



Az eurorendszer szakértőinek 2016. júniusi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről¹

1

Euroövezeti kilátások: áttekintés, fő ismérvek

Az euroövezet gazdaságának élénkülése várhatóan folytatódik, amit az EKB laza monetáris politikája, az alacsony olajárak, a javuló munkaerő-piaci helyzet, valamint a költségvetés valamelyes lazítása is támogat 2016-ban. Az adósságleépítés terén több szektorban is elért előrelépés a belföldi keresletnövekedés irányába is hat az előrejelzési időszakban. Ugyanakkor a visszafogott exportbővülésből eredő fékező hatás a világkereskedelemben várható fokozatos fellendülésnek köszönhetően a prognózis szerint megszűnik. A reál-GDP 2016-ban éves szinten várhatóan 1,6%-kal, 2017-ben és 2018-ban pedig 1,7%-kal bővül. A HICP-infláció üteme 2016-ban az energiaárakban tapasztalt csökkenések miatt várhatóan nagyon alacsony, 0,2%-os marad, 2017-re pedig jelentős mértékben, 1,3%-ra nő, amiben elsősorban az energiakomponenshez kapcsolódó bázishatás játszik szerepet. A gazdasági pangás enyhülése következtében az infláció 2018-ban még tovább, várakozásaink szerint 1,6%-ra emelkedik.

Az élénkülést a belföldi kereslet vezérli, amelyet várhatóan számos kedvező hatás támogat.

Kiemelendő, hogy az EKB laza monetáris politikája továbbra is átgyűrűzik a gazdaságba. A magánfogyasztás növekedése, bár valamelyest lassul, várhatóan erőteljes marad, különösen 2016-ban, mivel a háztartások – a javuló munkaerő-piaci helyzettel és az előzőleg visszafogott fogyasztói kereslettel jellemezhető környezetben – valószínűleg elköltik az olajárak múltbeli visszaeséséből eredő rendkívüli bevételeik nagy részét. A várható fellendülés – részben az akcelerátor hatások révén – a beruházási tevékenység folyamatos, bár fokozatos élénküléséhez is hozzájárul. Emellett a belső keresletre rövid távon szintén jótékony hatással lesz a költségvetés valamelyes lazítása.

¹ Az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisa a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok kormányzótanácsi értékelésébe épül be. A prognózisban alkalmazott eljárásokat és módszereket az *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises* (Útmutató az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának elkészítéséhez) című, 2001. júniusi kiadvány ismerteti, amely az EKB weboldalán olvasható. A kőolajár- és árfolyam adatokra vonatkozó technikai feltevésekhez szükséges adatgyűjtés lezárási napja 2016. május 10. (lásd a 1. keretes írást). Az egyéb adatok prognózisba való felvételének utolsó napja 2016. május 18. 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 cikkben prognosztizált euroövezeti aggregátumok háttérben álló egyes országos változókra vonatkozó előrejelzéseket tartalmazó táblázatot a jelen prognózis közzététele után két héttel, a nemzeti központi bankok országos előrejelzéseinek megjelenése után tesszük közzé az EKB weboldalán.

Rövid távon külső akadályozó tényezők fékező hatása érvényesül, amely középtávon várhatóan fokozatosan megszűnik. Az euroövezeti külső kereslet 2016 első felében továbbra is csak szerény mértékben élénkül, mivel még mindig visszafogja a feltörekvő piacgazdaságokra jellemző gyenge kereslet. Az euroövezeten kívüli export növekedésére gyakorolt negatív hatást csupán részben enyhítik az euro múltbeli erőteljes leértékelődéséből fakadó, kedvező késleltetett hatások. Előretekintve, az euroövezeten kívüli világgazdasági teljesítmény az előrejelzési időszakban várhatóan fokozatosan erősödik, ezzel támogatja az euroövezet külső keresletét, következésképp az övezeten kívültre irányuló exportot is.

