



Az eurorendszer szakértői makrogazdasági prognózisa az euroövezetről, 2016. december¹

Az euroövezet gazdasági fellendülése várhatóan folytatódik, többé-kevésbé a 2016. szeptemberi prognózisnak megfelelően. A várt globális gazdasági fellendülés és a szilárd belső kereslet – amit a kifejezetten laza monetáris politika, az adósságleépítés terén több szektorban is elért előrelépés, és a munkaerő-piaci helyzet folyamatos javulása is támogat – az előrejelzési időszakban a fellendülés folytatódását valószínűsíti. A reál-GDP 2016-ban és 2017-ben éves szinten várhatóan 1,7%-kal, 2018-ban és 2019-ben pedig 1,6%-kal bővül.

A HICP-infláció a 2016-os 0,2% értékről 2017-ben várhatóan 1,3%-ra, 2018-ban 1,5%-ra, 2019-ben pedig 1,7%-ra emelkedik. A jelentős bővülés rövid távon különösen az olajárakban bekövetkezett fordulatnak köszönhető. Továbbá, ahogyan a kihasználatlan munkaerőpiaci kapacitások fokozatosan csökkennek, a bérekben és a fajlagos munkaerőköltségben bekövetkezett emelkedés is hozzájárul majd a HICP-infláció növekedéséhez az előrejelzési időszakban.

1

Reálgazdaság

A reál-GDP 2016 harmadik negyedében 0,3%-kal nőtt, melynek elsődleges forrása a belföldi kereslet volt. A harmadik negyedéről rendelkezésre álló információk fényében elmondható, hogy a háztartások fogyasztása és az állóeszköz-felhalmozás pozitívan hatott a konjunktúrára, míg az exportnak az importénál kisebb növekedése a nettó kereskedelem negatív hozzájárulását eredményezte. A munkaerő-piaci feltételek tovább javultak az elmúlt hónapokban: a foglalkoztatás bővülése meglepetésre a vártnál nagyobb növekedést mutat és a munkanélküliségi ráta is nagyobb mértékben esett az előrejelzésekhez képest. A bizalom a különböző szektorokban és országokban is nőtt, ami rövid távon stabil növekedésre utal.

Az előrejelzési időszak során a reál-GDP 2016-ban és 2017-ben 1,7%-kal, 2018-ban és 2019-ben pedig 1,6%-kal bővül a prognózis szerint. Várhatóan a szilárd belső kereslet marad a reál-GDP-növekedés fő pillére, amelyhez kiemelten

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 the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* (Útmutató az eurorendszer és az EKB makrogazdasági szakértői prognózisának elkészítéséhez) című, 2016. júliusi kiadvány ismerteti, amely az EKB weboldalán olvasható. A technikai feltevésekhez szükséges adatok, például a kőolajárak és az árfolyamok gyűjtésének lezárási dátuma 2016. november 17-én volt (lásd a 2. keretes írást). Az egyéb adatok prognózisba való felvételének utolsó napja 2016. november 24.

Ez a makrogazdasági prognózis a 2016–2019-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.

hozzájárul az EKB rendkívül laza monetáris politikája. A prognózis szerint az export fokozatosan lendületet vesz a világgazdaság várt fokozatos fellendülése nyomán, ami az előrejelzési időszakban fokozatosan javítja a nettó kereskedelem hozzájárulását.

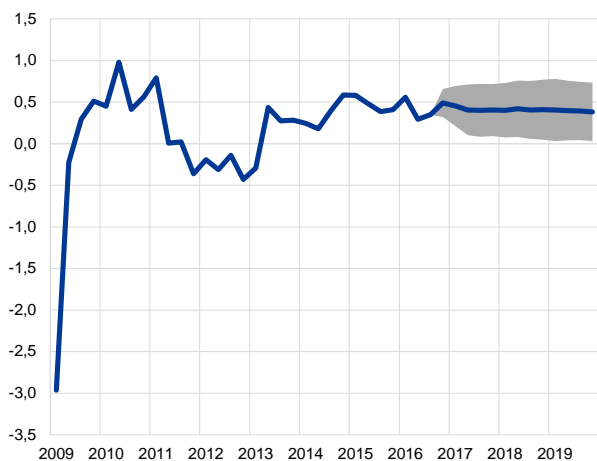
1. ábra

Makrogazdasági prognózis¹⁾

(negyedéves adatok)

