



AZ EKB SZAKÉRTŐINEK 2015. SZEPTEMBERI MAKROGAZDASÁGI PROGNÓZISA AZ EUROÖVEZETRŐL¹

1. EUROÖVEZETI KILÁTÁSOK: ÁTTEKINTÉS, FŐ ISMÉRVEK

Az euroövezet konjunktúrájának fellendülése várhatóan folytatódik, bár a korábban vártnál némileg gyengébb ütemben, ami a növekedési kilátások lefelé irányuló módosításaiban tükröződik. A fellendülést elősegíti a kedvező belföldi dinamika; ugyanakkor a külső környezet kedvezőtlenebbé vált. Az infláció 2015-ben várhatóan nagyon alacsony marad, és a prognózis szerint az előrejelzési időszak során emelkedik, 2017-ben elérve az 1,7%-ot. Az éves inflációs ráták a jelenlegi várakozások szerint valamivel lassabban kezdenek majd emelkedni a júniusi várakozásokhoz képest, ezért a HICP-inflációra vonatkozó prognózis – nagyrészt az alacsonyabb olajárak miatt – szintén lefelé irányuló módosítást tartalmaz.

A prognózis a 2015. augusztus 12-ével záruló időszak olajáraira és árfolyamaira vonatkozó feltevéseken alapul. Az adatgyűjtés lezárása óta az olajárak és az euroárfolyam alakulása lefelé mutató kockázatot jelez a szakértők által készített, a reál-GDP-növekedésre és HICP-inflációra vonatkozó makrogazdasági prognózisban.

A gazdasági fellendülés várhatóan folytatódik, bár a korábban vártnál némileg gyengébb ütemben.

A belföldi dinamika fokozatosan élénkül, amit az EKB monetáris politikája, ezen belül a hagyományostól eltérő intézkedések is elősegítenek. Globális szinten a kilátások kedvezőtlenebbé váltak, ami egyes feltörekvő piacgazdaságokban zajló kedvezőtlen folyamatokat tükröz. Összességében azonban a globális növekedés várhatóan még mindig erősödni fog az előrejelzési időszakban. Ennek fő mozgatórugója, hogy a fejlett gazdaságokban kedvezően alakulnak a konjunktúrális folyamatok.

A 2015. júniusi prognózisban szereplő értékhez képest várhatóan gyengébb lesz a külső tényezők hozzájárulása az euroövezeti konjunktúrához.

Míg a fejlett gazdaságokban várható növekedés lényegében nem változik a 2015. júniusi prognózishoz képest, a jelentősebb feltörekvő piacgazdaságok konjunktúrális és importkilátásra vonatkozó prognózis nagymértékben lefelé módosult. Ennek megfelelően az euroövezetben a külföldi kereslet az előrejelzés szerint érezhetően lassabb ütemben élénkül a 2015. júniusi prognózishoz képest. Az euro múltbeli leértékelődése azonban továbbra is kedvező hatást gyakorolhat az euroövezeti export bővülésére.

Az EKB hagyományostól eltérő intézkedéseinek kedvező hatása továbbra is áttevédik a gazdaságra.

Az idei év második negyedében tovább csökkentek a banki hitelkamatok, és az előrejelzési időszakban várhatóan historikusan alacsony szinten maradnak. Az aggregált kereslet, és konkrétan az állóeszköz-felhalmozás, valamint az export javulására lehet számítani a nagyon laza monetáris politikai irányvonalnak köszönhetően.

A válságot követően a gazdaságban zajló kiigazítási folyamat folytatódik, élénkítve a növekedést. A 2013-ig tartó több évnyi költségvetési konszolidáció után a fiskális politika – a pénzügyi szektornak

¹ Az EKB makrogazdasági prognózisát a Kormányzótanács a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelése során veszi figyelembe. A prognózisban alkalmazott eljárásokat és módszereket az *Útmutató az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának elkészítéséhez* című, 2001. júniusi kiadvány ismerteti, amely az EKB weboldalán olvasható. A technikai feltevésekhez szükséges adatok, például a kőolajárak és az árfolyamok gyűjtésének lezárási dátuma 2015. augusztus 12-én volt (lásd a 2. keretes írást). Jelen prognózis esetében az egyéb adatgyűjtés lezárásának időpontja 2015. augusztus 21. volt.

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 „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” (Az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának értékelése) című cikket az EKB 2013. májusi *Havi jelentésében*.

nyújtott állami segítségnyújtás ciklikusan kiigazított elsődleges egyenlegének változásával mérve – várhatóan kismértékben expanzív lesz az előrejelzési időszakban. Tovább javultak a hitelkínálati kondíciók, amit az euroövezetben végrehajtott legutóbbi banki hitelezési felmérés eredményei alapján a hitelképességi mutatók és a hitelezési feltételek nettó lazulása is jelez. A nem pénzügyi vállalatoknál a hitelek összes eszközhöz viszonyított aránya 2015 elejéig tovább csökkent, és ismét elérte a válság előtti szinteket. A háztartások további előrelépést értek el az eladósodottságuk mértékének csökkentése terén, és vagyonuk nettó értéke tovább nőtt az elmúlt negyedévekben. Ugyanakkor a jelek szerint a lakásárak elérték mélypontjukat, és a legtöbb euroövezeti országban átlagosan ismét emelkedésnek indultak. Végezetül: a munkaerő-piacon zajló fordulat egyre jobban elősegíti a lakossági fogyasztás növekedését.

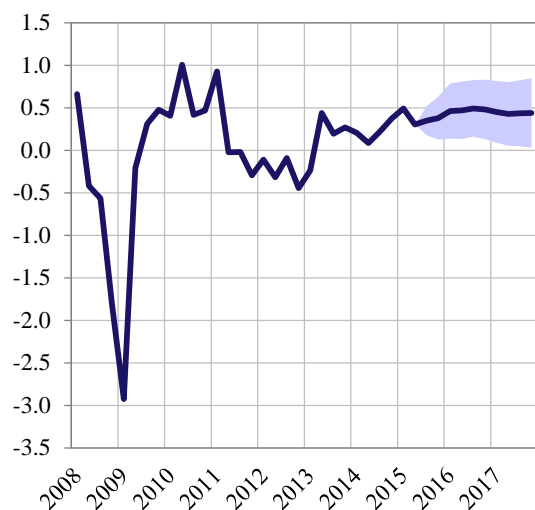
Számos tényező marad azonban, amely mérsékli a növekedési kilátásokat. Egyes országokban még mindig rendkívül magas a magán- és az állami szektor eladósodottsága. A strukturális munkanélküliség szintén továbbra is magas, különösen az euroövezet problémásabb országaiban. A hosszú távú növekedési potenciált és a strukturális reformok megvalósítása terén elért lassú előrelépést övező aggodalmak továbbra is rányomják bélyegüket a beruházási kiadásokra. Végezetül: a közelmúlt görögországi eseményeiből az következik, hogy jelentős mértékben lefelé kell módosítani az ország növekedési kilátásaira vonatkozó prognózist.

