDP²⁾

(negyedéves változás, százalék)



Euroövezeti HICP

(éves változás, százalék)



1) A prognózis alappályáját övező sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség alapján 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 sávos számítására* című, 2009. decemberi kiadvány ismerteti, amely az EKB weboldalán olvasható.

2) Munkanappal korrigált adatok.

Elsősorban az olajárak csökkenése miatt a HICP-vel mért inflációban az elmúlt hónapok során negatív ütemeket mértek. Az alacsonyabb euroárfolyam csak kismértékben ellensúlyozta az USA-dollárban denominált olajárak zuhanásának hatását. A HICP egyéb komponenseinek inflációja is csak kismértékben csökkent az elmúlt hónapok során.

A HICP-vel mért infláció 2015-ben átlagosan nulla lesz, majd 2016-ban 1,5%-ra, 2017-ben pedig 1,8%-ra emelkedik. A 2015-ös alacsony infláció az energiakomponens nagy negatív hatásának tudható be. Az energiaárak felől az inflációra nehezedő nyomás 2015 vége felé a prognózis szerint mérséklődik, ahogy az éves változási ütemből fokozatosan kikerülnek a múltbeli energiaár-csökkenések, valamint mivel a feltevés alapján az időszak alatt emelkednek az olajárak, ami megfelel az olajár futures felfelé ívelő görbéjének. Az említett tényezők hatására az energiaárak 2016-ban és 2017-ben előreláthatólag pozitívan járulnak hozzá az általános inflációhoz.

Miközben az inflációs ráta 2015 és 2016 közötti lendületének nagy részét valószínűleg az energiaárak emelkedése okozza majd, a gazdaság élénkülésével párhuzamosan az energiakomponens nélkül vizsgált HICP-infláció is emelkedni fog. Ez a negatív kibocsátási résben várt jelentős szűkülésnek tudható be, amely pedig mind a profitmarzsok, mind az egy munkavállalóra jutó jövedelem erősebb növekedésében tükröződik. Ezenkívül a nem energia jellegű nyersanyagárak emelkedő trendje, az emelkedő olajárak közvetett hatásai és a gyengébb euroárfolyam késleltetett hatása várhatóan szintén hozzájárul az energia nélkül vett HICP-vel mért infláció emelkedéséhez.

1. keretes írás

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

A 2014 decemberében publikált prognózis adatgyűjtésének lezárása óta eltelt időszakban az EKB hagyományostól eltérő intézkedéseiből két új fejlemény emelhető ki. Az egyik a 2014. december 11-i,

második, célzott, hosszabb távú refinanszírozási művelet keretében végzett 130 milliárd eurós allokáció, amelyhez a bankokat kezdeti hitelfelvételi juttatásra feljogosító, a két először meghirdetett tendert magában foglaló kumulatív befogadás mintegy 212 milliárd eurót tett ki. Hat további hasonló művelet van előirányozva. A második fejlemény a Kormányzótanács 2015. január 22-i döntése volt, amelyben a már meglévő eszközfedezeti értékpapír és fedezett kötvényszerzési programokat is magában foglaló eszközvásárlási programot indítottak el. A vételi tranzakciók havi összesített értéke 60 milliárd € lesz. Szándék szerint a vásárlási program 2016. szeptember végéig folyamatban lesz, de addig mindenképpen, amíg nem érzékelhető az inflációs pályában egy olyan tartós korrekció, amely összhangban áll a kormányzótanácsi céllal, hogy az inflációs ráta középtávon 2% alatt, de ahhoz közel maradjon.

A fenti két fejlemény a korábbi prognózisok esetén alkalmazott általános megközelítés felülvizsgálatához vezetett, mivel figyelembe kellett venni a hagyományostól eltérő monetáris politikai intézkedések makrogazdasági kilátásokra gyakorolt hatását. A múltban a megközelítés alapja az volt, hogy a hagyományostól eltérő monetáris intézkedések makrogazdasági hatása csak annyiban szerepelt a prognózisban, amennyiben ezek már módosították a piaci alapú technikai pénzügyi feltevéseket (erről a 3. keretes írásban található háttér-információk), az adatgyűjtés zárónapján a prognózisban használt szabványos modellezési keretrendszerben végzett elemzés szerint. Ez a megközelítés annak kockázatát hordozza, hogy figyelmen kívül hagyják a szabványos modellezési keretrendszerben nem teljes mértékben szereplő transzmissziós csatornákat, de a nem hagyományos monetáris politikai intézkedések által generált központi banki likviditás volumenét övező bizonytalanság miatt mégis ezt ítélték megfelelőnek. A legutóbbi gazdaságpolitikai fejleményekre való tekintettel azonban jelenleg több információ áll rendelkezésre az intézkedések generálta központi banki likviditás valószínűsíthető volumenéről, így pontosabban mérhető fel az intézkedések makrogazdasági kilátásokat érintő hatása.