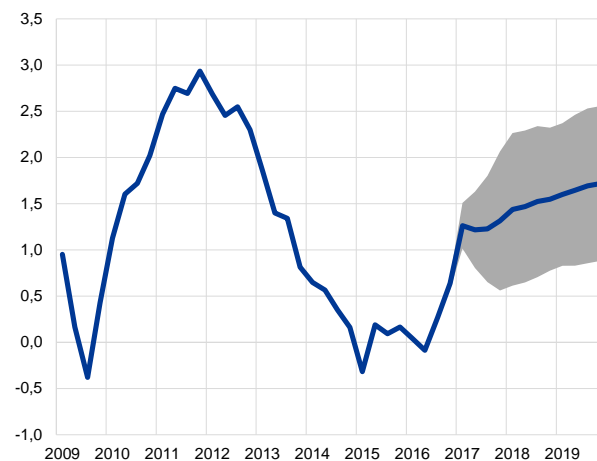
Euroövezeti reál-GDP²⁾

(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.

A háztartások fogyasztási kiadásainak lendülete az előrejelzési időszakban jobbra megmarad. Az elmúlt hónapokban ismét nőtt a fogyasztói bizalom az általánosan javuló gazdasági várakozások és a kedvezőbb egyéni pénzügyi várakozások nyomán.

Középtávon a rendelkezésre álló nominális jövedelem növekedése várhatóan kedvező marad. A bruttó bérek és fizetések hozzájárulása várhatóan nő az előrejelzési időszakban, mivel a foglalkoztatás gyenge emelkedését bőven ellensúlyozza az egy munkavállalóra jutó jövedelem erősebb növekedési üteme. Az egyéb személyi jövedelmek növekedése várhatóan erősödik, összhangban a profitok alakulásával, míg a nettó költségvetési transzferek hozzájárulása kis mértékben negatív lesz. Ugyanakkor 2017 folyamán a fogyasztóiár-infláció újbóli erősödésének köszönhetően a rendelkezésre álló reáljövedelem növekedése várhatóan lassul, a továbbiakban pedig fenntartja ezt a növekedési lendületet.

A banki hitelezési feltételek javulása – amelyhez az EKB monetáris politikai intézkedései is hozzájárulnak – támogatja a magánszektor fogyasztásának növekedését. Jóllehet az alacsony kamatok a háztartások kamatköltségeire és kamatbevételeire egyaránt hatással vannak, megvan az a tulajdonságuk is, hogy a nettó megtakarítóktól erőforrásokat csoportosítanak át a nettó hitelfelvevőkhöz. Mivel utóbbiaknak jellemzően magasabb a fogyasztási határhajlandósága, az újraelosztás

tovább támogatja a háztartások fogyasztásának növekedését aggregált szinten. Ezen felül szintén a fogyasztás bővülését támogatja az adósságleépítés terén elért előrelépés és a háztartások nettó pénzügyi vagyonának várható növekedése – ami a lakásárak további drágulásának eredménye. Összességében, a prognózis szerint a magánszektor fogyasztásának növekedése éves szinten mérsékelten lassul: a 2016-os 1,7%-ról 2017-ben és 2018-ban 1,5%-ra, 2019-ben pedig 1,4%-ra csökken.

A megtakarítási ráta 2017 közepéig várhatóan csökken, majd a későbbiekben nem változik. A megtakarítási ráta a becslések szerint 2015 közepe óta nőtt, aminek legvalószínűbb oka, hogy a háztartások megtakarították az olajárakhoz köthető rendkívüli bevételek egy részét. Ez a hatás várhatóan átmeneti lesz, és amint elmúlik, a megtakarítási ráta csökkenni fog 2017 folyamán. A ráta a prognózis szerint az előrejelzési időszak hátralevő részében stagnálni fog. Míg a csökkenő munkanélküliség, a kedvezőbbé váló hitelfeltételek és az alacsony kamatlábak lefelé nyomják a megtakarítási rátát bizonyos országokban, a folyamatos adósságleépítési igény és a prociklikus fogyasztássimítás növeli azt.