1. ábra: Makrogazdasági prognózis¹⁾

(negyedéves adatok)

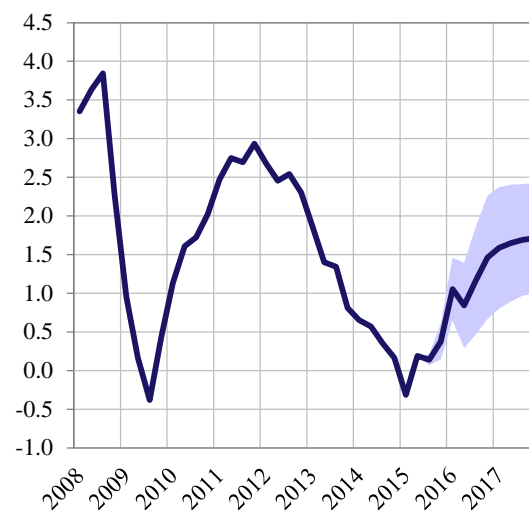
Euroövezeti reál-GDP²⁾

(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 EKB weboldalán olvasható *Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávok számítására* című, 2009. decemberi kiadvány ismerteti.

2) Munkanappal korrigált adatok.

Az utóbbi hónapokban alacsony pozitív rátán állapodott meg a HICP-vel mért infláció. A teljes HICP-infláció a 2015 augusztusát megelőző hónapokban 0,2% körül mozgott, miután felemelkedett a 2015 januárjában tapasztalt -0,6%-os mélypontról. Az utóbbi hónapokban jobbra változatlan teljes HICP-infláció mögött az összetevők egymást kiegyenlítő alakulása húzódik meg. Az energia- és élelmiszerárak inflációs rátájának csökkenése az olaj és az élelmiszerek árupiaci árának visszaesését tükrözi, amit az olajárak esetében részben enyhít az üzemanyag-finomítói haszonkulcsok emelkedése. Ezzel szemben az elmúlt hónapokban az energiát és élelmiszereket nem tartalmazó HICP-infláció kismértékben megemelkedett, ami annak tudható be, hogy a nem energia jellegű ipari termékek ára emelkedett, míg a szolgáltatások árának inflációja viszonylag stabil volt.

A HICP-vel mért infláció a prognózis szerint a közeljövőben alacsony marad, és 2015 végén indul emelkedésnek. Míg 2015-ben várhatóan átlagosan 0,1% lesz az értéke, 2016-ben 1,1%-ra, 2017-ben pedig 1,7%-ra bővül. A magasabb bázishatásoknak és az euróban kifejezett olajárak feltételezett emelkedésének tudható be, hogy 2015 utolsó negyedétől várhatóan enyhül a HICP energia-összetevőjének lefelé irányuló hatása. A prognózis szerint azonban az energia-összetevő csak 2016 negyedik negyedétől járul hozzá pozitívan a teljes HICP-inflációhoz. Az előrejelzési időszakban várhatóan fokozatosan erősödik az energiaárak nélküli HICP-infláció, ami a bérek és a profitmarzsok határozott növekedésében is megfigyelhető. A gazdasági és munkaerő-piaci pangás enyhülése és a szigorúbb munkaerő-piaci feltételek, ahogy azt a 2017-ben 10,1%-ra csökkenő munkanélküliségi ráta is jelzi, a következő néhány évben várhatóan felfelé nyomják a maginflációt. Ezen túlmenően, az árfolyam fogyasztói árakba történő késleltetett begyűrűzésének hatására növekvő külső árodali nyomás, valamint az energiaárak és az energián kívüli nyersanyagárak feltételezett emelkedésének felfelé irányuló hatása hozzájárul a maginfláció ismételt emelkedéséhez.

2. REÁLGAZDASÁG

Az euroövezeti gazdaság fellendülése valószínűsíthetően folytatódik, bár a korábban vártnál némiképp lassabb ütemben. Az alacsonyabb olajárak 2014-2015 fordulóján tapasztalt erőteljes növekedését követően 2015 második negyedévében a konjunktúra nem tudta teljes mértékben fenntartani az év eleji lendületét. A második negyedévben 0,3%-ra mérséklődött a reál-GDP növekedése, majd 2015 második felében várhatóan lényegében hasonló arányban emelkedik. Míg az euroövezet lendületét visszafogják a gyenge kereskedelmi kilátások, az euro effektív árfolyamának korábbi leértékelődése és az alacsony kamatok valószínűleg támogatják az üzleti beruházásokat, ugyanakkor a kedvező munkaerő-piaci fejlemények, valamint az alacsonyabb energiaárak a fogyasztást élénkítik. A feltörekvő piacgazdaságok gyengébb kilátásainak és az alacsonyabb külső keresletnek köszönhetően azonban a ciklikus fellendülés elmarad a várttól, és a negatív kibocsátási rés valamivel tartósabb lesz. Az éves átlagot tekintve a reál-GDP-növekedés jelentősen, a 2014-es 0,9%-ról 2015-ben 1,4%-ra, 2016-ban 1,7%-ra, 2017-ben pedig 1,8%-ra emelkedik a prognózis szerint.

A gazdaság élénkülésében várhatóan továbbra is a magánszektorbeli fogyasztási kiadások játsszák a főszerepet. A rendelkezésre álló reáljövedelem közeljövőben várható növekedési kilátásai továbbra is kedvezőek maradnak, amit elősegít az energiaárak újbóli csökkenésének reáljövedelemre gyakorolt 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 EKB rendkívüli intézkedéseivel alátámasztott alacsony finanszírozási költségek és lazuló finanszírozási feltételek támogatják a magánszektor fogyasztását és – bizonyos mértékig – a háztartások nettó vagyonának növekedését, egyaránt tükrözve a pénzügyi eszközök árának 2015-ös emelkedését és a lakáspiacon a 2016-17-es időszakban megjelenő további javulást. Mindent egybevetve, a magánszektor fogyasztása éves szinten várhatóan 1,7%-kal nő az előrejelzési időszakban (a 2014-ben elért 1,0%-os emelkedést követően).

