



Az EKB szakértőinek 2016. szeptemberi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről¹

Az euroövezet gazdasági fellendülése várhatóan folytatódik, bár a 2016. júniusi prognózisban valószínűsítettől némileg kisebb növekedési ütemben. A külgazdasági kereslet jelentős mértékű lefelé módosítása, amely főként az uniós tagságról rendezett referendum következtében nagymértékben meggyengült brit importkereslethez kötődik, várhatóan visszafogja az euroövezet exportnövekedésének ütemét. A „brexit” azonban ez idáig csekély hatást gyakorolt az euroövezeti hangulati és bizonytalansági mutatókra, így a konjunkturális kilátások jórészt változatlanok maradnak. Az előrejelzési időszakban a laza monetáris politika, a még mindig viszonylag alacsony olajárak, a munkaerő-piaci helyzet javulása és az adósságépítés terén több szektorban is elért előrelépés a globális fellendüléssel összefüggésben támogatólag hathat a belföldi kereslet növekedésére. A reál-GDP 2016-ban éves szinten várhatóan 1,7%-kal, 2017-ben és 2018-ban pedig 1,6%-kal bővül.

2016-ban átlagosan 0,2%-os HICP-infláció várható, ahogy ütemét a HICP-ben foglalt energiaár-inflációnak az olajárzuhanáshoz köthető negatív hatása erőteljesen visszafogja. Ennek 2017 elejére várható lecsengésével a HICP-infláció jelentős mértékben, 1,2%-osra erősödik az év folyamán. A folyamatos gazdasági fellendülés és a gazdasági pangás oldódása következtében várakozásunk szerint az előrejelzési időszakban fokozatosan emelkedni fog az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP-vel mért infláció, ami hozzájárulhat ahhoz, hogy az általános infláció 2018-ban tovább nő, egészen 1,6%-ig.

1

Reálgazdaság

Az euroövezet gazdasági fellendülése várakozásaink szerint folytatódni fog. A 2015. évi euroövezeti GDP értékét jelentős mértékben felfelé módosítottuk az ír GDP nagymértékű pozitív korrekciója miatt, ami elsősorban annak tudható be, hogy

¹ Az EKB makrogazdasági prognózisát a Kormányzótanács a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelése során veszi figyelembe. A prognózisban alkalmazott eljárásokat és módszereket az *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* (Útmutató az eurorendszer és az EKB makrogazdasági szakértői prognózisának elkészítéséhez) című, 2016. júliusi kiadvány ismerteti, amely az EKB weboldalán olvasható. A kőolajár- és az árfolyam adatokra vonatkozó technikai feltevésekhez szükséges adatgyűjtés lezárási napja 2016. augusztus 11. (lásd a 2. keretes írást). Az egyéb adatok prognózisba való felvételének utolsó napja 2016. augusztus 18., kivéve Németország és Spanyolország esetében, amelyeknél az augusztus 24-én, illetve augusztus 25-én közzétett GDP-adatokat vettük számításba.

Ez a makrogazdasági prognózis a 2016–18-as időszakot fedi le. Az ilyen hosszú időszakot felölelő előrejelzéseket igen nagy bizonytalanság övezi, amiről értelmezésük során nem szabad megfeledkeznünk. Lásd az „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” (Az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának értékelése) című cikket az EKB 2013. májusi Havi jelentésében.

a nagy multinacionális vállalatok átszervezése miatt erőteljesen megemelkedett Írországban az állóeszköz-állomány szintje. A módosítás a GDP-adatokban szintbeli eltolódásra utal, azonban sem az euroövezetben, sem az ír gazdaságban nem mutat erőteljesebb növekedési alaplendületet. Az Eurostat legfrissebb becslése szerint a reál-GDP-növekedés egyes ideiglenes tényezők kedvező hatásának gyengülésével párhuzamosan a 2016. első negyedévi 0,5%-ról a második negyedévben 0,3%-ra normalizálódott. A brit népszavazás eredményének ellenére az euroövezeti üzleti és fogyasztói hangulat meglehetősen reziliensnek bizonyult, a pénzügyi piaci volatilitási mutatók és az általános makrogazdasági bizonytalanság pedig változatlanul alacsony volt (lásd az 1. keretes írásban). Ezek a mutatók rövid távon tartós gazdasági növekedést jeleznek.

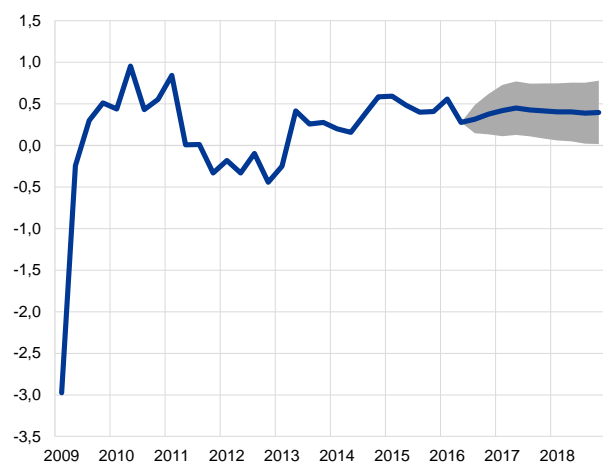
1. ábra

Makrogazdasági prognózis¹⁾

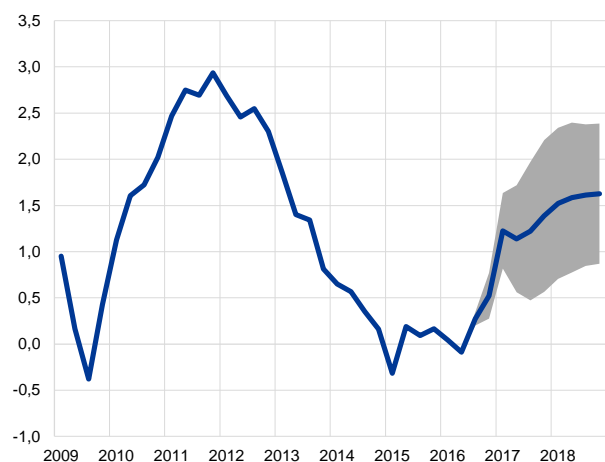
(negyedéves adatok)

Euroövezeti reál-GDP²⁾

(negyedéves változás, százalék)
(éves változás, százalék)



Euroövezeti HICP



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

2) Munkanappal korrigált adatok.