1. keretes írás

A kamatlábakra, árfolyamokra és nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések

A szeptemberi prognózissal összevetve a következőképpen változtak meg a technikai feltevések: emelkedtek a kamatlábak és az USA-dollár-alapú olajárak, és az effektív euroárfolyam kismértékben felértékelődött. A technikai kamat- és nyersanyagár-feltevések a 2016. november 17-ével záruló időszak piaci várakozásain alapulnak. A rövid lejáratú kamatláb esetében a három hónapos EURIBOR-t vesszük alapul, a piaci várakozásokat pedig a határidős tőzsdei (futures) hozamok alapján számítjuk. A módszertan alapján a rövid lejáratú átlagos kamatszint 2016-ban és 2017-ben -0,3%, 2018-ban -0,2%, 2019-ben pedig 0,0% lesz. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozásokból következő átlagos hozamszint 2016-ban 0,8%, 2017-ben 1,2%, 2018-ban 1,5%, 2019-ben pedig 1,7%.² Az eurorendszer nem pénzügyi magánszektorának kihelyezett hitelek kompozit banki kamatai 2017 során várhatóan szerény ütemben emelkednek, majd 2018-ban és 2019-ben is tovább nőnek, ami egyrészt a határidős piaci hozampályát, másrészt a piaci hozamok változásának a hitelkamatokba való fokozatos átgyűrűzését tükrözi. A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés november 17-i zárónapja előtti kétéves periódus futures átlagárfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent nyersolajár a 2015-ös 52,4 USA-dollárról 2016-ban 43,1 dollárra esik, majd ezután emelkedni kezd, 2017-ben 49,3 dollárra, 2018-ban 52,6 dollárra, 2019-ben pedig 54,6 dollárra, ami 2017-18-ban átlagosan mintegy 2 dollárral magasabb átlagárat eredményez, mint a szeptemberi prognózis. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú ára 2016-ban várhatóan némileg csökken, 2017-ben és utána pedig emelkedik.³ Az előrejelzési időszak bilaterális

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

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 utolsó negyedévéig a futures árfolyamokat követik, majd a világgazdasági teljesítménynek megfelelően alakulnak.

árfolyamai a feltevés szerint nem változnak az adatgyűjtés november 17-i zárónapját megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinthez képest. Ebből 2016-ban 1,11 USD/EUR, 2017-től 2019-ig pedig 1,09 USD/EUR átlagárfolyam következik, szemben a szeptemberi prognózis 1,11 USD/EUR árfolyamával. Az euro (38 kereskedelmi partnerhez viszonyított) effektív árfolyama a feltevés szerint 2016-ban 0,2%-kal, 2017-ben és 2018-ban pedig 0,4%-kal magasabb, mint a szeptemberi prognózisban feltételezett árfolyamok.

Technikai feltevések

	2016. december				2016. szeptember		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,4	-0,4
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	0,8	1,2	1,5	1,7	0,7	0,6	0,8
Nyersolajár (USD/hordó)	43,1	49,3	52,6	54,6	42,8	47,4	50,6
Energián kívüli nyersanyagárak, USD (éves százalékos változás)	-4,0	6,6	3,8	4,5	-3,0	5,3	4,2
USD/EUR árfolyam	1,11	1,09	1,09	1,09	1,11	1,11	1,11
Nomináleffektív euroárfolyam (EER38) (éves százalékos változás)	3,8	0,1	0,0	0,0	3,6	-0,1	0,0

A várakozások szerint az euroövezetben folyamatosan bővülnek a lakásberuházások.

A rendelkezésre álló nominális jövedelem előreláthatóan gyorsuló növekedése, a jelzáloghitel-kamatok igen alacsony szintje és a korlátozott egyéb befektetési lehetőségek várhatóan támogatják a lakásberuházások tartós fellendülését. A kedvező kilátásokat támasztja alá az építési engedélyek emelkedő száma és a javuló banki hitelfeltételek – elsősorban az átlagos hitelek alacsonyabb kamatmarzsai – mellett bővülő lakásvásárlási hitelkereslet. Ezen túlmenően úgy tűnik, egyes országokban lezárult a lakáspiaci korrekció, és a lakásárak ismét emelkedni kezdtek. Ugyanakkor a magas munkanélküliség és egyes országok háztartásainak nagyfokú eladósodottsága olyan fékező hatást gyakorol a lakásberuházásokra, amely várhatóan csak fokozatosan enyhül majd. Másol a rendelkezésre álló jövedelemhez képest már most is magas a lakásberuházások szintje és a kedvezőtlen demográfiai folyamatok fékezik a lakásberuházások bővülését.

A vállalati beruházások várhatóan stabilan bővülnek.

