



EURÓPAI KÖZPONTI BANK

EURORENDSZER

AZ EURORENDSZER SZAKÉRTŐINEK 2015. JÚNIUSI MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL¹

1. EUROÖVEZETI KILÁTÁSOK: ÁTTEKINTÉS, FŐ ISMÉRVEK

A júniusi prognózis igazolja az euroövezet gazdaságának élénkületi kilátásait. Az Eurostat gyorsbecslése szerint 2015 első negyedében 0,4%-kal emelkedett a reál-GDP, a legújabb felmérési adatok szerint folytatódik a ciklikus fellendülés. Ennél hosszabb időszakban a várható tartós gazdasági fellendülés alapját képező tényezők továbbra is szerepet játszanak.

Külső tényezők támasztják alá a konjunkturális kilátásokat. Annak ellenére, hogy a helyzet valamelyest stabilizálódott, az olajárak feltételezett, még mindig viszonylag alacsony szintje továbbra is kedvezően hat mind a magánszektor fogyasztására, mind a vállalati beruházásokra. Emellett az euroövezet külső kereslete az előrejelzés szerint mérsékelt ütemben erősödni fog az előrejelzési időszakban. A külső keresletet elsősorban a fejlett gazdaságok erőteljesebb növekedése alapozta meg, míg a feltörekvő piacok kilátásai némileg visszafogottabbak lettek.

Az EKB legutóbbi monetáris politikai intézkedései várhatóan támogatják az aggregált keresletet. Az EKB kiterjesztett eszközvásárlási programjának köszönhetően tovább csökkentek a banki hitelkamatlábak, jelentősen megnövekedtek a részvényárfolyamok és számottevően leértékelődött az euro árfolyama. Ily módon az aggregált kereslet, és még inkább az állóeszköz-felhalmozás, valamint az export javulására lehet számítani a laza monetáris politikai irányvonalnak köszönhetően. A legfrissebb nem hagyományos monetáris politikai intézkedések várhatóan az aggregált keresletet segítik elő a portfólió-kiegyensúlyozás csatornáján, illetve a bizalmi hatáson keresztül.

Az egyéb tényezőknek köszönhetően a belföldi kereslet szintén javulni fog. A fiskális politika irányultsága – a ciklikusan kiigazított elsődleges költségvetési egyenleg változásával mérve – előreláthatólag összességében semleges alakul az előrejelzési időszakban, ami ellentétben áll a 2013-ig tapasztalt korlátozó irányultsággal. Az euroövezetről készült legutóbbi banki hitelezési felmérés eredményei alapján tovább javult a hitelkínálati helyzet, ami nettó alapon a hitelképességi mutatók és a hitelezési feltételek lazulását jelzi. 2014 folyamán a nem pénzügyi vállalatok adóssága (a GDP arányában kifejezve) kis mértékben tovább csökkent, a 2012 óta megfigyelt tendencia folytatásaként. A jelek szerint a háztartások is előrelépést értek el az adósságcsökkentés terén, elsősorban a viszonylag nagy adósságállománnyal bíró országokban. Ezen túlmenően a lakáspiaci kiigazítási eljárás várhatóan számos országban befejeződik, amit az jelez, hogy a lakásárak elérték mélypontjukat.

A szerkezeti korlátok azonban továbbra is fennállnak. Folytatódott az állami szektor eladósodása – jóllehet lassú ütemben –, és néhány országban várhatóan magas szinten marad. Az általánosan javuló munkaerő-piaci folyamatokat néhány országban beárnyékolja a nagyarányú strukturális munkanélküliség. Emellett néhány helyen a hosszú távú növekedési potenciált és a strukturális reformok megvalósítása terén elért lassú erőlelérés miatti aggodalmak, a fennmaradó bőséges szabad kapacitások és a még mindig magas szintű vállalati eladósodottság továbbra is rányomja a bélyegét a beruházási kiadásokra.

¹ Az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognóza a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok kormányzótanácsi értékelésébe épül be. 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. május 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.

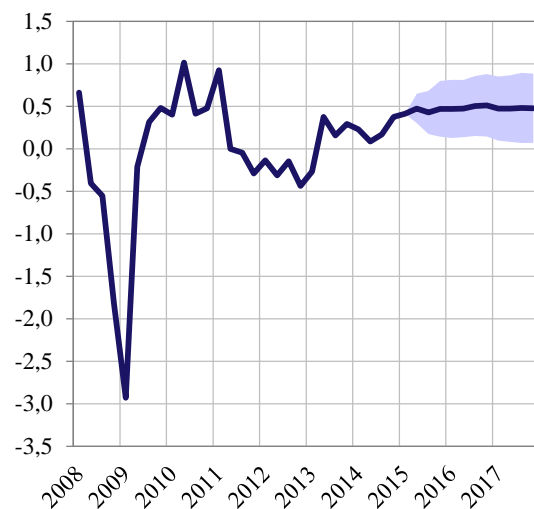
A reál-GDP-növekedés jelentősen, a 2014-es 0,9%-ról 2015-ben 1,5%-ra, 2016-ban 1,9%-ra, 2017-ben pedig 2,0%-ra emelkedik a prognózis szerint. Ezzel szemben a potenciális kibocsátás növekedési üteme a becslések szerint 1% körül alakul az előrejelzési időszakban, mivel a munkaerő és a tőke hozzájárulása várhatóan továbbra is visszafogott lesz. A prognózis szerint tehát a negatív kibocsátási rés jelentősen szűkül az előrejelzési időszak végére.