Továbbra is leginkább a HICP-ben foglalt energiaárak alakulásával indokolható mind a teljes HICP-infláció 2016-os alacsony szintje, mind az előrejelzés szerint 2016 és 2017 között bekövetkező meredek emelkedése. Az energiaárakat is tartalmazó HICP-infláció számottevő negatív hatása várhatóan 2016-ban is megmarad, és fékezi az általános inflációt. A jelentős felfelé mutató bázishatások az energiaárakat is tartalmazó HICP-infláció erőteljes, 2017-re a pozitív tartományba forduló emelkedését vetítik előre, míg ezek megszűntével a prognózis szerint az előrejelzési időszak hátralevő részében viszonylag stabil marad. Az élelmiszer- és energiakomponens nélkül vizsgált HICP-inflációra ható felfelé irányuló nyomás az időszak folyamán előreláthatólag fokozatosan erősödni fog. A munkaerő-piaci helyzet javulása és a gazdasági fellendülés további várható erősödése várakozásaink szerint jótékony hatással lesz a bérnövekedésre és a haszonkulcsokra. Az olajár és az energián kívüli nyersanyagárak feltételezett emelkedéséből adódó, az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP-vel mért inflációra gyakorolt felfelé mutató közvetett hatások összeadódva végül túlsúlyba kerülnek a korábbi nyersanyagáresésből eredő, megszűnőben lévő, visszafogó hatásokkal szemben. Mindemellett 2017 folyamán az euroárfolyam múltbeli leértékelődésének folyamatos átgűrűző, felfelé irányuló hatásaira számítunk.

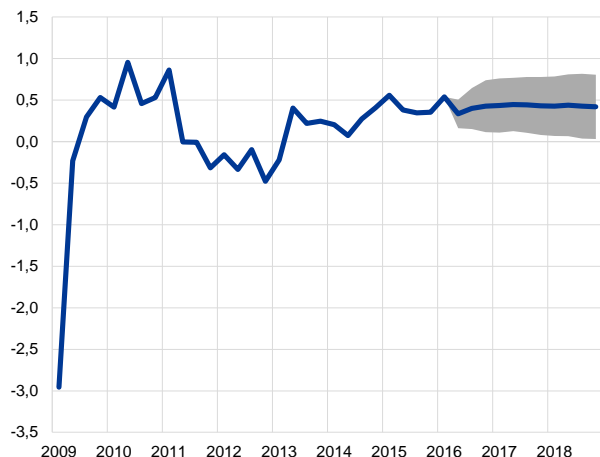
1. ábra

Makrogazdasági prognózis¹⁾

(negyedéves adatok)

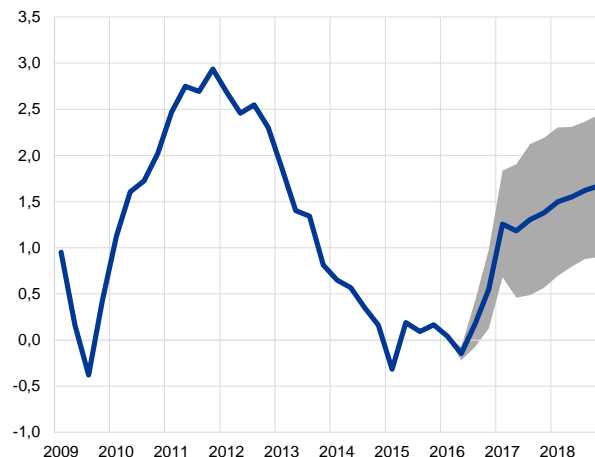
Euroövezeti reál-GDP²⁾

(negyedéves változás, százalék)



Euroövezeti HICP

(éves változás, százalék)



1) A prognózis alappályáját övező sávokat többéves időszak prognózisai és tényleges adatai közötti különbség alapján határozzuk meg. A 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.

2) Munkanappal korrigált adatok.

2

Reálgazdaság

Az euroövezeti gazdaság fellendülése várakozásaink szerint továbbra is kitart.

A reál-GDP növekedési üteme 2016 első negyedévében 0,5%-ra nőtt. A közelmúlt felmérési adatai szerint az üzleti és fogyasztói hangulat a hosszú távon megfigyelt átlagos szintje felett állandósult, ami rövid távon tartós gazdasági növekedést jelez.

A magánszektor fogyasztási kiadásai az előrejelzés szerint 2016-ban erőteljesen emelkednek, és azután is reziliensek maradnak.