A vállalati beruházásokat több tényező is támogatja: a kedvező termelési várakozások, a bővülő rendelésállományok és az eladási árakkal kapcsolatos megváltozott várakozások hatására folyamatosan javul a bizalom; a kapacitáskihasználtság 2008 közepe óta még sosem volt ilyen erős, mint most; az EKB hagyományostól eltérő monetáris politikai intézkedései nyomán a finanszírozási kondíciók továbbra is igen támogatóak; a belföldi kereslet várhatóan reziliens marad, a külső kereslet pedig megerősödik; több éves visszafogott beruházás után megjelent a tőkeállomány modernizálása iránti igény; a nem pénzügyi vállalati szektor már most is bőséges készpénzállományával párhuzamosan várhatóan erősebben emelkednek az árak. Továbbá, mivel az elmúlt években a tőzsdai árfolyamokban erős élénkülés volt megfigyelhető, miközben az adósságfinanszírozás mérsékelt ütemben bővült, a nem

penzügyi vállalati szektor tőkeáttételi mutatója (adósság a teljes eszközállomány arányában) hosszú időszakra visszatekintve is igen alacsonynak mondható. A vállalati beruházások élénkülését ugyanakkor még mindig fékezik a termékpiaci merevségek, valamint a potenciális kibocsátásnak az előzőnél gyengébb növekedésére vonatkozó várakozások.

Az euroövezeten kívülre irányuló export az előrejelzési időszakban várhatóan felgyorsul, ami nagyjából megfelel a külső keresletnek. A külső kereslet várhatóan 2016 végétől nyer újabb lendületet, ahogy az importkereslet erőre kap mind a fejlett országokban, mind a feltörekvő piacgazdaságokban (Oroszországot és Brazíliát is beleértve). Az Egyesült Királyság gyengébb importnövekedése azonban valószínűleg megakadályozza az euroövezet külső keresletének erősebb növekedését, amelynek prognosztizált üteme jóval a válság előtt mért szint alatt várható.⁴ Az euroövezeten kívülre irányuló export 2016 utolsó negyedétől várhatóan fellendül, és dinamikája nagyjából egybeesik a külső kereslet ütemével. Az euroövezeten kívülről származó import várhatóan kissé gyorsabban növekszik, mint az övezeten kívülre irányuló export, a múltban megfigyelt keresleti rugalmasságának megfelelően. A nettó export reál-GDP-növekedéshez való hozzájárulása várhatóan kedvezőbbre fordul az előrejelzési időszak során, a folyó fizetési mérleg többlete pedig a GDP 3,1%-a körül állandósul.

2. keretes írás A nemzetközi környezet

A világgazdaság teljesítménye az előrejelzési időszakban várhatóan erősödni fog. Az előző prognózis összeállítására óta kapott adatok megerősítik ezt az értékelést az év második felének tekintetében, amennyiben a fejlett gazdaságokban viszonylag szilárd növekedést, és a feltörekvő piacgazdaságokban is némi javulást jeleznek. Előre tekintve a világgazdaság várhatóan folyamatosan erősebben bővül, ugyanakkor a növekedési ütem nem éri el a válság előtti szintet. Mind a fejlett, mind a feltörekvő piacgazdaságokra vonatkozó kilátások vegyes képet mutatnak. Az összességében folyamatosan laza gazdaságpolitika és a javuló munkaerő-piaci helyzet az Egyesült Államokban várhatóan tovább támogatják a gazdaságot, míg Japánban továbbra is mérsékelten bővül csak a gazdaság, az Egyesült Királyságban pedig a megnövekedett bizonytalanság fékezi a középtávú növekedési pályát. Emellett a kínai gazdaság lassuló növekedése valószínűleg más feltörekvő piacgazdaságok gazdasági kilátásait is rontja, miközben a néhány nagyobb nyersanyag exportőrt sújtó recesszió fokozatosan enyhül, ami előre tekintve a világgazdasági növekedés egyik támogató tényezője marad.

Várakozásunk szerint a világkereskedelem a 2016 első felében mutatott gyenge teljesítmény után az év második felében lendületet vett. Az euroövezet nélkül becsült világgazdasági importot 2016 első felében kissé felfelé módosítottuk, és a rendelkezésre álló mutatók a rövid távú kilátásokat tekintve pozitív jelzésekkel szolgálnak. Középtávon a világgazdasági teljesítmény fellendülése várhatóan a világkereskedelem erősödésének irányába hat. Az euroövezet külső kereslete 2016-ban 1,5%-kal, 2017-ben 2,4%-kal, 2018-ban 3,4%-kal, 2019-ben pedig 3,6%-kal bővül.