A korábbi prognózisokban alkalmazott megközelítés tehát kiegészült azzal, hogy az aktuális előrejelzésbe bekerült az említett intézkedések pénzügyi transzmissziós csatornákon, például a portfólió-átrendezési csatornán, bizonyos várakozásokat befolyásoló csatornákon, illetve a reálgazdaság és a pénzügyi szektor közötti visszacsatolásokon keresztül jelentkező további hatása. A prognózisokban használt szokásos modellezési keretrendszer alapesetben nem veszi figyelembe az ilyen csatornákat. A további pénzügyi transzmissziós csatornák makrogazdasági kilátásokra gyakorolt hatását a kifejezetten ilyen csatornákat modellező ökonometriai eszközök alapján kalibrálták. A 2015. márciusi prognózis ennek eredményeképpen átfogóbb módon méri fel a hagyományostól eltérő monetáris politikai intézkedések makrogazdasági kilátásokat érintő hatását.

2. REÁLGAZDASÁG

A lakossági fogyasztási kiadások növekedése várhatóan továbbra is a gazdaság élénkülésének fő hajtómotorja marad. A lakossági fogyasztás 2014 folyamán lendületet vett, mivel kedvezően hatott rá, hogy a rendelkezésre álló reáljövedelem a bérből származó és nem bérjellegű jövedelmek erősödése, valamint a csökkenő energiaárak miatt gyorsabb ütemben nőtt. Ezek a tényezők a közeljövőben is elősegítik a rendelkezésre álló reáljövedelem növekedését. Ezen túlmenően a foglalkoztatásbővülés és a bérnövekedés gyorsulásának következtében a várakozások szerint emelkedni fognak a bérből származó jövedelmek, ugyanakkor a gazdaság általános élénkülésével párhuzamosan az egyéb személyi jövedelmek is nőnek. A háztartások nettó vagyonának – a pénzügyi eszközök árának 2015-ös emelkedését és a lakáspiacon a 2016-17-es időszakban várható további javulást egyaránt tükröző – növekedése, valamint az alacsony finanszírozási költségek és a finanszírozási feltételek könnyítése (amelyekhez az eszközvásárlási program jelentős mértékben hozzájárul), továbbá a háztartási hitelezés dinamikájának erősödése is támogatja a magánszektor fogyasztását. Mindent egybevetve a magánszektor fogyasztása éves szinten várhatóan 1,7%-kal nő az előrejelzési időszakban.

A megtakarítási ráta előreláthatólag „púpos” alakú lesz. 2015-ben a kezdeti emelkedését követően csökkenés várható, ami lényegében azt tükrözi, hogy az alacsonyabb olajárakból származó nyereség nagy részéből kezdetben megtakarítás képződik. Ettől az ideiglenes tényezőtől eltekintve az egymásnak ellentétes hatások összességében változatlan megtakarítási ráta irányába mutatnak. Egyfelől a nagyon alacsony hozam jellemzően visszafogja a megtakarítási hajlandóságot, a fogyasztói bizalom erősödése

pedig a fokozatosan csökkenő munkanélküliséggel egyetemben csökkentheti a biztonsági megtakarítások mértékét. Emellett lehetséges, hogy a háztartási szektor fokozott mértékben hajtja végre a korábban elhalasztott nagyobb beszerzéseket, ami csökkenti a megtakarítási rátát. Másfelől a háztartásoknak – a nominális rendelkezésre álló jövedelem arányában – még mindig nagyjából változatlan eladósodottsága kapcsán a folytatódó adósságleépítési nyomás az előrejelzések szerint továbbra is némi felfelé irányuló nyomást fejt ki a megtakarításokra.

A lakáscélú beruházási kilátások valószínűsíthetően fokozatosan javulnak. 2015-től mérsékelt fellendülésre lehet számítani, amelyet a legtöbb országban nagyon alacsony jelzáloghitel-kamatok, az eszközvásárlási program révén jelentős mértékben könnyített finanszírozási feltételek, a háztartások erőteljesebb hitelfelvétele és a rendelkezésre álló jövedelem fokozódó növekedése is támogat. Mivel egyes országok lakáspiacán csökken a korrekció iránti igény, megélnkülnek a lakáscélú beruházások. A lakáscélú beruházások fokozatos fellendülésére vonatkozó prognózis a legtöbb országra érvényes, bár bizonyos országokban a háztartások adósságállományának magas szintje fékezheti az ütemét. A kedvezőtlen demográfiai helyzet azonban az előrejelzési időszak vége felé egyes országokban várhatóan visszafogja a lakásépítési tevékenységet.