A rendelkezésre álló nomináljövedelem növekedése a vizsgált időszakban fokozatosan gyorsul, amit a foglalkoztatás bővülése és az egy munkavállalóra jutó nomináljövedelem növekedése támogat. A nem bérjellegű személyi jövedelmek 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. Az alacsony finanszírozási költségek, a hitelezés növekedésének szerény mértékű élénkülése és a háztartások nettó vagyonának mérsékelt növekedése – amelyekhez az EKB monetáris politikai intézkedései jelentős mértékben hozzájárulnak – támogatja a magánszektor fogyasztását, és ezt csak részben ellensúlyozza a kisebb kamatbevételnek a rendelkezésre álló jövedelemre gyakorolt kedvezőtlen hatása. Ezenkívül az adósságleépítés terén elért előrelépés is a magánszektor fogyasztásának növekedése irányába hat. Összességében, a magánfogyasztás

éves növekedési üteme a prognózis alapján a 2015-ös 1,7%-ról 2016-ban 1,9%-ra nő, majd 2017-ben 1,7%-ra, 2018-ban pedig 1,5%-ra csökken.

1. keretes írás

A kamatokra, árfolyamokra és nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések

A márciusi prognózissal összevetve megváltoztak a technikai feltevések. A főbb változások: az olaj és a nem energiajellegű nyersanyagok USA-dollár-alapú árszintje jelentősen magasabb, az effektív euroárfolyam kismértékben leértékelődött, valamint a hosszú lejáratú piaci kamatlábak alacsonyabbak.

Technikai feltevések

	2016. június				2016. március			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	0,0	-0,3	-0,3	-0,3	0,0	-0,3	-0,3	-0,2
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	1,2	0,9	1,1	1,4	1,2	1,2	1,4	1,7
Nyersolajár (USD/hordó)	52,4	43,4	49,1	51,3	52,5	34,9	41,2	44,9
Energián kívüli nyersanyagárak, USD (éves százalékos változás)	-19,9	-3,3	4,3	4,6	-19,9	-14,8	3,0	4,7
USD/EUR árfolyam	1,11	1,13	1,14	1,14	1,11	1,11	1,12	1,12
Nomináleffektív euroárfolyam (EER38) (éves százalékos változás)	-7,1	4,2	0,2	0,0	-7,1	4,8	0,2	0,0

A technikai kamat- és nyersanyagár-feltevések a 2016. május 10-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. A módszertan alapján a rövid lejáratú átlagos kamatszint 2016-ban, 2017-ben és 2018-ban is -0,3%. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2016-ban átlagosan 0,9%-ot, 2017-ben 1,1%-ot, 2018-ban pedig 1,4%-ot jeleznek.² Az eurorendszer nem pénzügyi magánszektorának kihelyezett hitelek kompozit banki kamatai – amelyek egyrészt a határidős piaci hozamok pályáját, másrészt a piaci kamatlábak változásának a hitelkamatokba való fokozatos átgűrűzését tükrözik – 2016 során várhatóan valamelyest csökkennek, 2017-ben összességében változatlanok maradnak, majd 2018-ban mérsékelten emelkedni kezdenek. A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés május 10-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 43,4 dollárra esik, majd 2017-ben 49,1 dollárra, 2018-ban pedig 51,3 dollárra emelkedik. Ez 2016-ban és 2017-ben mintegy 8 dollárral, 2018-ban pedig körülbelül 6 dollárral magasabb, mint a márciusi prognózis. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú ára 2016-ban várhatóan némileg esni, 2017-ben és 2018-ban

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

pedig emelkedni fog.³ A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az előrejelzési időszakban az adatgyűjtés május 10-i zárónapját megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak. Mindebből 2016-ban 1,13 USD/EUR, 2017-ben és 2018-ban pedig 1,14 USD/EUR átlagárfolyam következik, míg márciusi prognózisunk 2016-ra 1,11 USD/EUR, 2017-re és 2018-ra pedig 1,12 USD/EUR volt. Az euro (38 kereskedelmi partnerhez viszonyított) effektív árfolyama a feltevés szerint az előrejelzési időszakban 0,6%-kal lesz gyengébb, mint a márciusi prognózisban feltételeztük.

A megtakarítási ráta 2017 közepéig várhatóan csökken, majd a későbbiekben nagyjából szinten marad.