A következő negyedévekben a megtakarítási ráta előreláthatólag „púpos” mintázatot mutat, ami a kőolaj árának közelmúltbeli gyenge alakulásával kapcsolatos enyhe fogyasztássimító hatásnak tudható be. A 2015 folyamán az alacsonyabb olajáraknak köszönhető rendkívüli jövedelem részbeni megtakarítása miatt a megtakarítási rátában történt kismértékű emelkedést követően e hatás fokozatos megszűnésével 2016 során a megtakarítási ráta kismértékű visszaesése várható. A fenti ideiglenes hatástól eltekintve a megtakarítási ráta az előrejelzési időszak hátralévő részében várhatóan nagyjából változatlan marad, ami egymást kiegyenlítő hatásoknak tudható be. 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 a munkanélküliség és az adósság magas szintje várhatóan továbbra is némi felfelé hajtó nyomást fejt ki a megtakarításokra, ráadásul a rendkívül alacsony kamatszint azzal az eredménnyel járhat, hogy egyes országokban kiegészítő nyugdíjcélú megtakarításokra lesz szükség.

A várakozások szerint – noha alacsony szintről indulva – az euroövezetben növekedni fog a lakásberuházások mértéke. A több mint nyolc évig elhúzódó, súlyos recessziót és összességében több mint 25%-os visszaesést követően 2015-ben várhatóan stabilizálódnak a lakáscélú beruházások. Ütemük várhatóan lendületet vesz az előrejelzési időszakban, amit a rendelkezésre álló reáljövedelem tartós növekedése, a rendkívül alacsony jelzáloghitel-kamat, valamint az EKB rendkívüli intézkedéseivel alátámasztott, lazuló finanszírozási feltételek is támogatnak. Ennek eredményeképpen erősebb ütemben növekszik a lakossági hitelfelvétel. Bizonyos országokban azonban a háztartások adósságállományának magas szintje, másokban pedig a kedvezőtlen demográfiai helyzet fogja várhatóan gátolni a lakáscélú beruházások erőteljesebb mértékű növekedését.

A vállalati beruházások üteme fokozatosan lendületet vesz; amit az EKB rendkívüli intézkedései és a ciklikus fellendülés segít elő. A fokozatos fellendülés feltételei adottak. A keresletben megfigyelhető trendek, a tőkeállomány többévi visszafogott beruházási tevékenységet követő megújítása iránti igénynek, a rendkívül laza monetáris politikai irányvonalnak, valamint a haszonkulcsok növekedésének köszönhetően várhatóan nő a tőkebefektetés mértéke. Emellett az euroövezeti vállalati szektor adósságának leépítésére irányuló általános nyomás az előrejelzési időszak végére várhatóan az eddigieknél kevésbé korlátozza majd a vállalati beruházásokat. A vállalati beruházások élénkülését azonban továbbra is visszafogják a fennmaradó pénzügyi szűk keresztmetszetek és az egyes országok nagyfokú eladósodottsága, valamint a korábbinál gyengébb potenciális kibocsátásnövekedési várakozások is.

Az előrejelzési időszakban az euroövezet külső kereslete várhatóan fokozatosan növekszik, de üteme a feltörekvő piacgazdaságok jelentősen gyengébb importnövekedésének köszönhetően lassabb lesz a korábbi várakozásoknál. A prognózis szerint az euroövezet külső keresletének lendülete várhatóan jóval lassabb lesz, mint a válság előtt, ami a csökkenő világgazdasági teljesítményt, valamint a globális kereskedelem gazdasági növekedéssel szembeni rugalmasságának alacsonyabb szintjét tükrözi. Ez utóbbi jórészt a feltörekvő piacgazdaságok növekedésének importtartalmára vonatkozó várakozások lefelé irányuló módosítását tükrözi (lásd az 1. keretes írást).

Az előrejelzési időszakban mindazonáltal az euroövezeten kívülre irányuló export mérsékelt élénkülése várható, ami az euroárfolyam korábbi leértékelődésének is köszönhető. A prognózis szerint nő az euroövezeten kívüli exportpiaci részesedés. Az előrejelzési időszakban az euroövezeti összkereslet erősödésével párhuzamosan várhatóan fokozatosan felgyorsul az euroövezeten kívülről származó import növekedése. A folyó fizetési mérleg GDP-arányos többlete a 2014-es 2,1%-ról 2015-ben várhatóan 3,0%-ra emelkedik a cserearányok alakulásának köszönhetően, majd 2017-ben 2,7%-ra csökken.

A kibocsátási rés, jórészt a gyenge potenciális kibocsátásnövekedés hatására, várhatóan szűkülni fog. Az előrejelzési időszakban becslések szerint 1% körül, jóval a válság előtti üteme alatt marad a potenciális kibocsátásnövekedés. A prognózis szerint a reál-GDP-növekedés meghaladja a potenciális szintet, a negatív kibocsátási rés pedig várhatóan fokozatosan szűkül az előrejelzési időszakban.

1. keretes írás

A NEMZETKÖZI KÖRNYEZET

A világgazdasági növekedés továbbra is fokozatos és egyenetlen. Az első negyedévben mérsékelt volt, és a legfrissebb mutatók és adatok rövid távon is visszafogott világgazdasági teljesítményt jeleznek. A kilátásokat illetően a világgazdaság növekedésének erősödésére lehet számítani. Az alacsony olajárak, a globálisan laza finanszírozási feltételek, a visszafogottabb fiskális konszolidáció, a javuló munkaerő-piaci helyzet és az erősödő bizalom várhatóan támogatja a fejlett gazdaságok növekedését. Ezzel ellentétben a feltörekvő piacgazdaságokban számottevően romlottak a kilátások, ahogy az előző prognózisok során feltárt lefelé mutató kockázatok megvalósultak. Közülük néhány országban a strukturális akadályok és makrogazdasági egyensúlyhiány hátráltatja a növekedést, míg máshol az alacsonyabb nyersanyagárak, a politikai bizonytalanság és a szigorúbb külső finanszírozási feltételek fejtenek ki kedvezőtlen hatást. A

gyenge évkedés után a világ GDP-növekedése (az euroövezet országait nem számítva) a prognózis szerint a 2015-ös 3,2%-ról 2017-re 4%-ra gyorsul.