Lendületet vesz az üzleti beruházások élénkülése. 2014 folyamán folytatódott az üzleti beruházások visszafogott élénkülése, amelyet a néhány országban fennmaradó hitelkínálati korlátok és a bőséges szabad kapacitás tompított. Ezen tényezők kedvezőtlen hatásainak lassú eltűnésével a belső és külső kereslet erősödésének, a tőkeállomány többévi visszafogott beruházási tevékenységet követő megújítása iránti igénynek, a nemrégiben hozott, hagyományostól eltérő monetáris politikai intézkedésekkel, különösen az eszközvásárlási programmal alátámasztott, alkalmazkodó monetáris politikának, valamint a haszonkulcsok növekedésének köszönhetően várhatóan nő a tőkebefektetés mértéke. Emellett 2014-ben enyhült az euroövezeti vállalati szektor kinnlevő eszközeinek leépítésére irányuló általános nyomás, és az előrejelzési időszak végére az eddigieknél kevésbé korlátozza majd a vállalati beruházásokat. Néhány országban mindazonáltal változatlanul magas a vállalati eladósodottság mértéke, ami akadályozza az üzleti beruházások még erőteljesebb gyorsulását.

Az euroövezet külső kereslete az előrejelzés szerint a világgazdasági élénküléssel párhuzamosan mérsékelt ütemben erősödni fog (lásd a 2. keretes írást), elősegítve az euroövezeten kívülre irányuló export erősödését. Az előrejelzési időszakban a külső kereslet erősödése várható, azonban országonként eltérő mértékben, mivel egyes euroövezeti országok oroszországi és FÁK-országokbeli kitétségük miatt kedvezőtlenebb helyzetben vannak. Ugyanakkor az exportpiaci részesedések a várakozások szerint valamelyest bővülnek, ami a versenyképesség javulásának köszönhető. Az euroövezeti összkereslet erősödésével párhuzamosan az euroövezeten kívülről származó import fokozatos növekedést mutat. Összességében a nettó export előreláthatólag pozitív, bár szerény mértékben járul hozzá a reál-GDP növekedéséhez. A némileg romló külkereskedelmi mérleg hatására a folyó fizetési mérleg többlete valószínűleg némiképp csökken, így 2017-ben a GDP 2,4%-át teszi majd ki.

2. keretes írás

A NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

A világgazdaság fokozatos élénkülési pályán marad. A világgazdaság reál-GDP-jének növekedése (az euroövezetet nem számítva) az előrejelzési időszakban várhatóan a 2014. évi 3,6%-ról 2015-ben 3,8%-ra, a 2016-17-es időszakban pedig kevéssel 4%-ot meghaladó értékre élénkül. A globális mutatók és a rendelkezésre álló országos adatok jelzései szerint 2014 végére enyhül a növekedés üteme, bár a gazdasági tevékenység várhatóan viszonylag erőteljes marad.

A kilátásokat illetően a világgazdaság folytatódó fokozatos fellendülésére számítani. A globális kilátásokat számos támogató tényező alakítja, többek között (i) az olajár jelentős esése, amelyet meglátásunk szerint főként a kínálat vezérel, és általánosan kedvező hatást gyakorol a világgazdasági konjunktúrára; valamint (ii) az Egyesült Államokban zajló tartós fellendülés és az erre vonatkozó pozitív kilátások. Mindazonáltal kedvezőtlen tényezőkkel is számot kell vetni. Ilyenek például (i) a gazdasági szankciók és az olajáresés következtében az orosz gazdaságot érő kettős sokkhatás negatív következményei; (ii) a devizapiacokon jelentkező, részben az egyre inkább eltérő monetáris politikai

irányvonalaknak betudható heves árfolyamingadozások; továbbá (iii) egyes feltörekvő piacgazdaságok csalódást keltő növekedési teljesítménye, amelynek következtében lefelé kell módosítani potenciális növekedésüket.

Ami a globális kilátásokat alakító tényezőket illeti, a világgazdasági fellendülést a fejlett és a feltörekvő piacgazdaságok körében eltérő fejlemények jellemzik. A fejlett gazdaságokban továbbra is jótékony hatást fejt ki az „ellenszél” enyhülése, azaz az adósságleépítés háttérbe szorulása, a fiskális konszolidációs kényszer enyhülése, valamint a munkaerő-piaci helyzet javulása. Ugyanakkor a feltörekvő gazdaságokban a megoldatlan strukturális problémák és a szigorodó finanszírozási feltételek változatlanul visszafogják a növekedést.

A világgereskedelem 2014 gyenge első félévét követően az év második felében erőre kapott. A várakozások szerint az előrejelzési időszakban, noha igen visszafogottan, de tovább élénkül, miközben a gazdasági helyzethez kapcsolódó rugalmassága a válság előtti időszakhoz képest alacsonyabb marad. Az euroövezet nélkül tekintett világgereskedelem növekedése a prognózis szerint a 2014-es 2,9%-ról 2017-re 5,4%-ra emelkedik.