⁴ Lásd az IRC külkereskedelmi munkacsoport „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?” (A világkereskedelem gyengeségének értelmezése – Mi az új megszokott?) az EKB műhelytanulmányainak (*Occasional Paper Series*) 178. számában (2016. szeptember).

A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

	2016. december				2016. szeptember		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Világ reál-GDP-je (euroövezet nélkül)	3,0	3,5	3,7	3,8	3,0	3,5	3,7
Világkereskedelem (euroövezet nélkül) ¹⁾	0,9	2,8	3,7	3,8	0,9	2,8	3,7
Euroövezeti külső kereslet ²⁾	1,5	2,4	3,4	3,6	1,6	2,6	3,5

1) Az import súlyozott átlagaként számítjuk.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítjuk.

A 2016. szeptemberi prognózissal összehasonlítva a világgazdasági fellendüléssel és külső kereslettel kapcsolatos kilátások alig változtak.

A negatív kibocsátási rés várhatóan bezárul az előrejelzési időszak végére, tükrözve a potenciális kibocsátás csak mérsékelt ütemű növekedését. Utóbbi az időszak során a becslések szerint mérsékelt marad, mégpedig jóval a válság előtt mért 1,7%-os ütem alatt. A szerény ütem elsősorban annak tudható be, hogy a huzamosabb ideig igen gyenge beruházásnövekedés nyomán a tőke növekedéshez való hozzájárulása meglehetősen kis mértékű. A munkaerő hozzájárulása a prognózis szerint kissé emelkedik, ami a munkaképes korú lakosság bővülésének és a strukturális reformok nyomán emelkedő aktivitási rátának tudható be. A munkaerő-komponens hozzájárulása mindazonáltal a népesség elöregedése miatt kevéssel a válság előtti átlag alatt marad. Ahogy a tényleges növekedés várhatóan jóval meghaladja a potenciális kibocsátás mérsékelt pályáját, a negatív kibocsátási rés határozott ütemben szűkülni fog, és az előrejelzési időszak végéig be is zárul.

Az euroövezeti munkaerő-piaci helyzet az előrejelzési időszakban várhatóan folyamatosan javul. A foglalkoztatás tovább emelkedik az előrejelzési időszakban, bár nem olyan gyorsan, mint az utóbbi negyedévekben. Rövid távon ez elsősorban a normalizálódás jele, ahogy egyes átmeneti támogató tényezők hatása lecseng, az időszak hátralevő részében viszont azt tükrözi, hogy a szakképzett munkaerő hiánya az övezet egyes pontjain nagyobb kényszerítő erővel bír majd. A foglalkoztatás ilyen alakulásából következik a nagyobb munkatermelékenység-növekedés, ahogy üteme a 2016. évi 0,3%-ról 2019-ben 0,9%-ra emelkedik a prognózis szerint, ami a tőke és a munkaerő növekvő kihasználtságával jellemezhető prociklikus hatásnak, az egy személyre jutó nagyobb munkaóraszámnak és a teljes tényezőtermelékenység emelkedésének tudható be. A munkanélküliségi ráta várhatóan csökken, bár nem olyan gyorsan, mint a közelmúltban, mivel az aktív népesség gyorsabban bővül, mint a foglalkoztatás.

A 2016. szeptemberi prognózissal összehasonlítva a reál-GDP-növekedést rövid távon némileg felfelé módosítottuk, az utána levő időszakban viszont összességében nem változtattuk. A közeljövő javuló kilátásai a rövid távú mutatók kedvezőbb alakulását, valamint a munkaerő- és lakáspiacokon tapasztalt nem várt pozitív fejleményeket tükrözik.

A HICP-vel mért infláció a prognózis szerint a 2016-os 0,2%-ról 2017-ben 1,3%-ra, tehát jelentősen megemelkedik, majd 2018-ban kissé tovább nő 1,5%-ra, 2019-ben pedig 1,7%-ra. Az energiaárak a HICP-infláció erősödésének várhatóan négyötödét teszik ki a 2016-17-es intervallumban. Ahogy az inflációt 2015 és 2016 folyamán visszafogó olajárcsökkenések erős fékező hatása mérséklődik, 2017-ben, különösen az év elején az infláció jelentős emelkedésére számítunk. Ezt követően az olajár futures görbe laposodó pályája 2017 hátralevő részében a szóban forgó HICP-komponens inflációs ütemének enyhe csökkenésére, majd az utána következő periódusban összességében változatlan alakulására enged következtetni.