1. ábra: Makrogazdasági prognózis¹⁾

(negyedéves adatok)

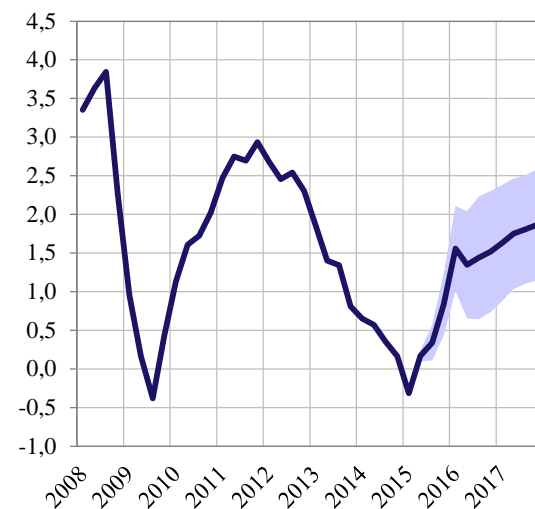
Euroövezeti reál-GDP²⁾

(negyedéves változás, százalék)



Euroövezeti HICP

(éves változás, százalék)



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

2) Munkanappal korrigált adatok.

A számítások alapján a HICP-vel mért infláció 2015 januárjában elérte mélypontját, és az elmúlt néhány hónapban növekedésnek indult. Az emelkedés fő mozgatórugója az volt, hogy csökkent az energiaárak HICP-vel mért inflációjának lefelé irányuló nyomása, ami az USA-dollár alapú kőolajár újbóli emelkedésének tudható be. Emellett felfelé irányuló nyomás származott az élelmiszerárak erőteljesebb HICP-inflációjából, ami az élelmiszerpiaci nyersanyagárak emelkedésének tudható be. Az euro leértékelődése megerősítette a nyersanyagárak felfelé történő elmozdulásának hatását. Ugyanakkor az elmúlt hónapokban az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP-infláció visszafogott maradt, és még nem mutatta az előző szinthez való visszatérés jeleit. Az energiát és élelmiszereket nem tartalmazó HICP-inflációra mért ároldali nyomás egyelőre csak az árazási lánc kezdeti szakaszaiban, mégpedig az importárakon figyelhető meg, a hazai termelői árakon még nem jelentkezett.

A HICP-vel mért-infláció átlagos üteme a prognózis szerint 2015 folyamán tovább emelkedik, az egész évet tekintve 0,3% lesz. A felfelé irányuló bázishatások, valamint a futures piacokba ágyazott emelkedő olajárak (lásd a 2. keretes írást) az év során várhatóan kevésbé negatív dinamikát eredményeznek az energiaárak HICP-inflációjában. Az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP-infláció 2015 folyamán várhatóan fokozatosan erősödik. A munkaerő-piacon, illetve a gazdaság egészében tapasztalt pangás enyhülése tükröződik a profitmárgák és a bérek határozott növekedésében. Az euro alacsonyabb árfolyama, valamint az energiaárak és az energián kívüli nyersanyagárak feltételezett emelkedésének közvetett hatásai hozzájárulnak az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP-vel mért infláció ismételt emelkedéséhez.

Az infláció a gazdasági pangás további enyhülésének és a pozitív külső ároldali nyomásnak köszönhetően várhatóan tovább emelkedik, 2016-ban 1,5%-ra, 2017-ben pedig 1,8%-ra. Ezek a

várható emelkedések pedig az árfolyamcsatorna késleltetett hatásait, illetve a tőzsdei határidős (futures) olajárak emelkedő görbéjét tükrözik. Az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó HICP-infláció várhatóan szintén tovább erősödik, 2017-ben az 1,7%-ot is eléri.

2. REÁLGAZDASÁG

Az euroövezeti gazdaság széles alapokon nyugvó ciklikus fellendülése valószínűsíthető az előrejelzési időszakban. 2015 első negyedévében a gazdasági növekedés megőrizte az elmúlt év végén tapasztalt lendületét. A felmérések szerint 2015 közepén is folyamatban van a ciklikus fellendülés. A kedvező kilátások az euro 2014 közepe óta tartó leértékelődése, a részben a kiterjesztett eszközvásárlási programnak köszönhető alacsony kamatlábak, valamint az alacsonyabb energiaáraknak betudható pozitív jövedelmi hatások pozitív jövedelmi hatását tükrözik.