Az ellentétes irányú hatások következtében a világgazdaságra és az euroövezet külső keresletére vonatkozó 2015. és 2016. évi előrejelzés alig módosult a 2014 decemberében kiadott prognózishoz képest.

Nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

	2015. március				2014. december			2014. december utáni módosítások		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Világ reál-GDP-je (euroövezet nélkül)	3,6	3,8	4,2	4,1	3,6	4,0	4,2	0,0	-0,2	-0,1
Világgereskedelem (euroövezet nélkül) ¹⁾	2,9	3,9	5,1	5,4	2,7	3,9	5,2	0,2	0,0	-0,1
Euroövezeti külső kereslet ²⁾	2,8	3,2	4,7	5,1	2,3	3,4	4,9	0,5	-0,1	-0,2

Megjegyzés: A módosításokat kerekítésmentes adatokból számítjuk.

1) Az import súlyozott átlagaként számítjuk.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítjuk.

Az euroövezeti munkaerő-piaci helyzet az előrejelzési időszakban várhatóan szerény ütemben javul. 2014 során tovább javult a foglalkoztatottság, jelentősen gyorsabb ütemben, mint arra az általános konjunktúrával szembeni hosszú távú rugalmassága alapján számítani lehetett. Ez valószínűleg a múltbeli mérsékelt bérnövekedés és a legutóbbi munkaerő-piaci reformok élénkítő hatásának tudható be. A foglalkoztatottak létszáma előreláthatólag tovább javul. A foglalkoztatás konjunktúrához viszonyított bővülése várhatóan különösen erőteljes lesz azokban az országokban, ahol munkaerő-piaci reformokat hajtottak végre. Az egy főre jutó ledolgozott munkaórák száma a prognózis szerint valamelyest nő, ami néhány országban a szokásos ciklikus folyamatokat, míg másokban a szűkülő munkaerő-kínálatot tükrözi.

A munkanélküliségi ráta várhatóan még tovább csökken. A munkanélküliek száma az előrejelzési időszakban várhatóan mintegy 2,7 millió fővel csökken, és a 2009-es év közepe óta legalacsonyabb szintjét éri el. A csökkenés a (4,2 millió fővel) javuló foglalkoztatás lefelé irányuló hatásának tudható be, amelyet bizonyos fokig ellensúlyoz a bővülő munkaerő-állomány hatása. A munkanélküliségi ráta a 2014. évi 11,6%-ról 2017-re várhatóan 9,9%-ra esik vissza.

A növekedési kilátások jelentős mértékben felfelé módosultak a 2014 decemberében kiadott szakértői prognózishoz képest. Ez a korábban vártnál nagyobb 2014. utolsó negyedévi reál-GDP növekedés miatti pozitívabb áthúzó hatás mellett nagy mértékben az alacsonyabb olajár, a gyengébb effektív euroárfolyam és az EKB legutóbbi, a hagyományostól eltérő monetáris politikai intézkedései kedvező hatásának tudható be.

3. keretes írás

A KAMATOKRA, ÁRFOLYAMOKRA ÉS NYERSANYAGÁRAKRA VONATKOZÓ TECHNIKAI FELTEVÉSEK

A 2014 decemberében közzétett prognózissal összevetve megváltoztak a technikai feltevések: az olaj és nem energiahordozó jellegű nyersanyagok USA-dollár alapú árszintje jóval alacsonyabb, az effektív euroárfolyam leértékelődött, valamint az euroövezeti hosszú lejáratú kamatszint alacsonyabb.

A kamatokra és a nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések a 2015. február 11-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 2015-ben és 2016-ban 0,1%, 2017-ben pedig 0,2% lesz. Az euroövezeti tízéves, nominális államkötvény-hozamokra vonatkozó piaci várakozásokból 2015-re átlagosan 1,2%, 2016-ra 1,4%, 2017-re pedig 1,6% várható.¹ Az eurorendszer nem pénzügyi magánszektorának kihelyezett hitelek kompozit banki kamatai – amelyek egyrészt a határidős piaci hozamok pályáját, másrészt a piaci kamatlábak változásának a hitelkamatokba való fokozatos átgűrűzését tükrözik – 2015 során várhatóan némileg csökkennek, 2016-ban és 2017-ben pedig szerény ütemben emelkednek. A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés február 11-i zárónapja előtti kéthetes periódus futures árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent nyersolajár a 2014-es 99,3 USA-dollárról 2015-ben 58,5 dollárra esik, majd 2016-ban 66,8 dollárra, 2017-ben pedig 70,7 dollárra emelkedik. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú árai a feltevés szerint 2015-ben jelentősen csökkennek, 2016-ban és 2017-ben viszont jelentősen emelkednek.² A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az előrejelzési időszakban az adatgyűjtés zárónapját (2015. február 11.) megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak. Mindebből 2015-ben 1,14 USD/EUR, 2016-ban és 2017-ben pedig 1,13 USD/EUR árfolyam következik.