Az energiát és élelmiszert nem tartalmazó HICP-infláció a fokozódó belföldi költségoldali nyomást figyelembe véve az előrejelzési időszakban fokozatosan emelkedik. A munkaerő-piaci helyzet javulása, amit a foglalkoztatás folyamatos bővülése jelez, vélhetően a kihasználatlan munkaerő-piaci kapacitások csökkenését vonja maga után. Ez 2019-ben várhatóan számottevő béremelkedéssel és nagyobb fajlagos munkaerőköltség-növekedéssel jár. A haszonkulcsok a kibocsátási rés záródásával párhuzamosan várhatóan tovább növekszenek, habár konstans vagy az utóbbi időszaknál lassabb növekedési ütem valószínűsíthető. Emellett a múltbeli olajáresés fékező hatásának oldódása és a feltételezett áremelkedés a közvetett hatásokon keresztül várhatóan szerepet játszik majd abban, hogy az energia- és az élelmiszerárak nélkül vett HICP-infláció emelkedik. Ezzel ellentétben a múltbeli euroárfolyam-leértékelődés nyomán tapasztalt felfelé irányuló hatások lecsengése együtt az utána jövő felértékelődés lefelé irányuló hatásával visszafogja az energia- és élelmiszerárak nélkül vett HICP-infláció várható pályáját, amely 2016-ban átlagosan 0,9%-ben valószínűsíthető, majd az időszak alatt fokozatosan emelkedik egészen 1,7%-ig 2019-ben. Utóbbi lesz várhatóan a HICP-vel mért infláció 2017 közepétől jelzett erősödésének fő mozgatórugója.

Az importárak alakulásának várható előjelváltása rövid távon meghatározó szerepet játszik a prognosztizált infláció erősödésében. Miután az importcikkek árai példátlanul hosszú időszakon keresztül folyamatosan csökkentek, 2017-ben éves növekedési ütemük várhatóan pozitív tartományba kerül. A folyamat meghatározó eleme a nyersanyagok, és ezen belül is különösen a kőolaj árának feltételezett emelkedése. Emellett a magasabb infláció irányába mutató erőteljes bázishatás is jelentős szerepet játszik az importdeflátor éves növekedésének 2016 és 2017 közötti előjelváltásában. A nyersanyagokon kívüli árucikkekből eredő, fokozatosan növekvő globális inflációs nyomás, amelyet világgazdasági szinten a kihasználatlan kapacitások felszámolódása támogat, tovább növeli az árakra nehezedő külső nyomást az euroövezetben. Noha a globális inflációs nyomás várhatóan növekedni fog, a prognózis szerint visszafogott marad, aminek háttérében az áll, hogy a világgazdaságban még mindig jelentősek a kihasználatlan kapacitások mind a fejlett, mind a feltörekvő gazdaságokban, és ennek megfelelően éles verseny alakul ki az alacsony költségű országokkal.

Az előrejelzési időszak során a bérnövekedés érezhető emelkedése valószínűsíthető, mivel alábbhagy a munkaerőpiac gyengélkedése, a

bérnövekedést visszafogó néhány egyéb tényező pedig fokozatosan veszít erejéből. Az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedésének üteme a 2016. évi 1,2%-ról 2019-ben 2,4%-ra emelkedik. E számottevő emelkedés mögött elsősorban a munkaerő-piaci feltételek előrejelzett javulása, valamint az infláció várható emelkedése áll. Utóbbi visszahat a bérek alakulására, hiszen a bértárgyalások folyamata az övezet egyes országaiban meghatározó mértékben visszatekintő elemet tartalmaz. Az előrejelzési időszak alatt továbbá egyre kevésbé kell majd visszafogni a bérnövekedést azokban az országokban, ahol erre az ár-versenyképesség visszanyerése miatt volt szükség. Emellett a válság alatt az övezet bizonyos országaiban végrehajtott strukturális munkaerő-piaci reformok a ciklikus fellendülés előrehaladásával és kibontakozásával várhatóan egyre kevésbé fogják majd vissza a bérnövekedést. Az összetételi hatás is enyhülni fog, hiszen a foglalkoztatás bővülése egyre szélesebb körben érezteti majd hatását, és az elmúlt évekhez képest egyre kevésbé összpontosul majd az alacsony termelékenységű, és ennek megfelelően alacsony bérezésű szektorokra.