Az olajárhoz kapcsolódó reáljövedelem-gyarapodás fokozatos begyűrűzése továbbra is támogatja a megtakarítási rátát 2016-ban, majd 2017 folyamán hatása megszűnik. A ráta ezután az előrejelzési időszak hátralévő részében stagnálni fog, ami ellentétes hatású tényezőknek tudható be. A csökkenő munkanélküliség, a javuló hitelfeltételek és az alacsony kamatok általánosan a megtakarítási ráta csökkenése felé mutatnak. Néhány helyen ugyanakkor az adósságleépítési igény várhatóan ellensúlyozza az előbbi folyamatot, és a megtakarítások növelése irányába hat.

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. Ezen túlmenően úgy tűnik, számos országban befejeződtek a lakáspiaci kiigazítási folyamatok, és a lakásárak elérték a legalacsonyabb szintet. Bizonyos országokban azonban a magas munkanélküliség és a háztartások eladósodottsága, másokban pedig a kedvezőtlen demográfiai folyamatok várhatóan gátolják a lakáscélú beruházások erőteljesebb mértékű növekedését.

A vállalati beruházások várhatóan folyamatosan élénkülnek. A tőkekiadásokat több tényező is támogatja, így például az igen laza monetáris politika, amelyet még jobban megerősítettek az EKB utóbbi időben hozott monetáris politikai intézkedései; a belföldi és a külső kereslet jelzett erősödése; a tőkeállománynak a többévi visszafogott beruházási tevékenységet követő megújítása iránti igény; a széles körben elérhető, olcsó külső finanszírozás; az egyes országokban bevezetett fiskális intézkedések; valamint a nem pénzügyi vállalati szektor már bőséges készpénzállományával kapcsolatos haszonkulcs-növekedés. Emellett a tőzsdei árfolyamoknak az elmúlt években megfigyelhető erős élénkülése és a mérsékelt adósságfinanszírozási növekedés hatására a nem pénzügyi vállalati szektorban a tőkeáttételi mutató (adósság a teljes eszközállomány arányában) hosszú időszakra visszatekintve mért alacsony értékre esett. A vállalati beruházások élénkülését

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 második negyedévéig a futures árakat követik, majd a világgazdasági teljesítménynek megfelelően alakulnak.

ugyanakkor fékezik a termék- és munkaerő-piaci merevségek, a múltbelinél gyengébb kibocsátásnövekedésre vonatkozó várakozások és a megnövekedett geopolitikai bizonytalanság.

Az euroövezeten kívülre irányuló export a prognózis szerint az euroövezet külső keresletének megfelelően bővül. A külső kereslet a prognózis alapján az erősödő világgazdasággal párhuzamosan fokozatosan élénkül 2016 második felétől, de a válság előtti teljesítménytől még jóval elmarad (lásd 2. keretes írást). Az övezeten kívüli exportpiaci részesedések a közelmúltban mért bővülés után várhatóan nagyjából változatlanok maradnak az előrejelzési időszak során. Az övezeten kívüli importtevékenység az összkeresletre való historikus rugalmasságnak megfelelően fog növekedni, bár továbbra is gyorsabban, mint az export. Ennek alapján 2016-ban a nettó kereskedelem negatívan járul hozzá a növekedéshez, majd a későbbi időszakban hatása semleges lesz. A folyó fizetési mérleg GDP-arányos többlete kismértékben csökken, és a 2015-ös 3,2% után 2018-ban 2,8%-ban valószínűsíthető.

2. keretes írás

A nemzetközi környezet

A világgazdasági növekedés előrejelzésünk szerint fokozatosan erősödni fog, aminek mozgatórugói a legfejlettebb gazdaságokban még mindig szilárd növekedési kilátások, valamint a néhány nagy feltörekvő piacgazdaságban tapasztalható mély recesszió várható fokozatos enyhülése. A kedvező finanszírozási feltételek és a javuló munkaerő-piaci helyzet pozitívan hathat a fejlett gazdaságok kilátásaira. A kínai gazdaság fokozatos lassulása várhatóan fékezi a többi feltörekvő piacgazdaság növekedését, különösen a feltörekvő Ázsiában. Bár a nyersanyagáraknak a közelmúltban megfigyelt újbóli erősödése az akut nyomás egy részét enyhíti, a nyersanyag-exportőrök folytatják az alacsony nyersanyagárhoz való alkalmazkodást. Emellett a pénzügyi piac utóbbi időben tapasztalt élénkülése ellenére a feltörekvő piacgazdaságok szigorúbb külső finanszírozási feltételekkel szembesülnek, ami részben az amerikai monetáris politika normalizálódásával áll összefüggésben. Néhány országban a keresletet a politikai bizonytalanság és a geopolitikai feszültségek is visszafogják.