Technikai feltevések

	2015. március				2014. december			2014. december utáni módosítások ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	2,0	1,2	1,4	1,6	2,0	1,8	2,1	0,0	-0,6	-0,7
Nyersolajár (USD/hordó)	99,3	58,5	66,8	70,7	101,2	85,6	88,5	-1,9	-31,6	-24,5
Energián kívüli nyersanyagok ára USA-dollárban (éves százalékos változás)	-6,4	-11,0	2,6	4,8	-6,3	-4,8	3,8	-0,1	-6,2	-1,2
USD/EUR árfolyam	1,33	1,14	1,13	1,13	1,33	1,25	1,25	-0,1	-8,8	-9,0
Az nominál-effektív euroárfolyam (EER20) (éves százalékos változás)	0,6	-7,9	-0,2	0,0	0,5	-2,8	0,0	0,0	-5,1	-0,2

1) A módosításokat kerekítésmentes adatokból számítjuk. A szintek esetében százalékban, a növekedési ütemek esetében különbözetben, a kamatlábak és kötvényhozamok esetében pedig százalékpontban vannak megadva.

1 A tízéves lejáratú, euroövezetbeli, nominális államkötvényhozamra vonatkozó feltevés az egyes országok tízéves referenciahozamának súlyozott átlagán alapul, amelyeket az éves GDP-adatokkal súlyoznak, és az EKB euroövezeti tízéves nominális összkötvényhozamából számított határidős pályával meghosszabbítanak úgy, hogy a két időszak közötti kezdeti eltérést az előrejelzési időszakban konstansnak tekintik. Az országspecifikus államkötvényhozamok és a megfelelő euroövezeti átlag közötti rést a feltevés a vizsgált időszakban állandónak veszi.

2 A kőolaj- és élelmiszerjellegű nyersanyagárakra vonatkozó feltevések kiszámítása az előrejelzési időszak végéig érvényes határidős tőzsdei árfolyamokon alapul. Az egyéb, nem energia jellegű szilárd nyersanyagok esetében az a feltevés, hogy az árak 2016 első negyedévéig a futures árakat követik, majd a világgazdasági konjunktúrának megfelelően alakulnak. A jelenleg a fogyasztói élelmiszerárak előrejelzésére használt euroalapú mezőgazdasági termelői árakat az EU-ban egy olyan ökonometriai modellel becslik, amely figyelembe veszi a nemzetközi élelmiszerjellegű nyersanyagárak alakulását.

3. ÁRAK ÉS KÖLTSÉGEK

A nyersanyagárak és az árfolyam alakulása a tárgyidőszakban valószínűleg kulcsszerepet játszik az euroövezeti inflációs pálya alakulásában. Az olajárak közelmúltbeli zuhanása várhatóan erősen leszorítja a 2015-ös év energiaár-inflációját, amit csak kismértékben enyhít az euro utóbbi időszakban tapasztalt leértékelődése. A nem energiahordozó jellegű nyersanyagok árának visszafogott alakulása az olajon kívüli importáron keresztül csökkentti az euroövezeti fogyasztói árak inflációját. 2016-tól a külső árak alakulása inkább emelő hatással van az övezetben mért inflációra. 2016-ban a HICP-vel mért infláció megugrása jelentős mértékben az olajárak korábbi eséséből eredő leszorító hatás enyhülésével magyarázható, amihez hozzájárul az olajárfeltevés emelkedésének felfelé irányuló hatása, amely a prognózis szerint 2017-ben is érzékelhető lesz, és a határidős tőzsdei (futures) olajárak felfelé ívelő görbáját tükrözi. Emellett az energián kívüli nyersanyagárak emelkedő trendje, az erősödő világgazdasági kereslet és az euro utóbbi leértékelődésének késleltetett hatásai előreláthatólag jelentős mértékben megemelik 2015 és 2016 között az importdeflátor.