2015 első felében jelentősen lelassult a világkereskedelem növekedési lendülete, és várhatóan az előrejelzési időszak során is csak fokozatosan erősödik majd. A néhány nagy feltörekvő piacgazdaságban tapasztalt jelentős importgyengülés hatására a világgazdasági behozatal is visszafogottan alakult, bár a fejlett gazdaságok külkereskedelme alkalmazkodóképesebbnek bizonyult. A világkereskedelem elmúlt négy év során megfigyelhető tartós és meglepő módon gyenge alakulása, valamint a feltörekvő piacgazdaságok szintén tartósan visszafogott importkilátásai nyomán a világkereskedelmi prognózis már nem jelez előre erős élénkülést; sőt a felmérések és rövid távra szóló modellek szerint az év hátralévő részében az élénkülés csak igen szerény mértékű lesz. A későbbiekben a világgazdasági behozatal előreláthatólag a világgazdasági GDP-vel egyenes arányban növekszik majd. Az euroövezet külső kereslete várhatóan a 2015-ös 1,5% után 2017-ben 4,1%-os ütemben növekszik.

A júniusban közzétett szakértői prognózissal összehasonlítva a világgazdasági teljesítményt lefelé módosítottuk az egész előrejelzési időszakra, ami a feltörekvő piacgazdaságok gyengébb kilátásait tükrözi. Az euroövezet külső keresletét is jelentősen lefelé módosítottuk, ami mögött az a vélekedés áll, hogy a feltörekvő piacgazdaságok gyenge teljesítménye erősebben befolyásolja majd az importot a vártnál.

A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

	2015. szeptember				2015. június			Módosítások 2015 júniusa óta		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Világ reál-GDP-je (euroövezet nélkül)	3.7	3.2	3.8	4.0	3.4	4.1	4.1	-0.2	-0.3	-0.1
Világkereskedelem (euroövezet nélkül) ¹⁾	3.2	1.4	3.3	4.1	2.0	4.8	5.2	-0.6	-1.5	-1.1
Euroövezeti külső kereslet ²⁾	3.3	1.5	3.3	4.1	2.2	4.6	5.0	-0.7	-1.2	-0.9

Megjegyzés: A módosításokat kerekítésmentes adatokból számítjuk.

1) Az import súlyozott átlagaként számítjuk.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítjuk.

Az előrejelzési időszakban várhatóan folytatódik az euroövezeti munkaerő-piaci helyzet javulása. A foglalkoztatás 2015 első felében 1,9 millióval nőtt a 2013 közepi mélyponthoz képest, bár a válság előtti csúcstól még mindig 3,9 millióval elmarad. A foglalkoztatottak létszáma előreláthatólag jelentősen javul az előrejelzési időszakban. Ennek oka főként a gazdasági fellendülésben keresendő, néhány országban pedig adózási ösztönzők, a mérsékelt bérnövekedés és a végrehajtott munkaerő-piaci reformok is támogatják. Az egy munkavállalóra jutó munkaórák száma várhatóan kissé növekszik majd a tárgyidőszakban, de még mindig jelentősen elmarad a válság előtti szinttől. A munkaerőlétszám várhatóan csak mérsékeltén bővül, mert egyes országokban a még mindig nagyarányú munkanélküliség, míg másokban a kedvezőtlen demográfiai helyzet miatti káros hatások fogják vissza. A munkanélküliségi ráta, amely 2015 második negyedévében 11,1%-ra csökkent, 2017-ben várhatóan 10,1% lesz.

2. keretes írás

A KAMATOKRA, ÁRFOLYAMOKRA ÉS NYERSANYAGÁRAKRA VONATKOZÓ TECHNIKAI FELTEVÉSEK

A júniusi prognózissal összevetve a technikai feltevések változása jóval alacsonyabb USA-dollárban kifejezett kőolajárat és nem energia jellegű nyersanyagárakat, valamint kissé alacsonyabb euroövezeti kamatszintet foglal magában.

A kamatokra és a nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések a 2015. augusztus 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 0,1% lesz. Az euroövezeti tízéves, nominális államkötvény-hozamokra vonatkozó piaci várakozásokból 2015-re átlagosan 1,3%-os, 2016-ra 1,6%-os, 2017-re pedig 1,8%-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 átgyűrűzését tükrözik – 2015-ben várhatóan némileg csökkennek, 2016 és 2017 során pedig szerény ütemben emelkednek. A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés augusztus 12-i zárónapja előtti kéthetes periódus határidős piaci árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent nyersolajár a 2014-es 98,9 USA-dollárról 2015-ben 55,3 dollárra esik, majd 2016-ban 56,1 dollárra, 2017-ben pedig 60,9 dollárra emelkedik. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár-alapú árai a feltevés szerint 2015-ben és 2016-ban számottevően csökkennek, 2017-ben viszont valamelyest emelkednek.² A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az előrejelzési időszakban az adatgyűjtés augusztus 12-i zárónapját megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak. Ennek megfelelően a teljes időszakban 1,10 lesz az USA-dollár euróhoz viszonyított árfolyama.

Technikai feltevések

	2015. szeptember				2015. június			Módosítások 2015 júniusa óta ¹⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.2	0.0	-0.1	-0.1
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	2.0	1.3	1.6	1.8	1.3	1.7	1.9	0.0	-0.1	-0.1
Nyersolajár (USD/hordó)	98.9	55.3	56.1	60.9	63.8	71.0	73.1	-13.3	-21.0	-16.7
Energián kívüli nyersanyagok ára USA-dollárban (éves százalékos változás)	-8.6	-19.7	-4.6	4.4	-13.6	2.9	4.9	-6.1	-7.5	-0.5
USD/EUR árfolyam	1.33	1.11	1.10	1.10	1.12	1.12	1.12	-0.9	-1.9	-1.9
A nominál-effektív euroárfolyam (EER20) (éves százalékos változás)	0.6	-9.8	-0.2	0.0	-9.5	-0.2	0.0	-0.3	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 kifejezve.

- 1 A tízéves lejáratú, euroövezetbeli, nominális államkötvényhozamra vonatkozó feltevés az egyes országok tízéves referenciahozamainak súlyozott átlagán alapul, amelyeket az éves GDP-adatokkal súlyoznak, és az EKB euroövezeti tízéves nominális összkötvényhozamából számított határidős pályával meghosszabbítanak úgy, hogy a két időszor közötti kezdeti eltérést az előrejelzési időszakban konstansnak tekintik. Az országspecifikus államkötvényhozamok és a megfelelő euroövezeti átlag közötti rést a feltevés a vizsgált időszakban állandónak veszi.
- 2 A kőolaj és élelmiszer jellegű nyersanyagárakra vonatkozó feltevések kiszámítása az előrejelzési időszak végéig érvényes határidős tőzsdei árfolyamokon alapul. Az egyéb, nem energia jellegű szilárd nyersanyagok esetében az a feltételezés, hogy az árak 2016 harmadik negyedévéig a határidős tőzsdei árfolyamokat követik, majd a világgazdasági kibocsátás szerint alakulnak.