A gazdaság élénkülésében várhatóan továbbra is a magánszektorbeli fogyasztási kiadások játsszák a főszerepet. A rendelkezésre álló reáljövedelem közeljövőben várható növekedési kilátásai továbbra is kedvezőek, bár a lendületet várhatóan valamelyest visszafogja az energiaár-csökkenés részleges megfordulásának hatása. Ezen túlmenően a foglalkoztatás kiegyensúlyozott bővülésének és az egy munkavállalóra jutó nomináljövedelem-növekedés gyorsulásának következtében a várakozások szerint emelkedni fognak a bérből származó jövedelmek, ugyanakkor a gazdaság általános élénkülésével párhuzamosan az egyéb személyi jövedelmek is nőnek. Az alacsony finanszírozási költségek és a lazuló finanszírozási feltételek támogatják a magánszektor fogyasztását – és bizonyos mértékig – a háztartások nettó vagyonának növekedését, egyaránt tükrözve a pénzügyi eszközárak 2015-ös emelkedését és a lakáspiacon a 2016-17-es időszakban várható további javulást. Mindent egybevetve a magánszektor fogyasztása éves szinten várhatóan 1,7%-kal nő az előrejelzési időszakban.

A következő negyedévekben az olajárral kapcsolatos reáljövedelem-növekedést követő kezdeti emelkedés után várhatóan kismértékben csökken a megtakarítási ráta. Az előrejelzési időszak hátralevő részében az egyes országokban megfigyelhető kiegyenlítő hatásoknak köszönhetően a megtakarítási ráta lényegében változatlan marad. Egyfelől a kamatokból származó rendkívül alacsony hozam az intertemporális helyettesítési hatás következtében jellemzően visszafogja a megtakarítási hajlandóságot. Továbbá egyes országokban a fogyasztói bizalom erősödése a fokozatosan csökkenő munkanélküliséggel egyetemben csökkentheti a biztonsági megtakarítások mértékét. Ehhez járul még, hogy a háztartási szektor esetleg egyre több nagyobb vásárlást végez, ami csökkenti a megtakarítási rátát. Másfelől más országokban az államadóssági válság nyomán kialakult, még mindig nagyfokú bizonytalanság, illetve a munkanélküliség és az adósság magas szintje várhatóan továbbra is némi felfelé hajtó nyomást fejt ki a megtakarításokra.

Nyolcévi zsugorodás után 2015-ben várhatóan befejeződik az euroövezetbeli lakáscélú beruházások visszaesése. A lakáscélú beruházásokat övező kilátások ennek ellenére csak fokozatosan javulnak, mivel a néhány országban továbbra is fennálló bizonytalanság beárnyékolja őket. Ütemük mindazonáltal idővel lendületet vesz, amit a rendelkezésre álló reáljövedelem tartós növekedése, a rendkívül alacsony jelzáloghitel-kamat, valamint a lazuló finanszírozási feltételek is támogatnak. Ennek eredményeképpen erősebb ütemben nő a háztartások hitelfelvétele. Bizonyos országokban azonban a háztartások magas eladósodottsági szintje, másokban pedig a kedvezőtlen demográfiai helyzet várhatóan gátolni fogja a lakáscélú beruházások erőteljesebb mértékű növekedését.

A vállalati beruházások üteme fokozatosan lendületet vesz; ennek fő oka az eszközvásárlási programban és a ciklikus fellendülésben keresendő. 2015 folyamán folytatódik az üzleti beruházások szerény ütemű élénkülése, amit néhány országban előzőleg fékezett az euroövezeti adósságválságból eredő fokozott bizonytalanság, az alacsony jövedelmezőség, valamint a fennmaradó hitelkínálati korlátok és bőséges szabad kapacitás. Az előrejelzési időszak végére azonban ezen tényezők kedvezőtlen hatásainak csökkenésére lehet számítani. Emellett az euroövezeti vállalati szektor adósságának leépítésére irányuló általános nyomás az előrejelzési időszak végére várhatóan az eddigieknél kevésbé korlátozza majd a vállalati beruházásokat. A belső és külső kereslet erősödésének, a tőkeállomány többévi

visszafogott beruházási tevékenységet követő megújítása iránti igénynek, a hagyományostól eltérő monetáris politikai intézkedéseknek, valamint a haszonkulcsok növekedésének köszönhetően várhatóan nő a tőkebefektetés mértéke. Az előző ciklusokkal összehasonlítva azonban a vállalati beruházások élénkülését visszafogja a fennmaradó bizonytalanság, a pénzügyi szűk keresztmetszetek és a gyengébb potenciáliskibocsátás-növekedési kilátások.

A közelmúltban a vártnál gyengébb volt az euroövezet külső kereslete, ami a feltörekvő gazdaságok növekedésének lassulását tükrözi. Az előrejelzés szerint a világgazdasági élénküléssel párhuzamosan mérsékelt ütemben erősödni fog a kereslet (lásd az 1. keretes írást). Az előrejelzési időszakban a külső kereslet erősödése várható, üteme azonban várhatóan jelentősen lassabb lesz, mint a válság előtt, ami a csökkenő világgazdasági teljesítményt, valamint a globális kereskedelem gazdasági növekedéssel szembeni rugalmasságának alacsonyabb szintjét tükrözi. Az euroövezet külső keresletének élénkülése elfedi az euroövezeti országokban mutatkozó különbségeket, az ágazati és regionális szakosodásból, valamint abból adódó eltéréseket tükrözve, hogy egyes euroövezeti országok oroszországi és FÁK-beli, illetve olajexportáló országokbeli nyitott pozícióik miatt kedvezőtlenebb helyzetben vannak.