Az euroövezet nélkül tekintett világkereskedelem növekedési üteme 2015 második felében visszatért a pozitív tartományba az első félévben megfigyelhető határozottan gyenge ütemek után. A világszerte importra rövidebb távon továbbra is hatással van a néhány feltörekvő piacgazdaságban, különösen Brazíliában és Oroszországban tapasztalható gyenge teljesítmény. A világgazdasági élénküléssel párhuzamosan a világkereskedelem a várakozások szerint fokozatosan javulni fog. A prognózis továbbra is azzal a feltevéssel él, hogy a kereskedelemnek a világgazdasági növekedésre való rugalmassága középhosszú távon 1 körül, tehát jelentősen a válság előtt mért szintek alatt maradt. Összességében az euroövezet külső kereslete a 2015-ös 0,6%-ról 2016-ban várhatóan 2,0%-ra, 2017-ben 3,5%-ra, 2018-ban pedig 4,0%-ra emelkedik.

A 2016. márciusi prognózissal összehasonlítva a világgazdasági növekedést és az euroövezet külső keresletét lefelé módosították.

A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

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

1) Az import súlyozott átlagaként számítjuk.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítjuk.

Összességében a reál-GDP az előrejelzések szerint 2016-ban 1,6%-kal, 2017-ben és 2018-ban pedig 1,7%-kal nő.

A 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 elmozdul felfelé, de jóval a válság előtt mért 1,7%-os ütem alatt marad. A visszafogott ütem elsősorban annak tudható be, hogy a tartósan szerény beruházásnövekedés nyomán a tőke növekedéshez való hozzájárulása meglehetősen alacsony volt. A növekvő aktivitási ráta melletti bővülő munkaképes korú népesség hatására a munka hozzájárulása az időszak alatt várhatóan javul, ami részben a szerkezeti reformoknak és a folyamatos bevándorlásnak is betudható.

Az euroövezeti munkaerő-piaci helyzet az előrejelzési időszakban várhatóan szerény ütemben és a vártnál kissé gyorsabban tovább javul. Az előrejelzési időszakban tovább bővül a foglalkoztatás is. A munkaerő-állomány 2016-ban és 2017-ben erőteljesen bővül, ami a menekültek beáramlásának és a munkakeresők nagyobb számának (encouraged worker effect) tudható be. A munkanélküliségi ráta várhatóan csökken, de hosszabb múltbeli időszakot tekintve megemelkedett marad. A foglalkoztatás alakulásából következően a munkaerő termelékenysége a 2015-es 0,6%-ról 2018-ban 0,9%-ra nő, összhangban a normális prociklikus alakulással.

A 2016. márciusi prognózissal összehasonlítva a 2016. évi reál-GDP növekedési kilátásokat felfelé módosítottuk. Ez részben a historikus adatomódosításokkal kapcsolatos pozitívabb áthúzódó hatást, az első negyedévben regisztrált vártnál erősebb növekedést és a pénzügyi piaci volatilitás visszaesésével kapcsolatos kisebb bizonytalanságot tükrözi. A rövid távon túl a növekedési kilátások általánosan változatlanok, ami mögött egyfelől a magasabb olajárak lefelé mutató hatása és a gyengébb kereslet, másfelől pedig az ezeket jórészt ellensúlyozó, 2016. márciusban hozott monetáris politikai intézkedések kedvező hatása áll.

3

Árak és költségek

A HICP-vel mért infláció utóbbi időben megfigyelhető alakulását az alacsony energiaárak és az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP-vel mért

infláció szerény trendje határozta meg. A HICP-vel mért infláció 2016 májusában -0,1% volt, ami az energiakomponens -8,1%-os ütemének és az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP 0,8%-os ütemének az eredője.