A növekedési kilátásokat az előző prognózishoz képest lefelé módosítottuk. A módosítás elsősorban a kevésbé kedvező külső keresleti pályát tükrözi, amely főként a feltörekvő piacgazdaságok gyengébb növekedéséből eredő gyengébb exportteljesítménynek, továbbá 2016-ban és 2017-ben az alacsonyabb beruházásnövekedésnek tudható be. A görögországi válság további tényező, amely a tárgyidőszakban a görög növekedési kilátások jelentős lefelé módosításához vezetett.

3. ÁRAK ÉS KÖLTSÉGEK

A HICP-vel mért infláció 2015-ben átlagosan 0,1% lesz, majd 2016-ban 1,1%-ra, 2017-ben pedig 1,7%-ra emelkedik. A HICP-vel mért infláció az elkövetkező hónapokban várhatóan alacsony szinten

marad, az év vége felé azonban növekedésnek indul, ami nagymértékben az energia összetevőben mutatózó, felfelé irányuló bázishatásokkal, valamint a feltételezett olajár-növekedéssel magyarázható. Ennek hatására várhatóan számottevően nő a HICP-energiaárak hozzájárulása, és fokozatosan növekvő, az árak emelkedése irányába ható nyomáshoz vezet az energia nélkül számított HICP-ben is. Mindent egybevetve, a HICP-vel mért inflációnak az előrejelzési időszak során várt emelkedése a belföldi áremelkedést tükrözi, ami a gazdasági és munkaerő-piaci pangás enyhülésének és a kibocsátási rés fokozatos szűkülésének, valamint a külső ároldali nyomás erősödésének tudható be, mely utóbbi az euroárfolyam korábbi leértékelődésének fogyasztói árakba történő képlettetett begyűrűzéséből, továbbá az energia és a nem energia jellegű nyersanyagok árának feltételezett emelkedéséből ered.

Az euroárfolyam múltbeli leértékelődése és az energiaárak felfelé mutató bázishatása előreláthatólag hozzájárul az éves inflációs ráta 2015 végétől kezdődő növekedéséhez. A HICP-infláció várható emelkedése mögött meghúzódó kulcsfontosságú tényező a külső ároldali nyomás lefelé tartó irányában bekövetkezett fordulat. Az infláció jelenlegi rendkívül alacsony szintjéért elsősorban az energia és a nem energia jellegű nyersanyagok árának múltbeli esése, valamint az euro korábbi felértékelődésének képlettetett hatása felelős. Az olajárak közelmúltbeli meredek csökkenése különösen rövid távon további lefelé irányuló nyomást gyakorol az inflációra. Ezt követően a felfelé irányuló bázishatások, az energia és a nem energia jellegű nyersanyagok árának feltételezett emelkedése, valamint az euro múltbeli leértékelődésének hatásai a fogyasztói árak növekedéséhez járul majd hozzá a vizsgált időszakban.

Az előrejelzési időszak alatt a munkaerő-piaci feltételek javulásával és a gazdasági pangás enyhülésével párhuzamosan a belföldi inflációs nyomás emelkedése valószínűsíthető. A folytatódó gazdasági fellendüléssel és keresleterősödéssel a csökkenő munkanélküliségi ráta és a vállalatok árképzési erejének növekedése várakozásaink szerint a munkabérek és a haszonkulcsok emelkedésében is mutatkozni fog.

A folyamatban levő gazdasági fellendülés során a béremelkedés ütemét várhatóan több tényező is korlátozza. Többek között ilyen az infláció alacsony szintje, a következő két évben megmaradó munkaerő-piaci pangás, valamint a válság során a munkaerőpiaci rugalmasságnövelés céljával megvalósított strukturális munkaerő-piaci reformokból eredő, a jelenlegi fellendülés folyamán a munkabérenövekedést valószínűleg visszafogó hatás. Emellett az egyes euroövezeti országokban zajló költségversenyképesség-kiigazítási folyamatok várhatóan továbbra is fékező hatást gyakorolhatnak az euroövezeti bérek növekedésére.

A szerény bérenövekedés és a termelékenység ciklikus erősödése az előrejelzési időszak során befolyással lesz a fajlagos munkaerőköltség növekedési dinamikájára. A fajlagos munkaerőköltség növekedési üteme az előrejelzések szerint 2017-ben a 2014-es 1,2%-hoz hasonló, 1,1%-os szinten marad. A termelékenységnek a munkabérekénél korábbra prognosztizált ciklikus növekedése arra enged következtetni, hogy 2015 és 2016 során időleges visszaesés következik be a fajlagos munkaerőköltségben.

Az előrejelzett gazdasági fellendülés 2017-ig tartó profitmarzs-növekedést tesz lehetővé. Az elmúlt években tapasztalt elhúzódó gyengélkedést követően az előrejelzési időszakban várhatóan nőni fognak a profitráták. Az olajárak múltbeli erőteljes visszaesésével kapcsolatos rendkívüli nyereség és keresleterősödés miatt növekvő vállalati árképzési erő a vizsgált időszakban várakozásaink szerint kedvező hatással lesz a profitmarzsokra. A válság alatt és után bevezetett strukturális termékpiacon reformok kapcsán megélt versenyt ugyanakkor várhatóan fékezi majd a profitmarzskilátásokat.

A HICP-inflációs kilátásokat a júniusi prognózishoz képest – nagyrészt az alacsonyabb olajárak miatt – lefelé módosítottuk. 2015-re és 2016-ra a teljes inflációt lefelé módosítottuk, ami mögött elsősorban az energiaárakat is tartalmazó HICP-inflációnak az USD-ben kifejezett olajárak alacsonyabb feltételezett pályájából adódó lefelé irányuló hatások miatti gyengébb alakulása áll, amelyet csak részben enyhít a valamelyest gyengébb USD/EUR árfolyam. A HICP-infláció 2017-re vonatkozó lefelé módosítása a némileg visszafogottabb GDP-növekedési kilátásokat, valamint az alacsony olajár maginflációra gyakorolt, késéssel jelentkező közvetett hatásait tükrözi.