1. keretes írás

NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

2015 elején mérséklődött a globális növekedés. A világgazdaság továbbra is mérsékelt, de egyenetlen ütemben bővült, és továbbra is eltérő tendenciák mutatkoztak a fejlett és a feltörekvő piacgazdaságok között. Ami a kilátásokat illeti, a világgazdaság reál-GDP-jének növekedése (az euroövezetet nem számítva) az előrejelzési időszakban várhatóan a 2015. évi 3,4%-ról a 2016-17-es időszakban kevéssel 4%-ot meghaladó értékre élénkül. A világgazdaság élénkülését támogató tényezők közül az olajimportőrök várhatóan profitálnak a kőolaj árának tavalyi csökkenéséből. Az Egyesült Államok monetáris politikájának kilátásba helyezett szigorítása ellenére a fejlett gazdaságokban folytatott laza monetáris politika szintén támogatja a világgazdasági keresletet. Emellett számos fejlett gazdaságban csökken a pénzügyi válság kezdete óta tapasztalt, növekedést korlátozó „ellenszél” – a magánszektor adósságleépítése, a fiskális konszolidáció, valamint a gyenge munkaerő-piaci helyzet – hatása, megerősítve ezen gazdaságok tartós fellendülésének alapjait. Ezzel szemben az elmúlt évek lassulását folytatva gyengültek a feltörekvő piacok kilátásai. Az állandósult makrogazdasági egyensúlyhiány néhány feltörekvő piacgazdaságban egyre jobban korlátozza a növekedési kilátásokat. Más feltörekvő gazdaságok az alacsonyabb nyersanyagárakhoz, valamint a fejlett gazdaságok monetáris politikájának kilátásba helyezett normalizálódásához igyekeznek alkalmazkodni.

2015 elején jelentősen lelassult a világkereskedelem növekedése, de az előrejelzési időszak végére várhatóan erősödni fog. Az euroövezet nélkül tekintett világkereskedelem a prognózis szerint a 2015-ös 2%-ról 2016-17-ben 5%-ra erősödik. Az előrejelzés szerint azonban a világkereskedelemnek a világgazdasági növekedéssel szembeni rugalmassága a válság előtti szint alatt marad az előrejelzési időszakban, ami tükrözi, hogy a világgazdaság GDP-jének növekedésében kisebb szerepet játszik a kereskedelem.

A márciusban közzétett szakértői prognózissal összehasonlítva a 2015 évi világgazdasági teljesítmény lefelé módosult, ami a gyengébb rövid távú növekedési kilátásokat tükrözi. Az euroövezet külső kereslete szintén lefelé módosult, különösen 2015-ben, ami néhány jelentősebb feltörekvő piacgazdaság, különösen Oroszország prognózis szerinti alacsonyabb behozatali szintjét tükrözi.

A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

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

Megjegyzés: A módosításokat kerekítésmentes adatokból számítjuk.

1) Az import súlyozott átlagaként számítjuk.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítjuk.

A külső kereslet fokozatos élénkülése és a gyengébb euroárfolyam az előrejelzési időszakban az exportpiaci részesedés növekedése mellett kedvező hatással lesz az export fellendülésére. Az előrejelzési időszakban az euroövezeti összkereslet erősödésével párhuzamosan várhatóan fokozatosan felgyorsul az euroövezeten kívülről származó import növekedése. A folyó fizetési mérleg többlete várhatóan kissé csökken, így 2017-ben a GDP 2,0%-át éri el.

Az euroövezeti munkaerő-piaci helyzet az előrejelzési időszakban várhatóan tovább javul. 2014 folyamán tovább javult a foglalkoztatottság, majd 2015 első negyedévében újabb lendületet kapott. A jelenlegi fellendülés erősebb, 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 jelentősen javul az előrejelzési időszakban. Ennek oka főként a gazdasági fellendülésben keresendő, néhány országban pedig adózási ösztönzők és a közelmúlt munkaerő-piaci reformjai támogatják. A foglalkoztatottak munkaideje várhatóan némi növekedést mutat majd, de még mindig jelentősen a válság előtti szint alatt marad. A munkaerőlétszám várhatóan csak mérsékelttel bővül, mert egyes országokban a még mindig nagyarányú munkanélküliség, míg másokban a kedvezőtlen demográfiai helyzet miatti káros hatások fogják vissza.

2. keretes írás

A KAMATOKRA, ÁRFOLYAMOKRA ÉS NYERSANYAGÁRAKRA VONATKOZÓ TECHNIKAI FELTEVÉSEK

A márciusi prognózissal összevetve a technikai feltevések változása a markánsan magasabb USA-dollárban kifejezett kőolajárat, az euro leértékelődését és az euroövezet némileg magasabb hosszú lejáratú kamatszintjét foglalja magában.

A kamatokra és a nyersanyagárokra vonatkozó technikai feltevések a 2015. május 12-ével záruló időszak piaci várakozásait veszik alapul. 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 0,0%, 2017-ben pedig 0,2% lesz. Az euroövezeti tízéves, nominális államkötvény-hozamokra vonatkozó piaci várakozásokból 2015-re átlagosan 1,3%-os, 2016-ra 1,7%-os, 2017-re pedig 1,9%-os szint 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 nyersanyagárokra tekintve az adatgyűjtés május 12-i zárónapja előtti kéthetes periódus futures piaci árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent nyersolajár a 2014-es 98,9 USA-dollárról 2015-ben 63,8 dollárra esik, majd 2016-ban 71,0 dollárra, 2017-ben pedig 73,1 dollárra emelkedik. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú árai a feltevés szerint 2015-ben számottevően csökkennek, 2016-ban és 2017-ben viszont emelkednek.² A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az előrejelzési időszakban az adatgyűjtés zárónapját

(2015. május 12.) megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak. Ennek megfelelően a teljes időszakban 1,12 lesz az USA-dollár euróhoz viszonyított árfolyama.