A reál-GDP 2016-ban éves szinten várhatóan 1,7%-kal, 2017-ben és 2018-ban pedig 1,6%-kal bővül. Várhatóan a szilárd belső kereslet marad a reál-GDP-növekedés fő pillére, amihez 2016-ban kiemelten hozzájárul az EKB laza monetáris politikája és az ösztönző fiskális politika. Az előrejelzések szerint az exportnövekedés a várható fokozatos világ gazdasági fellendülés következtében valamelyest lendületet vesz, azonban elmarad az importnövekedés mértékétől, ugyanakkor a negatív nettó kereskedelmi hozzájárulás fokozatosan mérséklődik az előrejelzési időszak során.

1. keretes írás

Az uniós tagságról rendezett brit népszavazás eredményének hatása az euroövezet gazdasági kilátásaira

Az Európai Unióból történő kilépést megszavazó brit döntés következményei – főként a kereskedelmi kapcsolatokon keresztül– várhatóan kedvezőtlenül érintik az euroövezet gazdaságát, mivel az Egyesült Királyság gazdasági kilátásai jelentős mértékben lefelé módosultak. A jelenlegi brit alapprognózis a gazdasági teljesítményt fékező bizonytalanság tartós fokozódásával számol. Az Egyesült Királyság GDP-növekedése 2016 második felében és 2017-ben várhatóan jelentősen lassul. Ennek mozgatórugója a beruházások határozott visszaesése és a lakossági fogyasztás lassúbb növekedése. Feltételezésünk szerint a kereskedelmi tárgyalások kimeneteléhez fűződő bizonytalanság további nyomást gyakorol a kereskedelmi változókra, mivel a vállalatok valószínűleg vonakodnak hosszú távra szóló új kereskedelmi megállapodást kötni, amíg nem tisztázódik az Egyesült Királyság és az Európai Unió közötti jövőbeli viszony. Ebből kifolyólag, valamint a font sterling gyengébb árfolyama miatt a brit import mértékét jelentősen lefelé módosítottuk a vizsgált időszakban a 2016. júniusi előrejelzéshez képest. Az Egyesült Királyság exportnövekedését szintén lefelé módosítottuk, viszont kisebb mértékben, mivel várakozásaink szerint részben kedvező hatást fejt ki rá a font effektív leértékelődése. Az egyesült királyságbeli gazdasági teljesítmény az előrejelzés szerint az expanzív monetáris politikának köszönhetően 2018-ban valamelyest élénkül.

Az euroövezeti gazdaságot viszont várhatóan negatív hatás éri, főként az export visszaesése miatt. A brexitnek a világgazdaságba való átgyűrűzését is figyelembe véve jelentős, kumulált alapon mintegy 1,3 százalékpontos lefelé irányuló hatást vált ki az euroövezet külső keresletére az előrejelzési időszak során. Az alacsonyabb külgazdasági kereslet reál-GDP-növekedésre kifejtett kedvezőtlen hatása euroövezeti országonként változó, ami az Egyesült Királysággal ápolat kereskedelmi kapcsolatok különbségeinek tudható be. A fenti kereskedelmi hatásokat tetézik a brexittel kapcsolatos – a font sterlingnek a brit népszavazást követő, az euróval szembeni erőteljes leértékelődéséből eredő – országonként egyedi árfolyamhatások. Az euro fonttal szembeni felértékelődését azonban Írország kivételével minden euroövezeti ország esetében bőven ellensúlyozta az euro más főbb devizanemekkel szembeni effektív leértékelődése. Ezenkívül a referendum óta jelentős lefelé irányuló korrekciók történtek a hosszú távú kamatlábak tekintetében, ami az euroövezeti és globális monetáris politika jövőbeni alakulására vonatkozó várakozások megváltozásának tudható be. E két tényező enyhíti a brexit euroövezeti növekedési kilátásokra kifejtett kedvezőtlen hatását.

Az euroövezet növekedésére vonatkozó prognózis további, országspecifikus lefelé mutató hatásokat is tartalmaz. Ilyen többek között az Egyesült Királysággal szoros kapcsolatban álló egyes országokban a bizalomra gyakorolt kedvezőtlen hatás, valamint egyes országokban a visszaeső idegenforgalom és a kedvezőtlen ingatlanpiaci folyamatok. Ezen túlmenően, mivel a brit növekedési kilátások lefelé irányuló módosítása főként a beruházási célú fejlesztések sokkal visszafogottabb mértékének tudható be, aránytalanul hátrányos az Egyesült Királyság beruházási javakat nyújtó kereskedelmi partnereire.