4. A FISKÁLIS HELYZETTEL KAPCSOLATOS KILÁTÁSOK

A fiskális politika irányultsága – a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg változásával mérve – várhatóan kismértékben járul hozzá a kereslet alakulásához az előrejelzési időszakban. Míg a diszkrecionális fiskális politikai intézkedések feltevéseink szerint összességében semleges hatásúak, a nem diszkrecionális tényezők, pontosabban a fő makrogazdasági adóalap 2015. évi GDP-részesedésének enyhe visszaesése (a GDP összetételének hatása) és a 2016. évi nem adójellegű bevételek kismértékű csökkenése némiképp hozzájárul a fiskális lazításhoz.²

Az államháztartási hiány- és államadósság-ráták az előrejelzés szerint visszaesnek. A GDP-arányos államháztartási hiány csökkenését teljes mértékben az euroövezeti gazdaság ciklikus javulása és a csökkenő kamatkidadások okozzák, ugyanakkor a strukturális költségvetési egyenlegben az előrejelzési időszak során enyhe visszaesés valószínűsíthető. A GDP-arányos államadósság 2015-től előreláthatólag csökkenni kezd.

A júniusban közölt prognózissal összevetve a fiskális kilátások valamelyest romlottak. Az államháztartási egyenleg kismértékű lefelé módosítása egyrészt a korlátozott konszolidációs intézkedéseknek, másrészt pedig bizonyos makrogazdasági adóalapok némileg kevésbé kedvező alakulásának tudható be. Az államadósság arányának hangsúlyosabb felfelé módosítását a nominális GDP-növekedés lefelé irányuló módosítása súlyosbítja.

² A fiskális politikai feltevések a 2015-re elfogadott költségvetési törvényekben és pótköltségvetésekben, valamint a 2015. augusztus 21-én 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 átmege a jogalkotói folyamaton.

1. táblázat: Az euroövezet makrogazdasági prognóza¹⁾

(éves változás, százalék)

	2015. szeptember				2015. június			Módosítások 2015 júniusa óta ²⁾		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Reál-GDP ³⁾	0.9	1.4	1.7	1.8	1.5	1.9	2.0	-0.1	-0.2	-0.1
		[1,3–1,5] ⁴⁾	[0,8–2,6] ⁴⁾	[0,6–3,0] ⁴⁾	[1,2–1,8] ⁴⁾	[0,8–3,0] ⁴⁾	[0,7–3,3] ⁴⁾			
Magánszektor fogyasztása	1.0	1.7	1.7	1.7	1.9	1.6	1.6	-0.1	0.0	0.0
Kormányzati fogyasztás	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.0	0.1	-0.1
Bruttó állóeszköz- felhalmozás	1.3	2.1	3.4	3.9	1.9	3.5	3.9	0.2	-0.1	0.0
Export ⁵⁾	3.8	4.5	4.9	5.2	4.2	5.4	5.6	0.3	-0.5	-0.5
Import ⁵⁾	4.2	4.7	5.4	5.7	4.8	5.8	5.9	-0.1	-0.3	-0.2
Foglalkoztatás	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	-0.1	-0.2	-0.1
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	11.6	11.0	10.6	10.1	11.1	10.6	10.0	-0.1	0.1	0.2
HICP	0.4	0.1	1.1	1.7	0.3	1.5	1.8	-0.2	-0.3	-0.1
		[0,0–0,2] ⁴⁾	[0,5–1,7] ⁴⁾	[0,9–2,5] ⁴⁾	[0,2–0,4] ⁴⁾	[0,9–2,1] ⁴⁾	[1,0–2,6] ⁴⁾			
HICP energia nélkül	0.7	0.9	1.3	1.6	0.9	1.4	1.7	0.0	-0.1	-0.2
HICP energia és élelmiszer nélkül	0.8	0.9	1.4	1.6	0.8	1.4	1.7	0.1	0.0	-0.2
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül ⁶⁾	0.7	0.9	1.4	1.6	0.8	1.4	1.7	0.1	0.0	-0.2
Fajlagos munkaerőköltség	1.2	1.0	0.6	1.1	0.8	0.7	1.3	0.2	-0.1	-0.2
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1.5	1.6	1.6	2.1	1.4	1.7	2.3	0.2	-0.1	-0.2
Munkatermelékenység	0.3	0.7	1.0	1.0	0.6	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0
Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)	-2.4	-2.1	-2.0	-1.7	-2.1	-1.8	-1.5	-0.1	-0.1	-0.3
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában) ⁷⁾	-1.8	-1.8	-1.8	-1.7	-1.7	-1.7	-1.4	-0.1	-0.2	-0.3
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	91.7	91.6	90.7	89.4	91.5	90.2	88.4	0.1	0.5	1.0
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	2.1	3.0	2.9	2.7	2.1	2.0	2.0	0.9	0.9	0.7

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 számítjuk.

3) Munkanappal korrigált adatok.

4) 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 *Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávok számítására* című, 2009. decemberi kiadvány ismerteti.

5) Az euroövezet belső kereskedelmét is magában foglalja.

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

7) A kormányzati egyenlegnek a gazdasági ciklus átmeneti hatásaitól és a kormányzatok ideiglenes intézkedéseitől megtisztított értékeként megadva (a KBER módszertanát lásd a *Műhelytanulmány sorozat, 77*, EKB, 2001. szeptember, és *Műhelytanulmány sorozat, 579*, EKB, 2007. január). A strukturális egyenlegre vonatkozó prognózist a kibocsátási résnek nem az aggregált 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 alpozíció jelzőszáma) című keretes írásában.

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, hogy az mennyire érzékeny a feltevések alternatív pályáira, hiszen így könnyebben elemezhetők a prognózist övező kockázatok. Ez a keretes írás az olajárakkal és a devizaárfolyamokkal kapcsolatos bizonytalanságot, valamint a prognózis e változókkal szembeni érzékenységét taglalja.

1) A kőolajár alakulásának alternatív pályája

Az alternatív olajármodellek 2017-re némileg magasabb kőolajárat jeleznek, mint a határidős árfolyamok. Az alapprognózis háttérében álló, kőolajár alakulására vonatkozó, határidős piaci alapú technikai feltevések szerint a kőolaj ára emelkedni fog az előrejelzési időszak során (lásd a 2. keretes írást). Az EKB szakértői által a kőolajárak előrejelzési időszakban várható alakulásának prognosztizálására alkalmazott alternatív modellek¹ jelenleg magasabb olajárat jeleznek a vizsgált időtávra, mint a technikai feltevések. Ez összhangban állna a világ kőolajkeresletének erőteljesebb középtávú fellendülésével, valamint a kőolajkínálatnak a visszafogottabb olajipari beruházások, így egyes országok olajkitermelési kapacitáscsökkenése miatti kismértékű csökkenésével, ami az olajárak közelmúltbeli esésének következménye. A 2017-re az alapprognózisnál 8,1%-kal magasabb olajárakat jelző alternatív pálya hatása némileg (2017-ben 0,1 százalékponttal) visszafogná a reál-GDP növekedését, ugyanakkor 2016-ban és 2017-ben valamelyest gyorsabban növekvő (körülbelül 0,1-0,2 százalékponttal magasabb) HICP-inflációval járna.