1. táblázat: Az euroövezet makrogazdasági prognózisa¹

(éves változás, százalék)

	2015. március				2014. december			2014. december utáni módosítások ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Reál-GDP ³⁾	0,9	1,5 [1,1–1,9] ⁴⁾	1,9 [0,8–3,0] ⁴⁾	2,1 [0,9–3,3] ⁴⁾	0,8 [0,7–0,9] ⁴⁾	1,0 [0,4–1,6] ⁴⁾	1,5 [0,4–2,6] ⁴⁾	0,1	0,5	0,4
Magánsektor fogyasztása	1,0	1,8	1,6	1,6	0,8	1,3	1,2	0,2	0,5	0,4
Kormányzati fogyasztás	0,9	1,0	0,6	0,8	0,9	0,5	0,4	0,0	0,6	0,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	0,9	1,7	4,1	4,6	0,7	1,4	3,2	0,3	0,4	0,9
Export ⁵⁾	3,6	4,1	5,1	5,5	3,2	3,2	4,8	0,4	0,9	0,4
Import ⁵⁾	3,6	4,3	5,5	5,8	3,3	3,7	4,9	0,4	0,6	0,6
Foglalkoztatás	0,5	0,9	0,9	0,9	0,4	0,6	0,5	0,1	0,3	0,4
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	11,6	11,1	10,5	9,9	11,6	11,2	10,9	0,0	-0,2	-0,4
HICP	0,4	0,0 [-0,3–0,3] ⁴⁾	1,5 [0,8–2,2] ⁴⁾	1,8 [1,0–2,6] ⁴⁾	0,5 [0,5–0,5] ⁴⁾	0,7 [0,2–1,2] ⁴⁾	1,3 [0,6–2,0] ⁴⁾	0,0	-0,8	0,2
HICP energia nélkül	0,7	0,8	1,4	1,8	0,8	1,1	1,3	0,0	-0,2	0,1
HICP energia és élelmiszer nélkül	0,8	0,8	1,3	1,7	0,8	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül ⁶⁾	0,7	0,8	1,3	1,7	0,7	1,0	1,3	0,0	-0,2	0,0
Fajlagos munkaerőköltség	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	0,8	-0,1	0,0	0,2
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,5	1,7	2,0	2,3	1,6	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,2
Munkatermelékenység	0,4	0,6	1,0	1,1	0,5	0,4	1,0	0,0	0,2	0,0
Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)	-2,6	-2,3	-1,9	-1,5	-2,6	-2,5	-2,2	0,0	0,2	0,3
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában) ⁷⁾	-1,9	-1,8	-1,7	-1,7	-2,1	-2,1	-2,0	0,2	0,3	0,3
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	91,7	91,4	89,8	87,9	92,0	91,8	91,1	-0,2	-0,4	-1,3
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	2,5	2,7	2,5	2,4	2,1	2,2	2,4	0,4	0,5	0,1

1) Az euroövezeti adatok a 2014-es HICP kivételével Litvánia adatait is magukban foglalják. A 2015. évi éves, átlagos, százalékos HICP-változás az euroövezet 2014-es összetételén alapulnak, tehát Litvánia adatait is tartalmazzák.

2) A módosításokat kerekítésmentes adatokból számoljuk.

3) Munkanappal korrigált adatok.

4) A prognózist övezet sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges eredmények különbözete alapján határozzuk meg. A sávviszonyosság 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 sávviszonyosságára* 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 KBER módszertanát lásd a *Műhelytanulmány sorozat*, 77, EKB, 2001. szeptember, és *Műhelytanulmány sorozat*, 579, EKB, 2007. január). A strukturális egyenlegre vonatkozó prognózist a kibocsátási résnek nem az aggregált mérőszámlából számítjuk. A KBER-metodológia szerint a ciklikus elemeket az eltérő bevételi és kiadási tételekre külön számítjuk. A témakör részletesebb tárgyalása megtalálható az EKB 2012. márciusi Havi jelentésének „Cyclical adjustment of the government budget balance” (A kormányzati költségvetési egyenleg ciklikus kiigazítása) című keretes írásában, valamint a 2014. szeptemberi Havi jelentés „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” (A strukturális egyenleg mint a fiskális alappozíció jelzőszáma) című keretes írásában.

A javuló munkaerő-piaci helyzet és a gazdasági pangás enyhülése azt jelzi, hogy a tárgyidőszakban növekszik a belföldi ároldali nyomás. A foglalkoztatás folyamatosan emelkedő trendje és a munkanélküliségi ráta némi csökkenése előreláthatólag tartóssá teszi az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedésének fokozatosan emelkedő pályáját, és így a növekedési ütem a 2014-es 1,5%-ról 2017-ben 2,3%-ra nő. Ugyanakkor néhány euroövezeti országban a munkanélküliség és a költségek versenyképessége terén zajló további korrekció hátráltatja az erősebb javulást. Ugyanakkor az olajárak zuhanásának másodkörös hatásából eredő bérleszorító hatás várhatóan korlátozott lesz. Ez annak tudható be, hogy a bérek lefelé merevek, valamint az automatikus bérindexálási rendszereken keresztüli hatás várhatóan csekély lesz, mivel ezek a rendszerek inkább a felfelé irányuló korrekció esetében működnek, továbbá több országban átmenetileg felfüggesztésre kerültek, vagy hatókörük jelentősen szűkült.