Az euroövezeti prognózisokat a brexittel kapcsolatos jelentős lefelé irányuló kockázatok övezik. Az Egyesült Királyság és az Európai Unió közötti tárgyalások a vártnál nehezebbnek bizonyulhatnak, ami további kedvezőtlen hatással lehet a kereskedelmi kilátásokra. A tartós

bizonytalanság a bizalom erodálódásához és alacsonyabb gazdasági teljesítményhez vezethet a vizsgált időtávon. A külföldi ingatlanok iránti alacsonyabb brit kereslet egyes euroövezeti országokban a lakáscélú beruházásokra is negatív hatással lehet. Ugyanakkor bizonyos euroövezeti országokban felfelé mutató kockázatok is azonosíthatók, amelyek a pénzügyi szolgáltatások áttelepítéséhez kapcsolódnak, illetve ahhoz, hogy az eddig az Egyesült Királyságba irányuló külföldi működőtőke-beáramlás a származási vagy más euroövezeti országban hasznosul.

A magánszektor fogyasztási kiadásai az előrejelzés szerint az év során erőteljesen emelkednek, és azután is reziliensek maradnak. A fogyasztói bizalom továbbra is messze meghaladja a múltbeli átlagos értéket, és 2016 második felében folytatódó lakossági fogyasztásnövekedésre enged következtetni. A rendelkezésre álló nomináljövedelem növekedésének kilátásai továbbra is pozitívak, mivel a folyamatos foglalkoztatásbővüléssel párhuzamosan az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedési üteme is gyorsul kissé. Az egyéb személyi jövedelmek várakozásaink szerint pozitív szerepet játszanak a rendelkezésre álló nomináljövedelem növekedésében, lényegében a nyereség alakulásának megfelelően. A rendelkezésre álló reáljövedelem növekedése várakozásaink szerint 2016-ban gyorsulni fog, majd 2017-ben és azután, jórészt az energiaár-infláció alakulásának betudhatóan, veszít lendületéből. A banki hitelezési feltételek javulása – amelyhez az EKB monetáris politikai intézkedései is hozzájárulnak – támogatja a magánszektor fogyasztásának növekedését. Noha az alacsonyabb kamatlábak nagyjából azonos mértékben hatnak a háztartások kamatbevételeire és kamatkidásaira – így az átlagos euroövezeti háztartás nettó kamattjévedelme lényegében változatlan marad –, a nettó megtakarítóktól átcsoportosítják az erőforrásokat a nettó hitelfelvevőkhöz. Mivel utóbbiaknak jellemzően magasabb a fogyasztási határhajlandósága, a kamatbevételek és -kiadások újraelosztása tovább támogatja az aggregált fogyasztást. Ezenkívül az adósságleépítés terén elért előrelépés is a magánszektor fogyasztásának növekedése irányába hat. Összességében, a magánszektor fogyasztása átlagosan és éves szinten 2016-ban 1,7%-kal, 2017-ben 1,6%-kal, 2018-ban pedig 1,5%-kal bővül a prognózis szerint.

A megtakarítási ráta 2017 közepéig várhatóan csökken, majd a későbbiekben nem változik. A megtakarítási ráta becslések szerint 2015 második felében valamelyest megemelkedett, majd 2016 első felében is nőtt, ami annak tudható be, hogy az olajárakkal kapcsolatos reáljövedelem-bővülés csak részlegesen és fokozatosan gyűrűzött át a fogyasztói kiadásokba. Az emelkedést előidéző hatás várhatóan átmeneti lesz, és amint elmúlik, a ráta is csökkenni fog 2016 vége és 2017 közepe között. Az előrejelzési időszak hátralévő részében ezután stagnálni fog, ami több, ellentétes hatású tényezőnek tudható be. Miközben a csökkenő munkanélküliség, a javuló hitelfeltételek és az alacsony kamatok néhány országban a megtakarítási ráta csökkenését valószínűsítik, az adósságleépítési igény valószínűleg néhány érzékenyebb országban megemeli a rátát.

2. keretes írás

A kamatokra, árfolyamokra és nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések

A júniusi prognózissal összevetve a következőképpen változtak meg a technikai feltevések: az olaj USA-dollár-alapú árszintje kissé alacsonyabb, az effektív euroárfolyam kismértékben leértékelődött, a hosszú lejáratú piaci kamatlábak pedig jelentősen lementek.

Technikai feltevések

	2016. szeptember				2016. június			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	0,0	-0,3	-0,4	-0,4	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	1,2	0,7	0,6	0,8	1,2	0,9	1,1	1,4
Nyersolajár (USD/hordó)	52,4	42,8	47,4	50,6	52,4	43,4	49,1	51,3
Energián kívüli nyersanyagárak, USD (éves százalékos változás)	-19,9	-3,0	5,3	4,2	-19,9	-3,3	4,3	4,6
USD/EUR árfolyam	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,13	1,14	1,14
Nomináleffektív euroárfolyam (EER38) (éves százalékos változás)	-7,1	3,6	-0,1	0,0	-7,1	4,2	0,2	0,0

A technikai kamat- és nyersanyagár-feltevések a 2016. augusztus 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 2016-ban -0,3%, 2017-ben és 2018-ban pedig -0,4% lesz. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2016-ban átlagosan 0,7%-ot, 2017-ben 0,6%-ot, 2018-ban pedig 0,8%-ot jeleznek.² Az eurorendszer nem pénzügyi magánszektorának kihelyezett hitelek kompozit banki kamatai 2016 során várhatóan valamelyest csökkennek, 2017-ben szerény mértékben tovább esnek, majd 2018-ban kismértékben emelkedni fognak, ami egyrészt a határidős piaci hozamok pályáját, másrészt a piaci kamatlábak változásának a hitelkamatokba való fokozatos átgűrűzését tükrözi. A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés augusztus 11-i zárónapja előtti kéthetes periódus futures átlagárfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent nyersolajár a 2015-ös 52,4 USA-dollárról 2016-ban 42,8 dollárra esik, majd 2017-ben 47,4 dollárra, 2018-ban pedig 50,6 dollárra emelkedik, ami az előrejelzési időszakban átlagosan mintegy 1 dollárral alacsonyabb a júniusi prognózisnál. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú ára 2016-ban várhatóan némileg csökken, 2017-ben és 2018-ban pedig emelkedik.³ A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az előrejelzési időszakban az adatgyűjtés augusztus 11-i zárónapját