Az alapprognózisnál magasabb olajárakat tartalmazó fenti technikai forgatókönyvvel ellentétben a kőolaj ára a technikai feltevések adatgyűjtésének lezárása óta csökkentek, ami részben a nemrégiben egyes feltörekvő piacgazdaságokban kialakult pénzügyi turbulenciával áll összefüggésben. Az olajárakra vonatkozó feltevések 2015. szeptember 1-jén rendelkezésre álló információk alapján történő aktualizálásakor² az olajárak feltételezett pályája a prognózisokban szereplőnél átlagosan mintegy 6%-kal alacsonyabb az előrejelzési időszakban. Ez kismértékű felfelé mutató kockázatot jelezne a növekedési, illetve lefelé mutató kockázatot az inflációs prognózisban.

2) Alternatív árfolyam-alakulási pálya

A pénzügyi piacokon nemrégiben kiújuló feszültségek az euro effektív árfolyamának ismételt erősödését jelezték. A prognózist övező kockázatok érzékeltetésére az érzékenységi elemzés az euro további felértékelődését jelző alternatív árfolyampályáját is bemutatja, amelyet a 2015. május 12-i USD/EUR árfolyamra vonatkozó opciókból számított, kockázatsemleges sűrűségből származó eloszlás 75. percentiliséből számítottunk. Az alternatív pályából számítva az euro a dollárhoz képest 2017-ben fokozatosan 1,21 dollárra erősödik, ami 10,6%-kal haladja meg az adott évre vonatkozó alapfeltevést. Az euro megfelelő nomináleffektív árfolyamára 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 felfelé mozdul az alappályától, és 2017-ben ennél 5,3%-kal magasabb lesz. Mindezeket figyelembe véve a szakértők több makrogazdasági modellje is 2016-ban és 2017-ben 0,2–0,4 százalékponttal kevesebb reál-GDP-növekedést, valamint 0,1–0,5 százalékponttal alacsonyabb HICP-inflációt jelez előre.

1 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.

2 Az aktualizált prognózis alapját a szeptember 1-jén végződő kétéves időszak határidős olajpiacain alapuló pálya képezi.

A NÖVEKVŐ GLOBÁLIS BIZONYTALANSÁG HATÁSA AZ EUROÖVEZETI KONJUNKTÚRÁRA

A közelmúlt pénzügyi piaci feszültségei egyértelműen rámutattak, hogy a globális kilátásokat továbbra is többféle bizonytalansági tényező befolyásolja. Konkrétan a közelmúlt eseményeinek fényében jól látszik, hogy a Kína és a többi feltörekvő piacgazdaság növekedési kilátásait övező aggodalmak nagyon gyorsan olyan hirtelen fejleményekhez vezethetnek a pénzügyi piacokon, amelyek kedvezőtlen hatással lehetnek az euroövezet kilátásaira. A keretes írás azt vázolja, hogy egy alternatív forgatókönyv szerint adott világméretű sokkok milyen esetleges hatással bírnak az euroövezet növekedési kilátásaira.

A globális bizonytalanság egyik forrása a kínai növekedési ütem mérséklődésének mértékéhez kapcsolható. Noha az alapprognózis már számol a kínai növekedési ütem mérséklődésével, a kínai adósságállomány felhalmozódásával kapcsolatos egyensúlyhiányok további kibontakozása fokozódó pénzügyi feszültséghez és meredekebb gazdasági visszaeséshez vezethet. Ebben az esetben komolyan meggyengülhet a kínai bankok hitelezési képessége és hajlandósága, mivel az eszközeik minősége gyorsan romlik. A banki hitelezés vártnál erősebb csökkenését felgyorsíthatják a lakáspiac kedvezőtlen fejleményei (mivel az ingatlan-beruházók jórészt banki hitelből finanszírozzák működésüket). Emellett a kínai részvényárfolyamok tovább zuhanhatnak, mivel a helyi befektetők újraszámítják a részvénykockázati prémiumokat. Az eszközminőség romlása, illetve a magasabb részvénykockázati prémiumok felfelé irányuló nyomást gyakorolnának az államkötvények hozamára, mivel a kormányzat a bankszektor nagyarányú támogatására kényszerülne. Ebből kifolyólag a beruházás – és kisebb mértékben – a fogyasztás sokkal lassabban emelkedne, mint az a jelenlegi alapprognózis alapján várható lenne. Mivel a növekedési ütem mérséklődésével együtt jelentősen nő a munkanélküliség, a kínai hatóságok beavatkozására számíthatnak, akik a monetáris és költségvetési ösztönző intézkedések mellett még inkább leértékelnék a jüant, hogy megakadályozzák a növekedési ütem további mérséklődését. Összefoglalva: e forgatókönyv szerint a kínai növekedés feltételezett üteme 2016-ban és 2017-ben az alapprognózisnál 1 százalékponttal alacsonyabb.

A globális bizonytalanság egy másik forrása az USA monetáris politikájának normalizálódásához köthető. Az Egyesült Államok technikai alapfeltevésként alkalmazott éven belüli kamatait övező jelenlegi piaci várakozások szerint az éven belüli kamatok csak fokozatosan indulnak emelkedésnek, 2017 végén mindössze 1,6%-ot érnek el. Ha azonban az Egyesült Államok tartani tudja a Szövetségi Nyíltpiaci Bizottság (FOMC) által prognosztizált medián kamatlábat, akkor gyorsabban emelkednek, mint amivel a piacok kalkuláltak. Sőt, az USA monetáris politikájának várható normalizálódása ellenére az amerikai futamidős felár továbbra is a negatív rekord közelében marad. Ha fokozódna a globális bizonytalanság – ami növelné az Egyesült Államok jövőbeli monetáris politikáját övező bizonytalanságokat – fennáll a veszély, hogy hirtelen felfelé módosítják az amerikai futamidős felárakat. Utóbbi számszerűsítéséhez e forgatókönyvben a feltevés, hogy az amerikai futamidős felár 130 bázisponttal emelkedik, ami a hosszú lejáratú kamatokra is átgyűrűzik. Ugyanakkor az USA magasabb hosszú lejáratú kamatai más fontos, fejlett gazdaságban is magasabb hosszú lejáratú kamatokat eredményezhetnek.