A (tényező)költségen számított GDP-deflátor és a fajlagos munkaerőköltség növekedési ütemének különbözetével mért) profitmarzsok az erősödő élénküléssel párhuzamosan várhatóan határozottan emelkednek az előrejelzési időszakban. Várhatóan ők lesznek a belföldi költségoldali nyomás emelkedésének hajtómotorjai. A profitmarzsok 2015-ben várhatóan kissé visszaesnek, majd az előrejelzési időszak hátralevő részében emelkednek, ahogy jelentősen javul a termelékenység és élénkül a gazdaság.

A 2014. decemberben publikált prognózissal összehasonlítva a 2015-ös HICP-re adott előrejelzést számottevően lefelé módosították, ugyanakkor 2016-ra a prognózis kissé felfelé módosult. A teljes inflációt 2015-re 0,8 százalékponttal lefelé módosították az előző szakértői prognózishoz képest. Ez elsősorban az előző feltevésnél alacsonyabb USA-dollár alapú olajáraknak tudható be, amelyeket csak kismértékben ellensúlyozott az euro dollárral szembeni árfolyamának gyengülése. Az energia nélkül számított HICP lefelé módosítása 2015-re vonatkozóan 0,2 százalékpont nagyságú, és háttérben korábbi előrejelzési hibák állnak, és egyebek mellett az alacsonyabb olajáraknak az áruk és szolgáltatások árszintjére gyakorolt közvetett hatásait tükrözi. 2016 tekintetében a HICP-vel mért infláció ütemét 0,2 százalékponttal felfelé módosították, ami a kedvezőbb növekedési kilátásoknak, a gyengébb euroárfolyam késleltetett hatásainak és a meredekebb olajár-futures görbének tudható be. A közelmúlt nem hagyományos monetáris politikai intézkedései, különös tekintettel az eszközvásárlási programra különféle csatornákon járult hozzá az inflációs prognózis felfelé módosulásához.

4. A FISKÁLIS HELYZETTEL KAPCSOLATOS KILÁTÁSOK

A fiskális politika irányultsága – a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg változásával mérve – előreláthatólag összességében semleges alakul az előrejelzési időszakban. Ez az állami kiadásoknak a GDP-növekedéshez viszonyított mérsékelt növekedését tükrözi, amit vélhetőleg az adócsökkentések néhány országban jórészt ellensúlyoznak. Az automatikus fiskális stabilizátorok pozitív belső keresleti hatása idővel gyengül a gazdaság újraéledésével párhuzamosan.²

² A fiskális politikai feltevések a 2015-re elfogadott költségvetési törvényekben és a 2015. február 20-án rendelkezésre álló országos, közép-távú költségvetési tervekben foglalt információkat tükrözik. 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.

Az államháztartási hiány- és adósságráták az időszak folyamán várhatóan fokozatosan visszaesnek. A GDP-arányos államháztartási hiány csökkenését az euroövezeti gazdaság ciklikus javulása támogatja. A strukturális költségvetési egyensúly a prognózis szerint kissé javul az előrejelzési időszakban, ami főként az implicit kamatláb-csökkenésnek köszönhető kamatmegtakarításoknak tudható be. A GDP-arányos államadósság várhatóan 2014-ben éri el tetőpontját, majd az előrejelzési időszakban a javuló költségvetési egyensúlynak, az erősödő gazdasági növekedésnek és az alacsony kamatoknak köszönhetően csökkenni kezd.

A 2014. decemberben közölt prognózissal összevetve a fiskális kilátások javultak. A fiskális politikai helyzet jelentősebb változása híján az államháztartási egyenleg kismérvű felfelé módosítása mögött elsősorban a jobb makrogazdasági kilátások és az állami forrásköltségek további eséséből eredő kamatkönnyítés áll. A várható államadósság is javult a kamatnövekedési különbözet, valamint kisebb mértékben az elsődleges egyenleg kedvező módosítása révén.

4. keretes írás

ÉRZÉKENYSÉGI ELEMZÉSEK

Az egyes kulcsfontosságú változókra adott prognózisok alapját nagymértékben technikai feltevések adják. Mivel néhány a szóban forgó változók közül komolyan befolyásolhatja az euroövezeti prognózis adatait, érdemes megvizsgálni, hogy a prognózis mennyire érzékeny az alternatív feltevéspályákra, hiszen így könnyebben elemezhetők a prognózist övező kockázatok. Ez a keretes írás az olajárakkal és a devizaárfolyamokkal kapcsolatos bizonytalanságot, valamint a prognózis e változókkal szembeni érzékenységét ismerteti.

1) A kőolaj áralakulásának alternatív pályája

A technikai feltevésekben az olajárak emelkedése szerepel az előrejelzési időszakban. Ez a pálya megfelel a világpiaci kőolajkereslet gazdasági fellendüléssel párhuzamos élénkülésének, valamint annak a kisebb kínálatszűkülésnek, amely néhány olajtermelő országban figyelhető meg kapacitásvesztések és elégtelen beruházások miatt.