Technikai feltevések

	2015. június				2015. március			2015 márciusa utáni módosítás ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	0,2	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	2,0	1,3	1,7	1,9	1,2	1,4	1,6	0,1	0,3	0,3
Nyersolajár (USD/hordó)	98,9	63,8	71,0	73,1	58,5	66,8	70,7	9,0	6,3	3,4
Energián kívüli nyersanyagok ára USA-dollárban (éves százalékos változás)	-6,2	-13,6	2,9	4,9	-11,0	2,6	4,8	-2,6	0,3	0,0
USD/EUR árfolyam	1,33	1,12	1,12	1,12	1,14	1,13	1,13	-1,8	-1,5	-1,5
Az nominál-effektív euroárfolyam (EER20) (éves százalékos változás)	0,6	-9,5	-0,2	0,0	-7,9	-0,2	0,0	-1,6	0,0	0,0

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 nyersanyagokra 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 második negyedévéig a határidős tőzsdei árfolyamokat követik, majd a világgazdasági teljesítmény szerint alakulnak. A jelenleg a fogyasztói élelmiszerárak előrejelzésére használt, EU-beli, euroalapú mezőgazdasági termelői árakat olyan ökonometriai modellel becslik, amely figyelembe veszi a nemzetközi élelmiszerjellegű nyersanyagok alakulását.

A munkanélküliségi ráta várhatóan csökken, de hosszabb időszakot tekintve megemelkedett marad. A munkanélküliek száma az előrejelzési időszakban várhatóan mintegy 2,8 millió fővel csökken, és a 2009-es év közepe óta mért legalacsonyabb szintre esik vissza, ugyanakkor a válság előtti igen kis számot továbbra is mintegy 4,5 millió fővel meghaladja. A csökkenés az emelkedő foglalkoztatottságnak tudható be, amelynek hatását részben kiegyenlíti a munkaerő-bővülés felfelé irányuló hatása, amely azonban a múltbelinél kisebb mértékű. A munkanélküliségi ráta tehát az előrejelzési időszak alatt markánsan csökken, 2017-ben 10,0%-ra.

A növekedési kilátások az előző prognózishoz képest összességében nem változnak. Egyedül 2017-ben módosult kissé lefelé a reál-GDP növekedése a magánszektor beruházásainak gyengébb növekedése miatt.

3. ÁRAK ÉS KÖLTSÉGEK

A HICP-vel mért infláció 2015-ben átlagosan 0,3% lesz, majd 2016-ban 1,5%-ra, 2017-ben pedig 1,8%-ra emelkedik. 2015 folyamán az infláció várhatóan nő, amit az energiaár-komponens magasabb bázishatásai, a futures piacokba ágyazott emelkedő olajárfeltevés, valamint az euro 2014 közepétől tapasztalható leértékelődése, a nem energia jellegű nyersanyagárakban várt emelkedés és a gazdasági élénkülés nyomán emelkedő belföldi ároldali nyomás okoz. 2016-ban és 2017-ben az infláció várhatóan tovább emelkedik, ahogy a kibocsátási rés folyamatos szűkülése miatt a belföldi ároldali nyomás megerősödik, és ahogy – különösen az euro leértékelődésének késleltetett hatásaként – folytatódik a felfelé irányuló külső ároldali nyomás.

Az infláció emelkedésének fontos hajtómotorja a nyersanyagárak és a devizaárfolyam alakulása.

Az energiaáraknak és az energián kívüli nyersanyagáraknak az elmúlt két év legnagyobb részében tapasztalt esése, valamint a 2014 elejét megelőző időszakban tapasztalt euro-felértékelődés jelentősen lenyomta a HICP-vel mért inflációt, és ezek nagymértékben magyarázzák, hogy az infláció a közelmúltban igen alacsony szintre esett vissza. Az infláció 2017-ig várható emelkedését várhatóan alátámasztja a külső ártrendek lefelé tartó irányának felfelé fordulása. Az energiaárakra és az energián kívüli nyersanyagárakra vonatkozó futures görbékből következő áremelkedés feltevése felfelé irányuló ároldali nyomást eredményez az előrejelzési időszakban. Az euro 2014 közepétől tapasztalható leértékelődése is hozzájárul az emelkedő inflációs trendhez, és mivel az árfolyammozgásnak számottevő késleltetett hatása van az inflációra, a közelmúltban emelkedő külső ártrend várhatóan szerepet fog játszani abban, hogy az előrejelzési időszak végéig az infláció visszatér az előző, magasabb szintjére. Az euro-leértékelődés azonban nem jár olyan erős emelő hatással, mint az előző esetekben. Erre néhány tanulmány alapján következtetünk, amelyek arra utalnak, hogy az árfolyam kisebb mértékben gyűrűzik át az euroövezeti inflációba, mint régebbi alkalmakkor.