Ezek a sokkok valószínűleg negatív hatással lesznek a többi, feltörekvő piacgazdaság növekedésére. Oroszország súlyos recesszióban van, és az állami kiadások várhatóan meredek zuhanásnak indulnak az alacsonyabb olajbevételeknek köszönhetően. Brazíliában a növekvő infláció közepette jelentősen romlottak a kilátások. A kínai növekedés erőteljesebb mérséklődése jelentős lefelé mutató kockázatokkal járhat a kilátásokra nézve, különösen a nyersanyagexportőrök számára. A legfrissebb adatok szerint ismét lassul a feltörekvő piacgazdaságokba irányuló tőkemozgás, ami a 2013 közepén a mennyiségi enyhítés visszafogásával kapcsolatosan megfigyelt piaci „hisztériát” idézi. A feltörekvő piacgazdaságokat érintő tőkemozgás irányában beállt fordulat a megnövekedett globális bizonytalanság jeleit mutatja; csökkent a feltörekvő piacgazdaságok növekedési kilátásaiba vetett befektetői bizalom. A fentieket figyelembe véve Kína növekedési kilátásai és/vagy az USA hosszú lejáratú kamatlábainak váratlan emelkedése kapcsán tapasztalható további kellemetlen meglepetések felerősíthetik a feltörekvő piacgazdaságokból kiáramló tőkemozgást, szűkülhetnek a finanszírozási lehetőségek, és így csökkenhet a növekedés ezekben az országokban. E forgatókönyvben a növekvő globális makrogazdasági bizonytalanságnak a feltörekvő

piaci konjunktúrára gyakorolt hatását az S&P 500 index opciós árának implikált volatilitására (VIX) alkalmazott két standard eltérésnyi sokk formájában számszerűsítettük, ami negatív hatással van ezen gazdaságok belső keresletére.

A növekvő globális bizonytalanság a kereskedelmi és pénzügyi összefonódásoknak köszönhetően az euroövezet gazdaságára is kihathat. A növekvő globális bizonytalanság miatt az Egyesült Államokban (az amerikai magasabb hosszú lejáratú kamatoknak köszönhetően), valamint más jelentős, fejlett és feltörekvő piacgazdaságokban is csökkenne a kereslet. Ez a kereskedelmi csatornán keresztül a globális és az euroövezeti növekedésre is kihatna, mivel csökkenne az euroövezet külső kereslete. Sőt, a hosszú lejáratú kamatokot érintő pénzügyi problémák begyűrűznének az euroövezeti és a nemzetközi gazdaságba, ezáltal emelkednének a vállalatok, a háztartások és a közszféra finanszírozási költségei. Az effektív euroárfolyam vonatkozásában a növekvő amerikai kamatok az USA-dollár euróhoz viszonyított felértékelődéséhez vezethetnek. A feltörekvő piacok pénzügyi piacainak volatilitása ugyanakkor az euro felértékelődését eredményezheti a feltörekvő piacok fizetőeszközeihez képest.

A fent említett három tényezőt felölelő fokozott globális bizonytalanság hatására a becslések szerint 0,1-0,2 százalékponttal csökken az euroövezet növekedése a 2016. évi alapprognozishoz képest. Az euroövezeti GDP gyengébb növekedése részben az euroövezet külső keresletének csökkenésében gyökerezik, ami az Egyesült Államokban és a többi fejlett gazdaságban, illetve Kínában és a többi feltörekvő gazdaságban tapasztalt gyengébb konjunkturális folyamatokat tükrözi. Emellett – az euroövezet magasabb hosszú lejáratú kamataiban is tükröződő – begyűrűző negatív hatások az euroövezet növekedési kilátásaira is kedvezőtlenül hatnak.

A fenti forgatókönyv ugyan mérsékelt hatást gyakorol az euroövezetre, számos fenntartással kell számolni. A vállalatok és háztartások szintjén például figyelmen kívül hagyjuk a bizalmi csatornákat. Emellett előfordulhat, hogy az egyéb eszközök árát, például a részvénypiaci árakat erőteljesebb begyűrűző hatás éri, és erőteljesebben korrigálják őket lefelé, mint ahogy a modellek alapján arra számítani lehetett. Lineáris modelleket alkalmaztunk, miközben a pénzügyi piaci igen kedvezőtlen korrekciói a változók nem lineáris mozgásával is járhatnak, ami várhatóan erőteljesebb hatást gyakorol rájuk. Végezetül ezen szimulációk figyelmen kívül hagyják az árfolyamnak a nyersanyagárakra gyakorolt kedvező vagy kedvezőtlen hatásait. Ugyanakkor az euroövezet gazdaságát érintő kedvezőtlen sokkok hatása enyhíthető lenne, ha a feltörekvő piacgazdaságok kiegyenlítő politikára törekednének, vagy ha a feltörekvő piacgazdaságok növekvő gyengése folytán begyűrűző kedvezőtlen hatások miatt elhalasztanák az Egyesült Államok monetáris politikájának szigorítását.

5. keretes írás

MÁS INTÉZMÉNYEK ELŐREJELZÉSEI

Számos nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény készít előrejelzést az euroövezetről. Ezeket ugyanakkor szigorú értelemben sem egymással, sem az EKB szakértői makrogazdasági prognózisával nem lehet összevetni, mivel véglegesítésük más-más időpontra esik. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külgazdasági változókra – például a kőolaj és az egyéb nyersanyagok 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 nem tér el sokban az eurorendszer szeptemberi szakértői prognózisának pontelőrejelzéseitől, 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 EKB szakértői prognózisa	2015. szeptember	1.4 [1,3–1,5]	1.7 [0,8–2,6]	1.8 [0,6–3,0]	0.1 [0,0–0,2]	1.1 [0,5–1,7]	1.7 [0,9–2,5]
Európai Bizottság	2015. május	1.5	1.9	-	0.1	1.5	-
Euro Zone Barometer	2015. augusztus	1.5	1.8	1.6	0.2	1.2	1.6
A Consensus Economics előrejelzései	2015. augusztus	1.5	1.8	1.6	0.2	1.3	1.5
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2015. augusztus	1.4	1.8	1.8	0.2	1.3	1.6
IMF	2015. július	1.5	1.7	-	0.1	1.0	-

Forrás: Az Európai Bizottság európai gazdasági előrejelzése (2015. tavasz); az IMF 2015. júliusi, aktualizált világgazdasági előrejelzése (GDP); az IMF 2015. áprilisi világgazdasági előrejelzése; a Consensus Economics előrejelzései; MJEconomics; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített felmérése (SPF).

Megjegyzések: 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.

© 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.