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

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

megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten tartózkodnak. Mindebből 1,11 USD/EUR átlagárfolyam következik az előrejelzési időszakra vetítve, míg a júniusi prognózisban 1,14 USD/EUR szerepel. Annak ellenére, hogy a font sterling a brit népszavazást követően az euróval szemben erősen leértékelődött, az eurónak (a 38 kereskedelmi partnerhez hasonlított) effektív árfolyama 2016-ban 0,5%-kal, 2017-ben és 2018-ban pedig 0,9%-kal gyengébb a júniusi prognózisban jelzetténél.

A várakozások szerint az euroövezetben szerény mértékben bővül a lakásberuházások mértéke. A rendelkezésre álló nomináljövedelem növekedésének prognosztizált gyorsulása és az igen alacsony jelzáloghitel-kamatok várhatóan támogatják a lakásberuházások tartós élénkülését. Erre utal az építési engedélyek emelkedő száma is, valamint a lakásvásárlási hitel iránti emelkedő kereslet, miközben a banki hitelkondíciók is javultak. Ezen túlmenően úgy tűnik, néhány országban befejeződtek a lakáspiaci kiigazítási folyamatok, és a lakásárak ismét emelkedni kezdtek. Egyes országokban ugyanakkor a magas munkanélküliség és a háztartások eladósodottsága, valamint a kedvezőtlen demográfiai folyamatok fékezik a lakáscélú beruházások növekedését.

A vállalati beruházások várhatóan folyamatosan élénkülnek. A beruházások bővülését több tényező is támogatja: a kedvező termelési várakozások és az eladási árakkal kapcsolatos várakozások megfordulásának hatására folyamatosan javul a bizalom; a kapacitáskihasználtság a hosszú távon mért átlagos szintje fölé emelkedett; az EKB hagyományostól eltérő intézkedései nyomán jelentősen javultak a finanszírozási és bankhitelnyújtási kondíciók; a belföldi kereslet várhatóan reziliens marad, a külső kereslet pedig megerősödik; több éves visszafogott beruházás után megjelent a tőkeállomány modernizálása iránti igény; várhatóan erősödik a nem pénzügyi vállalati szektor már most is bőséges készpénzállományával párhuzamosan megfigyelhető haszonkulcs-növekedés. Emellett a tőzsdei árfolyamoknak az utóbbi években megfigyelhető erős élénkülése és a mérsékelt adósságfinanszírozási növekedés hatására a nem pénzügyi vállalati szektorban a tőkeáttételi mutató (adósság a teljes eszközállomány arányában) hosszú időszakot tekintve alacsony értékre esett. A vállalati beruházások élénkülését ugyanakkor még mindig fékezik a termék- és munkaerő-piaci merevségek, valamint a potenciális kibocsátásnak az előzőnél gyengébb növekedésére vonatkozó várakozások.

Az euroövezeten kívülré irányuló kivitt jelentős mértékben hátrányosan befolyásolja az euroövezet külső keresletének lefelé irányuló korrekciója, amely nagyrészt az Egyesült Királyság gyengülő kilátásaival hozható összefüggésbe. A külső kereslet 2016 közepétől – a világgazdasági teljesítménynek elsősorban a feltörekvő piacgazdaságok által vezérelt élénkülésének megfelelően – csak szerény lendületet nyer. A prognosztizált ütem ugyanakkor jóval a válság előtt jellemző növekedési ütem alatt marad. Az euroövezeten kívüli export növekedésére gyakorolt negatív hatást csupán részben enyhíti a gyengébb effektív euroárfolyam kedvező hatása. Összefoglalva, az euroövezeten kívüli export 2016 második felétől várhatóan csak szerény lendületet

nyer. Az exportpiaci részesedések rövid távon várhatóan csak alig emelkednek a gyengébb euroárfolyam miatt, később pedig stagnálásuk valószínűsíthető. Az euroövezeten kívüli import növekedése az előrejelzési horizonton várhatóan viszonylag korlátozott marad. Az import az összkeresletre való historikus elaszticitással összhangban bővül, bár még mindig kissé gyorsabban, mint az export. Ennek megfelelően a folyó fizetési mérleg többlete 2018-ban várhatóan 3,3%-ra csökken.

3. keretes írás

A nemzetközi környezet

A világgazdasági teljesítmény fokozatos élénkülése valószínűsíthető. A brexit miatt megjelent a már jelenleg is visszafogott világgazdasági kilátásokat érintő lefelé mutató kockázat. Miközben a brit népszavazást követő globális pénzügyi piaci volatilitás csak rövid ideig tartott, ahogy mértékét részben csillapították a további gazdaságpolitikai lazításra vonatkozó várakozások, az Egyesült Királyságra vonatkozó kilátások romlottak, és ez a világgazdasági keresletet is lehúzza. Továbbá annak ellenére, hogy óvatos jelek mutatkoznak arra, hogy megállt a nagyobb, nyersanyag-exportőr feltörekvő piacgazdaságok teljesítményének hanyatlása, a világgazdasági mutatók már a népszavazás előtt is szerény globális növekedést jeleztek. A jövőben a fellendülés várhatóan csak igen fokozatos lesz. A fejlett gazdaságok növekedési kilátásait várhatóan támogatja a laza gazdaságpolitikai intézkedések, miközben a nagyobb feltörekvő piacgazdaságokban, különösen Oroszországban és Brazíliában tapasztalható mély recesszió fokozatos enyhülése várhatóan jótékonyan hat a világgazdasági növekedésre, ellensúlyozva a Kínában megfigyelhető strukturális lassulást.