A javuló munkaerő-piaci helyzet várhatóan a munkabérek erősebb növekedését vonja maga után.

A folyamatos foglalkoztatottságnövekedés és a munkanélküliség csökkenése a prognózis szerint támogatja az egy munkavállalóra jutó jövedelem fokozatos emelkedését a 2014-es 1,5%-ról 2017-ben 2,3%-ra.

A munkabérek nagyobb növekedését azonban több tényező is hátráltatja. Közéjük tartozik a maradék munkaerő-piaci pangás és egyes övezeti országokban a költség-versenyképesség terén zajló korrekciós folyamat. A foglalkoztatottságnövekedést támogató, a válság alatt néhány euroövezeti országban bevezetett munkaerő-piaci szerkezeti reformok a jelenlegi gazdasági élénkülés során emellett valószínűleg visszafogják a munkabér-növekedés ütemének helyreállítását. A várt mérsékelt ütemű béremelkedés mellett az olajárak múltbeli eséséből eredő másodkörös hatások bércsökkenítő hatása is várhatóan korlátozott lesz. Ez azért van, mert az automatikus bérindexálási rendszerek főként a felfelé irányuló árkorrekciónál működnek, ráadásul ezeket a rendszereket átmenetileg felfüggesztették vagy korlátozták néhány országban azok közül, ahol működik ilyen rendszer.

A fajlagos munkaerőköltség-növekedés üteme a gazdasági fellendülés során valószínűleg csak kismértékben emelkedik. A bérnövekedésből eredő költségoldali nyomást 2017-ig várhatóan részben ellensúlyozza a ciklikus termelékenységgyorsulás. A fajlagos munkaerőköltség növekedési üteme 2017-ben várhatóan 1,3%-ra emelkedik.

1. táblázat: Az euroövezet makrogazdasági prognózisa¹⁾

(éves változás, százalék)

	2015. június				2015. március			2015 márciusa utáni módosítás ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Reál-GDP ³⁾	0,9	1,5	1,9	2,0	1,5	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
		[1,2–1,8] ⁴⁾⁵⁾	[0,8–3,0] ⁴⁾⁵⁾	[0,7–3,3] ⁴⁾⁵⁾	[1,1–1,9] ⁴⁾	[0,8–3,0] ⁴⁾	[0,9–3,3] ⁴⁾			
Magánszektor fogyasztása	1,0	1,9	1,6	1,6	1,8	1,6	1,6	0,1	0,0	0,0
Kormányzati fogyasztás	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	0,6	0,8	-0,3	0,2	0,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	1,2	1,9	3,5	3,9	1,7	4,1	4,6	0,1	-0,6	-0,7
Export ⁶⁾	3,8	4,2	5,4	5,6	4,1	5,1	5,5	0,1	0,2	0,1
Import ⁶⁾	4,1	4,8	5,8	5,9	4,3	5,5	5,8	0,5	0,3	0,1
Foglalkoztatás	0,6	0,9	0,9	1,0	0,9	0,9	0,9	0,0	0,0	0,0
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	11,6	11,1	10,6	10,0	11,1	10,5	9,9	0,0	0,1	0,0
HICP	0,4	0,3	1,5	1,8	0,0	1,5	1,8	0,3	0,0	-0,1
		[0,2–0,4] ⁴⁾	[0,9–2,1] ⁴⁾	[1,0–2,6] ⁴⁾	[-0,3–0,3] ⁴⁾	[0,8–2,2] ⁴⁾	[1,0–2,6] ⁴⁾			
HICP energia nélkül	0,7	0,9	1,4	1,7	0,8	1,4	1,8	0,0	-0,1	0,0
HICP energia és élelmiszer nélkül	0,8	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,0	0,0
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül ⁷⁾	0,7	0,8	1,4	1,7	0,8	1,3	1,7	0,0	0,1	0,0
Fajlagos munkaerőköltség	1,2	0,8	0,7	1,3	1,1	1,0	1,2	-0,3	-0,3	0,1
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,5	1,4	1,7	2,3	1,7	2,0	2,3	-0,3	-0,3	0,0
Munkatermelékenység	0,3	0,6	1,0	1,0	0,6	1,0	1,1	0,0	0,0	-0,1
Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)	-2,4	-2,1	-1,8	-1,5	-2,3	-1,9	-1,5	0,2	0,1	0,1
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában) ⁸⁾	-1,8	-1,7	-1,7	-1,4	-1,8	-1,7	-1,7	0,1	0,1	0,3
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	92,0	91,5	90,2	88,4	91,4	89,8	87,9	0,1	0,4	0,6
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	2,2	2,1	2,0	2,0	2,7	2,5	2,4	-0,6	-0,4	-0,4

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

2) A módosításokat kerekítésmentes adatokból számoljuk.

3) Munkanappal korrigált adatok.

4) A prognózist övező sávokat a több év során készített prognózisok és a tényleges eredmények különbözetei alapján határozzuk meg. A sáv szélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok kiszámítására alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekciót is magában foglal, az EKB weboldalán olvasható *Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávok számítására* című, 2009. decemberi kiadvány ismerteti.

5) Az eurorendszer által a 2015-ös, 2016-os és 2017-es reál-GDP-növekedésre adott prognózisokat a 2015. június 3-i első közzététel óta korrigáltuk.