A külső ároldali nyomás az előrejelzési időszakban várhatóan emelkedik, ami jelentős szerepet játszik az általános infláció emelkedésében. A HICP energiaár-infláció felfelé irányuló bázishatásai és a olaj-futures árfolyamokba ágyazott feltételezett további emelkedés a 2016 és 2017 közötti általános inflációemelkedés jelentős részét megmagyarázzák. Az euroárfolyam 2014 közepétől megfigyelhető számottevő leértékelődése várhatóan továbbra is átgyűrűzik az infláció emelkedésének irányába ható nyomás formájában. Az élelmiszer- és energiakomponens nélkül vizsgált HICP-infláció az időszak folyamán előreláthatólag fokozatosan erősödik, párhuzamosan a munkaerő-piaci helyzet javulásával és a gazdasági fellendüléssel, amelyet az EKB által hozott monetáris politikai intézkedések támogatnak.

A mérsékelt ütemű bérnövekedésben némi erősödést prognosztizálunk, ahogy fokozatosan szűkül a munkaerőpiac. A bérnövekedést visszafogja a megemelkedett munkanélküliség, a lassú termelékenységnövekedés, az egyes országokban a versenyképesség visszanyeréséért folyó korrekciós folyamat és a válság alatt lezajló munkaerő-piaci szerkezeti reformokat követő megnövekedett berrugalmasság. Ebben a tekintetben az összetételbeli hatások várhatóan tovább fékezik az aggregált bérnövekedést, ahogy új álláshelyek jönnek létre elsősorban a viszonylag kisebb munkatermelékenységgel és így bérszinttel rendelkező ágazatokban. Az egy munkavállalóra jutó jövedelemnövekedés üteme a 2016. évi átlagosan 1,3%-ról 2017-ben fokozatosan 1,8%-ra, 2018-ban pedig 2,2%-ra emelkedik.

A profitmarzsokra várhatóan jótékonyan hat a folyamatban levő gazdasági élénkülés. A jelzett keresletélénkülés várhatóan erősíti a vállalkozások árképzési lehetőségeit és ebből következően profitmarzsait. Utóbbiak a közelmúltban javultak az alacsony olajárakból eredő rendkívüli bevételek következtében, bár a közeljövőben ez a hatás várhatóan fokozatosan megszűnik párhuzamosan közelmúltbeli és az olajár-futures görbe alapján feltételezett további olajár-emelkedéssel. A fajlagos munkaerőköltség-növekedés időszakbeli gyorsulása ráadásul várhatóan lassítja, különösen 2018-ban, a profitmarzsok növekedését.

A 2016. márciusi prognózishoz viszonyítva a HICP-re vonatkozó előrejelzést 2016-ra kissé felfelé módosítottuk, 2017-re és 2018-ra pedig nagyrészt változatlanul hagytuk. Az energiaárakat is tartalmazó HICP-infláció felfelé való módosítása – háttérében az olajárfelejtés változásával – kissé nagyobb súllyal szerepel, mint a HICP energián kívüli komponenseinek lefelé módosítása. 2017-ben és 2018-ban az energia- és élelmiszerkomponensek felfelé irányuló módosítását jórészt ellensúlyozta az élelmiszereket és energiát nem tartalmazó HICP-infláció lefelé módosítása.

A fiskális politika 2016-ban kismértékű pozitív keresleti oldali hozzájárulást képvisel, amely 2017-ben és 2018-ban összességben semleges lesz. A fiskális politika irányultságát a pénzügyi szektor kormányzati támogatásával csökkentett, ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg változásával mérjük. A 2016. évi expanszív fiskális politika főként a közvetlen adók és társadalombiztosítási járulékok több országban tervezett csökkentéséből, valamint a menekülők beáramlásának kiadásemelő hatásaiból ered.

Az előrejelzési időszakban mind az államháztartási hiány, mind az államadósság csökkenő pályára kerül. A 2016. évi hiánycsökkenés a kamatcsökkenésnek és a ciklikus komponens javulásának köszönhető, amelyeket részben ellensúlyoz a fiskális politikai lazítás. 2017–18-ban az alacsonyabb kamatfizetés kedvező hatását tovább fokozza az elsődleges egyenleg javulása, amely nagyrészt a kedvező ciklikus fejlemények eredője. 2016 és 2018 között az államadósság fokozatos csökkenését várhatóan elsősorban a növekedési ütem és a kamatláb kedvező különbözete támogatja a prognosztizált gazdasági élénkülés és a feltételezett alacsony kamatkörnyezet fényében. A kis elsődleges többletek is kedvezően hathatnak az adósságpályára.