A világkereskedelem gyenge marad. A feltörekvő piacgazdaságokban – különösen a nyersanyagexportőr országokban, ahol mélypontra kerültek a beruházások – megfigyelhető ciklikus fékező hatások az utóbbi néhány negyedévben visszafogták a világkereskedelmet. Ahogy ezek a sokkhatások lecsengenek, a világgazdasági import várhatóan élénkülni fog szerény ütemben az elkövetkező negyedévekben. A prognózis továbbra is azzal a feltevéssel él, hogy a kereskedelemnek a világgazdasági növekedésre való rugalmassága középtávon 1 körül van, ami jelentősen a válság előtt mért szintek alatt marad. Az euroövezet külső keresletének növekedése várhatóan a 2016-os 1,6%-ról 2017-ben 2,6%-ra, 2018-ban pedig 3,5%-re emelkedik.

A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

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

1) Az import súlyozott átlagaként számítjuk.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítjuk.

A 2016. júniusi prognózissal összehasonlítva a világgazdasági növekedést és az euroövezet külső keresletét lefelé módosították. Az euroövezet külgazdasági keresletének 2016-os 0,4

százalékpontos, a 2017-es adat 0,9 százalékpontos, és a 2018-as 0,5 százalékpontos lefelé módosítása elsősorban az Egyesült Királyság visszafogottabb importnövekedését valószínűsítő várakozásokat, illetve ezeknek a világgazdaságba való átgyűrűzését tükrözi.

Az euroövezeti negatív kibocsátási rés a csak mérsékelt potenciális kibocsátásnövekedés hatására várhatóan határozottan szűkülni fog az előrejelzési időszakban. A potenciális kibocsátás növekedése az időszak során a becslések szerint emelkedni fog, de jóval a válság előtt mért 1,7%-os ütem alatt marad. A visszafogott lendület elsősorban annak tudható be, hogy a tartósan igen visszafogott beruházásnövekedés nyomán a tőke növekedéshez való hozzájárulása meglehetősen kismértékű volt. A munkaerő-komponens hozzájárulása várhatóan javulni fog az előrejelzési időszakban, ami a munkaképes korú népességnek a menekültek beáramlásával összefüggő bővülését, valamint az aktivitási rátának a részben a múltbeli strukturális reformoknak betudható növekedését tükrözi. A munkaerő-komponens hozzájárulása mindenesetre némileg a válság előtti átlag alatt marad, aminek oka a népesség elöregedése. A teljes tényezőtermelékenység várható hozzájárulása ezzel szemben összességében megfelel a válság előtti szintnek.

Az euroövezeti munkaerő-piaci feltételek az előrejelzési időszakban várhatóan tovább javulnak. A foglalkoztatás tovább emelkedik az előrejelzési időszakban, bár az előző negyedévekhez képest kisebb mértékben. Rövid távon ez elsősorban normalizálódásra utal – ahogy egyes átmeneti támogató tényezők hatása lecseng –, az időszak fennmaradó részében viszont azt a feltételezést tükrözi, hogy a szakképzett munkaerő hiánya az övezet egyes részein meghatározóbb lesz. A munkanélküliségi ráta várhatóan csökkenni fog, jóllehet lassúbb ütemben, mint 2015-ben, mivel az aktív népességnek a menekültek beáramlását és a munkakeresők nagyobb számát (encouraged worker effect) tükröző dinamikusabb bővülése várhatóan részben ellensúlyozza a növekvő foglalkoztatottságnak a munkanélküliségi rátára gyakorolt hatását. Ezek a munkaerő-piaci folyamatok a munkaerő-termelékenység emelkedésére engednek következtetni, amely így a 2016-os 0,4%-ról 2018-ban 0,9%-ra nő a megszokott prociklikus pályát tükrözve.

A 2016. júniusi prognózishoz képest a reál-GDP-növekedési kilátások némileg lefelé módosultak az előrejelzési időszakban. Mindez döntően az euroövezeti exportcikkre iránti külgazdasági kereslet lefelé módosulásának kedvezőtlen hatását tükrözi, amelyet csak részben ellensúlyoz a hosszú lejáratú kamatlábak csökkenése, a gyengébb effektív euroárfolyam és néhány további költségvetési támogatás.

2 Árak és költségek

Az HICP-vel mért infláció a prognózis szerint 2016-ban átlagosan 0,2% lesz, ezt követően pedig érzékelhetően emelkedni fog, így 2017-ben 1,2%-os, 2018-ban pedig 1,6%-os értéket vesz fel. A múltbeli kőolajár-csökkenés erőteljes lefelé

mutató hatásának lecsengése 2017 elején várhatóan jelentősen megemeli a teljes HICP-inflációt, ami az első negyedévben így 1,2%-ra emelkedik. A tőzsdei határidős olajárak görbéje alapján az energiaáraknak a teljes HICP-inflációhoz való hozzájárulása várhatóan a 2016-os -0,6 százalékponttól 2017-ben és 2018-ban +0,1 és 0,2 százalékpont körüli értékre ugrik, és ezáltal 2016 és 2017 között 0,7 százalékponttal megemeli a teljes HICP-inflációt.