6) Euroövezet belső kereskedelmét is magában foglalja.

7) 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.

8) 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 mérőszámából számítjuk. A KBER-módszertan szerint a ciklikus elemeket az eltérő bevételi és kiadási tételekre külön számítjuk. A témakör részletesebb tárgyalása megtalálható az EKB 2012. márciusi Havi jelentésének „Cyclical adjustment of the government budget balance” (A kormányzati költségvetési egyenleg ciklikus kiigazítása) című, valamint a 2014. szeptemberi Havi jelentés „The structural balance as an indicator of the underlying fiscal position” (A strukturális egyenleg mint a fiskális alappozíció jelzőszáma) című keretes írásban.

A profitmarzsok előreláthatólag a gazdasági élénküléssel párhuzamosan emelkednek. A profitmarzsok az utóbbi évek gyenge alakulása után várhatóan emelkednek a tárgyidőszak során, ahogy javul a termelékenység és erősödik a gazdaság, ami támogatja a vállalatok árazási képességét. A válság alatt bevezetett termékpiacon reformok ugyanakkor várhatóan továbbra is fékezik a profitmarzsok

növekedését a fellendülés során. Emellett a globális és belföldi termékpiacokon tapasztalható fokozott verseny a hosszabb távon megfigyelhető jellemzőkkel összevetve szintén késleltetheti vagy fékezheti a profitmarzsok ciklikus javulását.

A márciusban publikált prognózissal összehasonlítva a 2015-ös HICP-inflációra adott előrejelzést felfelé módosítottuk, 2016-ra és 2017-re pedig gyakorlatilag nem változtattuk meg. A 2015-ös adatot azért módosítottuk felfelé, mert az euróban kifejezett olajárak az előző prognózishoz viszonyítva a közelmúltban visszatértek a magasabb szintekre.

4. A FISKÁLIS HELYZETTEL KAPCSOLATOS KILÁTÁSOK

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

Az államháztartási hiány- és államadósság-ráták az időszak folyamán várhatóan visszaesnek. A GDP-arányos államháztartási hiány csökkenését teljes mértékben az euroövezeti gazdaság ciklikus javulása és a csökkenő kamatkidadások okozzák. Ezzel szemben a strukturális elsődleges költségvetési egyenlegben az előrejelzési időszak során nem várható változás, ami az összességében semleges fiskális politikát tükrözi. A GDP-arányos államadósság a prognózis szerint 2014-ben érte el a tetőpontját, majd az előrejelzési időszakban a javuló költségvetési egyensúlynak, az erősödő gazdasági növekedésnek és az alacsony kamatszintnek köszönhetően csökkenni fog.

A márciusban publikált prognózissal összehasonlítva az államháztartás költségvetési egyenlegének pályája valamivel kedvezőbb, míg a várható adósság némileg romlott. Előbbi csekély mértékű javulása főként az államok hitelfelvételi költségeinek továbbcsökkenésével magyarázható. Az államadósság arányára adott előrejelzést felfelé módosítottuk, ami elsősorban a kisebb nominális GDP-ből eredő ún. denominátor hatásnak tudható be.

3. keretes írás

ÉRZÉKENYSÉGI ELEMZÉSEK

Az egyes kulcsfontosságú változókra adott prognózisok nagymértékben a technikai feltevésektől függenek. Mivel a szóban forgó változók közül néhány komolyan befolyásolhatja az euroövezetre vonatkozó prognózist, érdemes megvizsgálni a prognózis érzékenységet a feltevések alternatív pályáira, hiszen így könnyebben elemezhetők a prognózist övező kockázatok. Ez a keretes írás az olajárakkal és a deviza-árfolyamokkal kapcsolatos bizonytalanságot, valamint a prognózis e változókkal szembeni érzékenységet ismerteti.

1) A kőolajár alakulásának alternatív pályája

Az alternatív olajármodellek 2017-re némileg magasabb kőolajárat jeleznek. A technikai feltevések szerint felmegy a kőolaj ára az előrejelzési időszak során (lásd a 2. keretes írást). Ez a pálya megfelel a világpiaci kőolajkeresletnek a világgazdasági fellendüléssel párhuzamos élénkülésének, valamint annak a kisebb kínálatszűkülésnek, amely néhány olajtermelő országban a kapacitásvesztés és elégtelen beruházások miatt megfigyelhető. Az eurorendszer szakértői többféle alternatív modellt alkalmaznak a

² A fiskális politikai feltevések a 2015-re elfogadott költségvetési törvényekben és a 2015. május 20-án rendelkezésre álló országos, középtávú költségvetési tervekben és aktualizált stabilitási programokban foglalt információkat tükrözik. A tagországi parlamentek által már elfogadott összes fiskális politikai intézkedést, illetve a kormányok által kellő részletességgel kidolgozott minden olyan intézkedést figyelembe vesznek, amely valószínűleg átmegegy a jogalkotói folyamaton.