A márciusban közölt prognózissal összevetve a fiskális kilátások kedvezőbbek. Az államháztartási egyenleget az egész időszakra felfelé módosítottuk, aminek háttérében a kevésbé dinamikus kormányzati fogyasztásra vonatkozó feltevés áll, amely magában foglalja a közalkalmazottak munkajövedelmét is, miközben 2017–18-ra a nominális GDP-növekedés nagyrészt változatlan. A GDP-arányos államadósságot az előrejelzési időszak során szintén kisebbre jósoljuk, ami különösen 2016-ban a magasabb elsődleges többletnek és a nominális GDP-növekedés felfelé módosításából eredő kedvezőbb növekedési ütem–kamatláb különbözetnek tudható be.

1. táblázat

Az euroövezet makrogazdasági prognózisa¹⁾

(éves változás, százalék)

	2016. június				2016. március			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Reál-GDP ¹⁾	1,6	1,6	1,7	1,7	1,5	1,4	1,7	1,8
		[1,3 - 1,9] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,5 - 2,9] ²⁾		[1,0 - 1,8] ²⁾	[0,7 - 2,7] ²⁾	[0,6 - 3,0] ²⁾
Magánszektor fogyasztása	1,7	1,9	1,7	1,5	1,6	1,9	1,8	1,6
Kormányzati fogyasztás	1,3	1,5	0,8	0,9	1,4	1,5	1,1	1,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	2,7	3,2	3,4	3,3	2,5	2,7	3,6	3,3
Export ³⁾	5,2	3,2	4,2	4,4	4,8	3,0	4,3	4,6
Import ³⁾	6,0	4,7	4,7	4,8	5,4	4,6	5,3	5,1
Foglalkoztatás	1,0	1,1	0,9	0,9	1,1	0,9	0,8	0,9
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	10,9	10,2	9,9	9,5	10,9	10,4	10,2	9,9
HICP	0,0	0,2	1,3	1,6	0,0	0,1	1,3	1,6
		[0,1 - 0,3] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,7 - 2,5] ²⁾		[-0,2 - 0,4] ²⁾	[0,6 - 2,0] ²⁾	[0,8 - 2,4] ²⁾
HICP energia nélkül	0,9	0,9	1,2	1,6	0,9	1,1	1,3	1,5
HICP energia és élelmiszer nélkül	0,8	1,0	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül ⁴⁾	0,8	0,9	1,2	1,5	0,8	1,1	1,3	1,6
Fajlagos munkaerőköltség	0,8	0,8	1,0	1,3	0,9	1,1	0,9	1,2
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,3	1,3	1,8	2,2	1,3	1,5	1,9	2,1
Munkatermelékenység	0,6	0,5	0,8	0,9	0,4	0,4	0,9	0,9
Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)	-2,1	-1,9	-1,7	-1,4	-2,1	-2,1	-2,1	-2,0
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában) ⁵⁾	-1,6	-1,9	-1,8	-1,6	-1,7	-2,1	-2,2	-2,1
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	90,7	90,0	89,0	87,4	91,1	90,8	90,0	89,2
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	3,2	2,9	2,8	2,8	3,0	3,0	2,6	2,5

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 korrekcióit 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 sávos számítására) című, 2009. decemberi kiadvány ismerteti.

3) Az euroövezet belső kereskedelmét is magában foglalja.

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

5) Az államháztartási egyenlegnek a gazdasági ciklus átmeneti hatásaitól és a kormányzatok ideiglenes intézkedéseitől megtisztított értékeként megadva (a KBER módszertanát lásd: *Műhelytanulmány sorozat, 77*, EKB, 2001. szeptember, és *Műhelytanulmány sorozat, 579*, EKB, 2007. január). A strukturális egyenlegre vonatkozó prognózist 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.

3. keretes írás

Érzékenységi elemzések

Az egyes kulcsfontosságú változók alakulására adott prognózisok nagymértékben a technikai feltevésekre támaszkodnak. Mivel a szóban forgó változók közül néhány komoly mértékben befolyásolhatja az euroövezeti prognózist, a prognózisra vonatkozó kockázatok elemzését megkönnyíti, ha megvizsgáljuk mennyire érzékeny az alternatív feltevéspályákra. Ez a

keretes írás a prognózis három legfontosabb alapfeltevését, és a prognózis velük szembeni érzékenységét ismerteti.