Ugyanakkor egy alternatív forgatókönyv szerint az olajárak általánosan a mostani szinten maradnak a teljes előrejelzési horizonton, és egyre inkább eltérnek az olajárra vonatkozó alapfeltevéstől. Ez a pálya az aktuális magas kőolajkínálattal és a visszafogott világpiaci kereslettel lenne konzisztens. Az EKB több szakértői makrogazdasági modellje alapján a becslések szerint egy változatlan olajárpálya miatt az euroövezet HICP-vel mért inflációjának mértéke a 2015-ös alapprognózisnál 0,1-0,2 százalékponttal, a 2016-osnál 0,3-0,6 százalékponttal, a 2017-esnél pedig 0,2-0,3 százalékponttal alacsonyabb lenne. Az alternatív olajárpálya ugyanakkor a reál-GDP növekedést mind 2016-ban, mind 2017-ben mintegy 0,1-0,2 százalékponttal megemelné.

2) Az árfolyam-alakulás alternatív pályája

Míg az alapprognózis azzal a feltevéssel él, hogy az euro effektív árfolyama az időszak végéig nem változik, elképzelhető egy olyan forgatókönyv, amely szerint az euroövezet és az Egyesült Államok növekedési kilátásaiban tapasztalható eltérések miatt az euro további leértékelődése következik be. Egy ilyen forgatókönyv konzisztens lenne azokkal a várakozásokkal, amelyek szerint a két gazdaság monetáris politikája továbbra is eltérő irányt követ. Az euro további leértékelődését jelző alternatív árfolyampályát a 2015. február 12-i USD/EUR árfolyamra vonatkozó opciókból számított, kockázatsemleges sűrűségéből származó eloszlás 25. percentiliséből számítottuk. Az alternatív pályából számítva az euro a dollárhoz képest 2017-ben fokozatosan 1,04 dollárra gyengül, ami 8,8%-kal elmarad az adott évre vonatkozó alapfeltevés mögött. Az euro nomináleffektív árfolyamának ennek megfelelő feltevései hosszú távú szabályszerűségeket tükröznek, és ennek megfelelően az USD/EUR árfolyam változása mintegy 52%-os elaszticitással tükrözi az effektív árfolyamváltozást. Ennek eredményeképpen az effektív euroárfolyam fokozatosan eltávolodik az alapprognózistól, és 2017-ben szintje 4,8%-kal alacsonyabb lesz nála. Mindezeket figyelembe véve az EKB több szakértői makrogazdasági modellje is

2015-ben, 2016-ban és 2017-ben 0,1-0,3 százalékponttal magasabb GDP-növekedést, valamint 0,1-0,4 százalékponttal magasabb HICP-inflációt jelez előre.

5. 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 árára – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben meg nem nevezett) módszerekkel alakítják ki. Végül a munkanap-korrekciónál alkalmazott módszerek is eltérnek a különféle előrejelzésekben (lásd az alábbi táblázatot).

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

(éves változás, százalék)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés			HICP-infláció		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Az EKB szakértői prognózisa	2015. március	1,5 [1,1-1,9]	1,9 [0,8-3,0]	2,1 [0,9-3,3]	0,0 [-0,3-0,3]	1,5 [0,8-2,2]	1,8 [1,0-2,6]
Európai Bizottság	2015. február	1,3	1,9	-	-0,1	1,3	-
OECD	2014. november	1,1	1,7	-	0,6	1,0	-
Euro Zone Barometer	2015. február	1,3	1,8	1,6	-0,1	1,1	1,5
A Consensus Economics előrejelzései	2015. február	1,2	1,6	-	-0,1	1,1	-
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2015. február	1,1	1,5	1,7	0,3	1,1	1,5
IMF	2015. január	1,2	1,4	-	0,9	1,2	-

Forrás: Az Európai Bizottság előrejelzése (2015. tél); az IMF 2015. januári aktualizált világgazdasági előrejelzése (GDP); az IMF 2014. októberi világgazdasági előrejelzése; az OECD gazdasági előrejelzése (2014. november); a Consensus Economics előrejelzései; MJEconomics; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített felmérése (SPF).

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

A más intézményektől aktuálisan rendelkezésre álló előrejelzésekben az euroövezet reál-GDP-jének növekedésére és HICP-vel mért inflációjára adott prognózis hasonló vagy kissé alacsonyabb az EKB szakértői prognózisában szereplő értékeknél.

© Európai Központi Bank (2015)

Cím: Sonnemannstrasse 20, 60314 Frankfurt am Main, Németország

Postacím: 60640 Frankfurt am Main, Németország

Telefon: +49 69 1344 0

Fax: +49 69 1344 6000

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

Minden jog fenntartva.

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