A folytatódó gazdasági fellendülésnek köszönhetően a haszonkulcsok várhatóan tovább emelkednek az előrejelzési időszak alatt, jóllehet 2015-höz képest jóval lassabb ütemben. 2015-ben a haszonkulcsokat a fajlagos munkaerőköltség gyenge alakulása, valamint a kőolajár zuhanása emelte meg – noha ez utóbbi a jelek szerint nem gyűrűzött át teljes mértékben a fogyasztói árakba. 2016-ban a kőolajár hatásának lecsengésével és a fajlagos munkaerőköltség emelkedésének felgyorsulásával a haszonkulcsok emelkedésének lassulására lehet számítani. Az időszak fennmaradó részében a haszonkulcsok jobbra változtatlan és visszafogott ütemben emelkednek majd, ami összhangban áll az előrejelzett ciklikus fellendüléssel, valamint a fajlagos munkaerőköltség emelkedéséből adódó némi visszafogó hatással.

A HICP-inflációval kapcsolatos kilátások összességében nem változtak a 2016. szeptemberi prognózishoz képest. Jóllehet a maginflációs pálya kissé gyengébb, mint az előző prognózisban szereplő, ezt 2017-ben bőven ellensúlyozza a magasabb energiaár-infláció.

3 Fiskális kilátások

A fiskális politika 2016-ban expanzív lesz, 2017 és 2019 között pedig jórészt semleges. A fiskális politika irányultságát a pénzügyi szektor kormányzati támogatásával csökkentett, ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg változásával mérjük. A 2016-os expanzív fiskális politika háttérben elsősorban diszkrecionális költségvetési intézkedések állnak, a nem diszkrecionális, jórészt a nem adójellegű bevételek kismértékű csökkenésével összefüggő tényezők ezzel szemben kis szerephez jutnak.

Az előrejelzési időszakban az államháztartási hiány és az államadósság csökkenő pályán lesz. 2016-ban az alacsonyabb kamatterhek és a ciklikus komponens javulásának egyenlegjavító hatásánál erőteljesebb a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg romlása. 2017 és 2019 között a kamatterhek további

csökkenése és a ciklikus komponens javulása a költségvetési hiány további szűkülését eredményezi, míg az üzleti ciklussal kiigazított elsődleges egyenleg változatlan marad. Az előrejelzési időszakban az államadósság fokozatos csökkenését főként a növekedés és a kamatláb közötti kedvező különbözet támogatja a jelzett gazdasági élénkülés és a feltételezett alacsony kamatkörnyezet fényében. Az elsődleges többlet szintén kedvezően hat a jelzett adósságpályára.

A szeptemberben közzétett prognózishoz képest a költségvetési kilátások az államháztartási hiány tekintetében jórészt változatlanok, míg a 2017-re és 2018-ra vonatkozó államadósság-adat felfelé módosult. A 2017-es és 2018-as GDP-arányos államadósság felfelé módosulása elsősorban a növekedési ráta és a kamatláb közötti különbözetnek az adósságcsökkenéshez való kisebb hozzájárulását tükrözi, aminek háttérében az euroövezet nominális GDP-jének lefelé módosulása áll.

1. táblázat

Az euroövezet makrogazdasági prognózisa¹⁾

(éves változás, százalék)