1) Az alternatív olajpálya

Az alternatív olajmodellek arra a kockázatra mutatnak rá, hogy az olajárak a futures árfolyamok alapján vártnál 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 52 USA-dollárra becslik. Ez a pálya a világgazdasági élénkülés erősödéséhez köthető mérsékelt javulásának és az olajkínálat kismértékű visszaesésének felel meg. Az eurorendszer szakértői által a kőolajárak előrejelzési időszakban várható alakulásának prognosztizálására alkalmazott alternatív modellkombináció⁴ 2017-ben és 2018-ban a technikai feltevésnél magasabb olajárakat 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 országok olajkitermelői kapacitásának csökkenése állna. Az alapprognózisnál 10%-kal magasabb olajárakat jelző alternatív pályának 2018-ra való megvalósulása némileg visszafogná a reál-GDP növekedését, ugyanakkor egy valamivel (2017-ben 0,1 százalékponttal, 2018-ban pedig 0,2 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 monetáris politika egymástól eltérő alakulásából ered. Az euroövezetben ez különösen a további monetáris politikai lazításból, az USA-ban pedig a Fed irányadó kamatlábának a vártnál korábbi csökkentéséből eredő további leértékelődési nyomást jelenti. Az alternatív euroárfolyam-pálya a 2016. május 10-i USD/EUR árfolyamra vonatkozó opciókból számított, kockázatsemleges sűrűségéből származó eloszlás 25. percentilisének alapul. A pálya alapján az euro a dollárhoz képest 2018-ban fokozatosan 1,04 USD/EUR árfolyamra gyengül, amely 8,8%-kal az adott évi alapfeltevés alatt van. A megfelelő nominálfektív 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, és 2018-ban ennél 4,6%-kal alacsonyabb szintre kerül. E forgatókönyv esetében több szakértői makrogazdasági modell eredményeinek átlaga 2016-ban, 2017-ben és 2018-ban a reál-GDP 0,1-0,2 százalékponttal magasabb növekedését, valamint 0,1-0,3 százalékponttal magasabb HICP-inflációt jelez előre.

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.

4. keretes írás

Más intézmények előrejelzései

Több nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény is készít előrejelzést az euroövezetről. Ezeket ugyanakkor szigorúan sem egymással, sem az eurorendszer szakértői makrogazdasági prognózisával nem lehet összevetni, mivel véglegesítésük más-más időpontra esik. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külgazdasági változókra – például a kőolaj és az egyéb nyersanyagok árara – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben meg nem határozott) módszerekkel alakítják ki. Végül a különféle előrejelzések munkanap-korrekciós módszerei is eltérnek egymástól (lásd a táblázatot). Ahogy a táblázatból látható, a más intézmények aktuális előrejelzéseinek többsége az előrejelzési időszakban hasonló vagy kissé alacsonyabb reál-GDP növekedést jeleznek, miközben az inflációt tekintve hasonló vagy kissé magasabbak az előrejelzések. A reál-GDP növekedésre és a HICP-inflációra adott prognózisok nem térnek el nagyon az eurorendszer júniusi szakértői prognózisának pontelőrejelzéseitől, és jóval a prognózisokat övező (a táblázatban zárójellezett) sávokon belül vannak.

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

(éves változás, százalék)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés			HICP-infláció		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Eurorendszer szakértői prognózisa	2016. június	1,6 [1,3-1,9]	1,7 [0,7-2,7]	1,7 [0,5-2,9]	0,2 [0,1-0,3]	1,3 [0,6-2,0]	1,6 [0,7-2,5]
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. május	1,6	1,7	1,6	0,3	1,4	1,7
Consensus Economics Forecasts	2016. május	1,6	1,6	1,6	0,2	1,3	1,6
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2016. április	1,5	1,6	1,7	0,3	1,3	1,6
IMF	2016. április	1,5	1,6	1,6	0,4	1,1	1,3

Forrás: Az Európai Bizottság gazdasági előrejelzése, 2016. tavasz; a Nemzetközi Valutaalap világgazdasági előrejelzése, 2016. április; az OECD gazdasági előrejelzése, 2016. június; a Consensus Economics előrejelzései; MJEconomics; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített felmérése.

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 korigálva. A többi előrejelzésben nem jelölik meg, hogy munkanappal korigált vagy nem korigált 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.