Az energia- és élelmiszerárak nélküli HICP-infláció a gazdaság pangásának lassú enyhülésével várhatóan emelkedni fog. A munkaerő-piaci feltételek javulása – ami a munkanélküliségi ráta számottevő csökkenésében tükröződik – várhatóan elősegíti a bérnövekedés fokozatos élénkülését az előrejelzési időszak alatt. A folyamatban lévő gazdasági fellendüléssel a maginfláció folyamatos támogatása is várhatóan érzékelhetővé válik a vállalatok árképzési pozícióján, illetve a profitráta ehhez kapcsolódó emelkedésén keresztül. Az energia és az energian kívüli nyersanyagárak visszafogó közvetett hatásainak lecsengése szintén hozzájárulhat az energia és élelmiszerek nélküli HICP-infláció várható emelkedéséhez. Ugyancsak inflációemelő hatásra lehet számítani általánosságban az emelkedő globális inflációs nyomásból, ám az euro múltbeli leértékeléséből eredő inflációs nyomás fokozatos lecsengése várhatóan visszafogja az energia- és élelmiszerárak nélkül számított HICP-infláció emelkedését az előrejelzési időszakban. Összességében az energia- és élelmiszerárak nélküli HICP-infláció előreláthatólag 2016-ban átlagosan 0,9% lesz, ezt követően pedig emelkedni fog, így 2017-ben 1,3%-os, 2018-ban pedig 1,5%-os értéket ér el.

A külső inflációs nyomás hozzájárul az infláció emelkedéséhez: az importárak által generált éves átlagos infláció – miután négy éven keresztül negatív tartományban tartózkodott – 2017-ben pozitív értéket vesz fel. Az importdeflátor 2016-ban feltételezhetően tovább csökken, ám a rákövetkező két évben újra magára talál. Az importált infláció trendfordulójának egyik kulcseleme a nyersanyagáraknak, ezen belül is elsősorban a kőolajárak az előző évek árzuhanását követő feltételezett emelkedése lesz, amit a tőzsdei határidős (futures) árfolyamgörbék is jeleznek. A magasabb infláció irányába mutató erőteljes bázishatás szintén jelentős szerepet játszik az importdeflátorból származtatott éves inflációs ráta 2016 és 2017 közötti előjelváltásában. E tényezőkön túlmenően, általánosságban a fokozatosan emelkedő globális inflációs nyomás – amely például a globális fogyasztóiár-infláció valószínűsített emelkedésében is tetten érhető – fokozhatja az euroövezetre nehezedő külső inflációs nyomást.

A munkaerőpiac gyengélkedésének alábbhagyása és a teljes fogyasztóiár-infláció emelkedése várhatóan hozzájárul a béremelkedési ütem 2017-es és 2018-as élénküléséhez. Annak ellenére, hogy az elmúlt években enyhültek a munkaerőpiac gyengélkedésének jelei, a béremelkedés üteme összességében eddig jobbra stabil maradt. A bérnövekedést a munkaerő-piaci pangás és az alacsony infláció mellett egyéb tényezők is változatlanul visszafogják a mostani, gazdasági fellendüléssel jellemezhető időszakban. Idetartozik az egyes országokban zajló, az árversenyképesség visszaszerzését, illetve megőrzését célzó kiigazítási folyamat, amelyet erősítenek a válság idején végrehajtott munkaerő-piaci reformok.

Emellett a jelek szerint sikerült új munkahelyeket teremteni, különösen alacsony munkatermelékenységgel – és így alacsony bérszínvonallal – jellemezhető ágazatokban, ami különféle összetételi hatásokon keresztül visszafogta az aggregált bérnövekedést. Az előrejelzési időszakban az ilyen bérnövekedést fékező hatások várhatóan némileg veszítenek jelentőségükből, ami tovább enyhíti a munkaerő-piaci pangást, lehetővé téve az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedési ütemének fokozódását, amely ennek megfelelően 2016-ban 1,2%-ra, 2017-ben 1,8%-ra, 2018-ban pedig 2,2%-ra prognosztizálható.

A profitrátára vonatkozó mutatóra várhatóan pozitívan hat a most

tapasztalható gazdasági fellendülés az előrejelzési időszakban. 2015-ben a profitrátára kedvezően hatott a munkaerőköltség visszafogott emelkedése és a kőolajár zuhanása, amely a jelek szerint nem gyűrűzött át teljes mértékben a fogyasztói árakba. Mivel ez utóbbi hatás lecsengésével lehet számolni 2016-ban, a profitráta mutatójának növekedési üteme várhatóan csökkenni fog. A gazdasági tevékenységnek az előrejelzési időszakra előrevetített ciklikus javulása várhatóan továbbra is kedvezően hat a vállalatok árazási pozíciójára, és ezen keresztül a profitrátára, az emelkedő munkaerőköltség visszafogó hatása ellenére.

A 2016. júniusi prognózissal összehasonlítva az HICP-inflációra vonatkozó kilátás összességében nem változott az előrejelzési időszak során.

3

Fiskális kilátások

A fiskális politika 2016-ban várhatóan expanzív, 2017-ben és 2018-ban pedig semleges lesz. A fiskális politika irányultságát a pénzügyi szektor kormányzati támogatásával csökkentett, ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg változásával mérjük. A 2016-os expanzív fiskális politika háttérben elsősorban diszkrecionális költségvetési intézkedések állnak, így a nem diszkrecionális tényezők kisebb szerephez jutnak, és többek között a nem adójellegű bevételek kismértékű csökkenésével hozhatók összefüggésbe.