kőolajár tárgyidőszak alatti előrejelzésére. A modellek a következők: (i) „kockázattal korrigált” futures modell – olyan statisztikai modell, amely az USA gazdaságához kapcsolódó, időben változó kockázati felár kiigazításával korrigálja a futures árak előrejelzési hibáját; (ii) Bayes-i VAR (BVAR) empirikus modell, amely az alapvető kőolajadatokhoz (termelés, készlet) és a világgazdasági teljesítményhez kapcsolódik; (iii) dinamikus sztochasztikus általános egyensúlyi modell (DSGE), amely a kőolajpiaci hosszú távú dinamikát megjelenítő elméleti modell.¹ A három modelltől származtatott olajárprognózisok egyenlően súlyozott átlaga az alapprognózisban látható, futures piacokból származtatott olajárakkal együtt jelenleg azt jelzi, hogy 2015-ben és 2016-ban az alapprognózisnál némileg alacsonyabb olajár várható. 2017-re azonban ez a modellkombináció az olajárak valamivel meredekebb emelkedését jelzi, ami összhangban áll a néhány ország által elszenvedett termelőkapacitásbeli veszteségekkel. Az alternatív pályának a 2015. és a 2016. évi reál-GDP-növekedésre és az inflációra gyakorolt hatása meglehetősen korlátozott, 2017-ben viszont kissé alacsonyabb növekedést és némileg (+0,1 százalékponttal) magasabb HICP-vel mért inflációt jelez.

2) Alternatív árfolyamalakulási pálya

Az euroövezet és az Egyesült Államok eltérő monetáris politikai irányultságára vonatkozó várakozások miatt tovább gyengülhet az euro. Ebből a forgatókönyvből az euroövezeti kamatszint tartósan alacsony szintje következik, az Egyesült Államok monetáris politikájának felfelé tartó normalizációja viszont gyorsabb. Az euro további leértékelődését jelző alternatív árfolyampályát a 2015. május 12-i USD/EUR árfolyamra vonatkozó opciókból számított, kockázatmentes sűrűségéből származó eloszlás 25. percentiliséből számítottuk. Az alternatív pályából számítva az euro a dollárhoz képest 2017-ben fokozatosan 1,03 dollárra gyengül, ami 8,2%-kal az adott évre vonatkozó alapfeltevés alá esik. Az megfelelő nomináleffektív euroárfolyamra vonatkozó feltevések hosszabb időszak alatt megfigyelt szabályszerűségeket tükröznek, és ennek megfelelően az USD/EUR árfolyam változása mintegy 52%-os elaszticitással tükrözi az effektív árfolyamváltozást. Ennek eredményeképpen az effektív euroárfolyam fokozatosan elmozdul lefelé az alappályától, és 2017-ben ennél 4,3%-kal alacsonyabb lesz. Mindezeket figyelembe véve az eurorendszer szakértőinek több makrogazdasági modellje is 2015-ben, 2016-ban és 2017-ben 0,1-0,3 százalékponttal magasabb reál-GDP-növekedést, valamint 0,1-0,4 százalékponttal magasabb HICP-inflációt jelez előre.

1 További részletekért lásd Manescu, C. és Van Robays, I., “Forecasting the Brent oil price: addressing time-variation in forecast performance”, *Műhelytanulmány sorozat*, No 1735, EKB, 2014.

4. keretes írás

MÁS INTÉZMÉNYEK ELŐREJELZÉSEI

Számos nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény készít előrejelzést az euroövezetről. Ezek azonban szigorúan véve sem egymással, sem az eurorendszer szakértőinek makrogazdasági prognózisával nem vethetők össze, 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 táblázatból látható, a más intézményektől aktuálisan rendelkezésre álló előrejelzések többsége közel áll az eurorendszer júniusi szakértői prognózisának pontelőrejelzéseéhez, és jóval a prognózisokat övező (a táblázatban zárójellezett) sávokon belül van.

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

(éves változás, százalék)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés			HICP-infláció		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Az eurorendszer szakértői prognózisa	2015. június	1,5	1,9	2,0	0,3	1,5	1,8
		[1,2-1,8] ¹⁾	[0,8-3,0] ¹⁾	[0,7-3,3] ¹⁾	[0,2-0,4]	[0,9-2,1]	[1,0-2,6]
Európai Bizottság	2015. május	1,5	1,9	-	0,1	1,5	-
Euro Zone Barometer	2015. május	1,5	1,9	1,6	0,1	1,2	1,6
A Consensus Economics előrejelzései	2015. május	1,5	1,8	1,6	0,1	1,2	1,5
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2015. május	1,4	1,7	1,8	0,1	1,2	1,6
IMF	2015. április	1,5	1,6	-	0,1	1,0	-

Forrás: Az Európai Bizottság gazdasági előrejelzése, 2015. tavasz; a Nemzetközi Valutaalap világgazdasági előrejelzése, 2015. április; a Consensus Economics előrejelzései; MJEconomics; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített felmérése.

Megjegyzés: Az eurorendszer és az EKB szakértőinek makrogazdasági prognózisa munkanappal igazított éves növekedési ütemeket közöl, ezzel szemben az Európai Bizottság és az IMF növekedési adatai nincsenek az éves munkanapszámmal korrigálva. A többi előrejelzésben nem jelölik, hogy az adatok munkanap szerint ki vannak-e igazítva vagy nem.

1) Az eurorendszer szakértői által a 2015-ös, 2016-os és 2017-es reál-GDP-növekedésre adott prognózissávokat a dokumentum 2015. június 3-i első közzététele óta korrigáltuk.

© 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.