Az előrejelzési időszakban az államháztartási hiány és az államadósság csökkenő pályára kerül. 2016-ban az alacsonyabb kamatterhek és a ciklikus komponens javulásának egyenlegjavító hatásánál erőteljesebb a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg romlása. 2017 és 2018 között a tovább csökkenő kamatköltségek és a mind a ciklikus komponensben, mind az elsődleges egyenlegben bekövetkező javulás a költségvetési hiány további csökkenését vetíti előre. Az előrejelzési időszakban az államadósság fokozatos csökkenését főként a növekedés és a kamatláb közötti kedvező különbség támogatja a jelzett gazdasági élénkülés és a feltételezett alacsony kamatkörnyezet fényében. Az alacsony elsődleges többletek is kedvezően hatnak a jelzett adósságpályára.

A júniusban publikált prognózishoz képest a költségvetési kilátások nagyjából változatlanok maradtak a GDP-arányos költségvetési hiány tekintetében, a GDP-arányos államadósságra vonatkozóan pedig kedvezőbb irányba

módosultak. Utóbbi az előrejelzés szerint alacsonyabb lesz az előrejelzési időszak alatt, ami jórészt a 2015-ös írt nominális GDP-adat felfelé módosítását tükrözi, amely az övezet adósságmutatóját mintegy 0,4 százalékponttal csökkentette.

1. táblázat

Az euroövezet makrogazdasági prognózisa¹⁾

(éves változás, százalék)

	2016. szeptember				2016. június			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Reál-GDP ¹⁾	1,9	1,7	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7
		[1,5–1,9] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾	[0,4–2,8] ²⁾		[1,3–1,9] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[0,5–2,9] ²⁾
Magánszektor fogyasztása	1,7	1,7	1,6	1,5	1,7	1,9	1,7	1,5
Kormányzati fogyasztás	1,4	1,7	0,9	1,0	1,3	1,5	0,8	0,9
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	2,9	3,1	3,3	3,3	2,7	3,2	3,4	3,3
Export ³⁾	6,1	2,6	3,7	4,1	5,2	3,2	4,2	4,4
Import ³⁾	6,1	3,3	4,4	4,7	6,0	4,7	4,7	4,8
Foglalkoztatás	1,1	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	0,9	0,9
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	10,9	10,1	9,9	9,6	10,9	10,2	9,9	9,5
HICP	0,0	0,2	1,2	1,6	0,0	0,2	1,3	1,6
		[0,1–0,3] ²⁾	[0,6–1,8] ²⁾	[0,8–2,4] ²⁾		[0,1–0,3] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾
HICP energia nélkül	0,9	0,9	1,2	1,5	0,9	0,9	1,2	1,6
HICP energia és élelmiszer nélkül	0,8	0,9	1,3	1,5	0,8	1,0	1,2	1,5
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	0,9	1,2	1,5
Fajlagos munkaerőköltség	0,4	0,8	1,0	1,3	0,8	0,8	1,0	1,3
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,3	1,2	1,8	2,2	1,3	1,3	1,8	2,2
Munkatermelékenység	0,9	0,4	0,7	0,9	0,6	0,5	0,8	0,9
Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	90,3	89,5	88,4	87,0	90,7	90,0	89,0	87,4
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	3,2	3,5	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	2,8

1) Munkanappal korrigált adatok.

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

3) Az euroövezet belső kereskedelmét is magában foglalja.

4) A részindex a közvetett adók tényleges hatására adott becsléseken alapul. Ez eltérhet az Eurostat által közölt adatoktól, amelyek azzal a feltevéssel élnek, hogy az adózási hatások teljes mértékben és azonnal átgyűrűznek a HICP-be.

5) Az államháztartási egyenlegnek a gazdasági ciklus átmeneti hatásaitól és a kormányzatok ideiglenes intézkedéseitől megtisztított értékeként megadva (a KBER módszertanát lásd: Műhelytanulmány sorozat, 77, EKB, 2001. szeptember, és Műhelytanulmány sorozat, 579, EKB, 2007. január). A strukturális egyenlegre vonatkozó prognózist nem a kibocsátási rés aggregált mérőszámából számítjuk. A KBER-módszertan alapján a ciklikus elemeket a különböző bevételi és kiadási tételekre külön számítjuk. A témakör részletesebb tárgyalása megtalálható az EKB 2012. márciusi *Havi jelentésének* „Cyclical adjustment of the government budget balance” (A kormányzati költségvetési egyenleg ciklikus kiigazítása) című, valamint a 2014. szeptemberi *Havi jelentés* „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” (A strukturális egyenleg mint a fiskális alappozíció jelzőszáma) című keretes írásában.

4. keretes írás

Érzékenységi elemzések

Az egyes prognózisok nagymértékben támaszkodnak a kulcsfontosságú változók alakulására adott technikai feltevésekre. Mivel a szóban forgó változók közül néhány komoly mértékben befolyásolhatja az euroövezeti prognózisokat, a rájuk vonatkozó kockázatok elemzését megkönnyíti, ha megvizsgáljuk mennyire érzékenyek az alternatív feltevéspályákra. Ez a keretes írás néhány fontos alapfeltevést, és a prognózisok ezekkel szembeni érzékenységét taglalja.

1) Az alternatív olajpálya

Az alternatív olajármodellek arra a kockázatra mutatnak rá, hogy az olajárak a futures árfolyamokból következőnél némileg gyorsabban emelkedhetnek az előrejelzési időszakban.

Az alapprognózis háttérében álló, a futures piacon alapuló technikai feltevések emelkedő olajpályát jeleznek, és ennek alapján a hordónkénti Brent nyersolajárát 2018 végére 51,6 USA-dollárra becslik. Ez a pálya a világgazdasági élénkülés erősödéséhez köthető mérsékelt javulásának és az olajkínálat kismértékű visszaesésének felel meg. Az EKB szakértői által a kőolajárak előrejelzési időszakban várható alakulásának prognosztizálására alkalmazott alternatív modellek együttese⁴ 2017-ben és 2018-ban a technikai feltevéseknél magasabb olajárát jelez. Ez a kőolaj világgazdasági keresletének erőteljesebb fellendüléséből következhet, amelyet a vártnál erősebb világgazdasági teljesítményjavulás okozna, illetve a kőolajkínálat jelentősebb visszaeséséből, amelynek háttérében a visszafogottabb olajipari beruházások, így egyes olajtermelő országok kitermelői kapacitásának csökkenése állna. Az alapprognózisnál 11%-kal magasabb olajárakat jelző alternatív pályának 2018-ra való megvalósulása kismértékben visszafogná a reál-GDP növekedését, ugyanakkor egy valamivel (2017-ben 0,1 százalékponttal, 2018-ban pedig 0,3 százalékponttal) gyorsabb HICP-infláció emelkedéssel járna.

2) Az alternatív devizaárfolyam-pálya

Ez az érzékenységi elemzés az alapprognózisnál alacsonyabb alternatív euroárfolyam-pálya hatását vizsgálja. Az euroárfolyam leértékelődési kockázata főként az Atlanti-óceán két partján folytatott eltérő monetáris politikából ered. Ez elsősorban azt jelenti, hogy az euróra további leértékelődési nyomást gyakorolhat az euroövezetben alkalmazott további monetáris politikai lazítás, illetve az USA-ban a Fed irányadó kamatlábának a vártnál korábbi emelése. Az euro alternatív árfolyam-pályája a 2016. augusztus 11-i USD/EUR árfolyamra vonatkozó opciókból számított, kockázatmentes sűrűségi adatokból származó eloszlás 25. percentilisének alapul. A pálya alapján az euro a dollárhoz képest 2018-ban fokozatosan 1,04 USD/EUR árfolyamra gyengül, amely 6,3%-kal az adott évi alapfeltevés alatt van. A megfelelő nomináleffektív euroárfolyamra vonatkozó feltevések hosszabb múltbeli időszak alatt megfigyelt szabályszerűségeket tükröznek: a dollár–euro árfolyam változása mintegy 50%-os elaszticitással tükrözi az effektív árfolyamváltozást. A feltevés eredményeképpen az effektív euroárfolyam fokozatosan elmozdul lefelé az alappályától,

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

és 2018-ban ennél 3,3%-kal alacsonyabb szintre kerül. E forgatókönyv esetében több szakértői makrogazdasági modell eredményeinek átlaga 2017-ben és 2018-ban a reál-GDP 0,1-0,2 százalékponttal magasabb növekedését, valamint 0,1-0,2 százalékponttal magasabb HICP-vel mért inflációt jelez előre.

5. keretes írás

Más intézmények előrejelzései

Több nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény is 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 ára – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben meg nem nevezett) módszerekkel alakítják ki. Végül a munkanap-korrekciónál alkalmazott módszerek is eltérnek a különféle előrejelzésekben (lásd a táblázatot).

Ahogy a táblázatban látható, a más intézményektől az euroövezet reál-GDP-jének növekedésére és HICP-vel mért inflációjára adott prognózisok jóval az EKB szakértői prognózisait övező sávokon belül vannak (a táblázat zárójeles adatai).

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

(éves változás, százalék)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés			HICP-infláció		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
EKB szakértői prognózisa	2016. szeptember	1,7 [1,5–1,9]	1,6 [0,7–2,5]	1,6 [0,4–2,8]	0,2 [0,1–0,3]	1,2 [0,6-1,8]	1,6 [0,8-2,4]
Európai Bizottság	2016. május	1,6	1,8	-	0,2	1,4	-
OECD	2016. június	1,6	1,7	-	0,2	1,2	-
Euro Zone Barometer	2016. augusztus	1,5	1,3	1,6	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecasts	2016. augusztus	1,5	1,2	1,6	0,2	1,3	1,6
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2016. július	1,5	1,4	1,6	0,3	1,2	1,5
IMF	2016. április (HICP)/július (GDP)	1,6	1,4	1,6	0,4	1,1	1,3

Forrás: Európai Bizottság európai gazdasági előrejelzése, 2016. tavasz, 2016. május (2016 júliusában a Bizottság két forgatókönyvet publikált, amelyek az Egyesült Királyság népszavazási eredményének hatását tükrözik az euroövezet gazdasági kilátásainak a szempontjából; az enyhébb forgatókönyv szerint az euroövezeti GDP-növekedés 2016-ban 1,6%, 2017-ben pedig 1,5%, a súlyosabb forgatókönyv szerint pedig 2016-ban 1,5% és 2017-ben 1,3% lesz; az IMF világgazdasági előrejelzése, 2016. júliusi frissítés (GDP) és 2016. április (HICP); az OECD gazdasági előrejelzése (2016. június); a Consensus Economics előrejelzései, 2016. augusztus; MJEconomics for the Euro Zone Barometer, 2016. augusztus; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített felmérése (SPF), 2016. július.

Megjegyzés: Az eurorendszer és az EKB szakértőinek makrogazdasági prognózisa, valamint az OECD-előrejelzések egyaránt munkanappal igazított éves növekedési ütemek, ezzel szemben az Európai Bizottság és az IMF növekedési adatai nincsenek az éves munkanapszámmal korrigálva. A többi előrejelzésben nem jelölik meg, hogy munkanappal korrigált vagy nem korrigált adatokat közölnek.

© Európai Központi Bank (2016)

Postacím: 60640 Frankfurt am Main, Németország

Telefonszám: +49 69 1344 0

Weboldal: www.ecb.europa.eu

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