	2016. december				2016. szeptember		
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
Reál-GDP ¹⁾	1,7	1,7	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6
	[1,6–1,8] ²⁾	[1,1–2,3] ²⁾	[0,6–2,6] ²⁾	[0,4–2,8] ²⁾	[1,5–1,9] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾	[0,4–2,8] ²⁾
Magánszektor fogyasztása	1,7	1,5	1,5	1,4	1,7	1,6	1,5
Kormányzati fogyasztás	2,0	1,3	1,1	1,1	1,7	0,9	1,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	3,0	3,1	3,1	2,7	3,1	3,3	3,3
Export ³⁾	2,7	3,7	3,9	4,0	2,6	3,7	4,1
Import ³⁾	3,3	4,1	4,3	4,1	3,3	4,4	4,7
Foglalkoztatás	1,4	1,1	0,8	0,8	1,3	0,8	0,7
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	10,0	9,5	9,1	8,7	10,1	9,9	9,6
HICP	0,2	1,3	1,5	1,7	0,2	1,2	1,6
	[0,2–0,2] ²⁾	[0,8–1,8] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾	[0,9–2,5] ²⁾	[0,1–0,3] ²⁾	[0,6–1,8] ²⁾	[0,8–2,4] ²⁾
HICP energia nélkül	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
HICP energia és élelmiszer nélkül	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,3	1,5
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,9	1,2	1,5
Fajlagos munkaerőköltség	0,8	1,0	1,3	1,5	0,8	1,0	1,3
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,2	1,7	2,1	2,4	1,2	1,8	2,2
Munkatermelékenység	0,3	0,6	0,8	0,9	0,4	0,7	0,9
Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2	-1,9	-1,7	-1,5
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában) ⁵⁾	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4	-1,9	-1,8	-1,6
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	89,4	88,5	87,3	85,7	89,5	88,4	87,0
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	3,2	3,1	3,0	3,1	3,5	3,4	3,3

1) Munkanappal korrigált adatok.

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

3) Az euroövezet belső kereskedelmét is magában foglalja.

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

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

3. keretes írás

Érzékenységi és forgatókönyv-elemzések

Az egyes prognózisok nagymértékben támaszkodnak a kulcsfontosságú változók

alakulására adott technikai feltevésekre. Mivel a szóban forgó változók közül néhány komoly mértékben befolyásolhatja az euroövezeti prognózisokat, a rájuk vonatkozó kockázatok elemzését megkönnyíti, ha megvizsgáljuk mennyire érzékenyek az alternatív feltevéspályákra. Ez a keretes írás néhány fontos alapfeltevést, és a prognózisok ezekkel szembeni érzékenységét taglalja. Azt is megvizsgálja, hogy az újonnan megválasztott amerikai kormány lehetséges intézkedéseinek milyen következményei lehetnek az amerikai, az euroövezeti és a világgazdaságra.

1) Alternatív olajpálya

Az alternatív olajármodellek tanúsága szerint meg van a kockázata annak, hogy a kőolajárak a futures árfolyamokból következőnél 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 2019 végére 55 USA-dollárra becsülik. Ez a pálya összhangban van a világpiaci kőolajkereslet világgazdasági élénkülés erősödéséhez köthető mérsékelt javulásával és az olajkínálat kismértékű visszaesésével. Az eurorendszer szakértői által a kőolajárak előrejelzési időszakban várható pályájának becslésére alkalmazott alternatív modellkombináció⁵ jelenleg a technikai feltevésnél magasabb olajárát jelez a vizsgált időtávon. Az alapprognózisnál 19%-kal magasabb olajárakat jelző alternatív pályának 2019-re való megvalósulása kismértékben visszafogná a reál-GDP növekedését, ugyanakkor (2017-ben 0,1 százalékponttal, 2018-ban 0,2 százalékponttal, 2019-ben pedig 0,3 százalékponttal) gyorsabb HICP-infláció emelkedéssel járna.

2016. november 30-án, jelen prognózis véglegesítését követően az OPEC-tagállamok megállapodtak abban, hogy csökkentik kőolajkínálatot, ami a határidős kőolajár kontraktusok szárnyalásához vezetett rövid távon, az időszak későbbi részében pedig kissé emelkedő pályát eredményezett. E pálya realizálódása esetén 2017-ben magasabb lenne a HICP-infláció, a 2018-as és 2019-es pályát azonban az alapprognózisban felvázoltnál kisebb mértékben érintené.

2) Alternatív árfolyampálya

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. Ez elsősorban azt jelenti, hogy az euróra további leértékelődési nyomást gyakorolhat az USA-ban a Fed irányadó kamatlábának a vártnál kevésbé fokozatosabb emelése. Mindez elsősorban emelkedő amerikai inflációs várakozásokat tükrözhet expanzív fiskális politika és szűkülő munkaerő-piaci feltételek mellett. Az euro alternatív árfolyampályája a 2016. november 17-i USD/EUR árfolyamra vonatkozó opciókból számított, kockázatsemleges sűrűségi adatokból származó eloszlás 25. percentilisén alapul. A pálya alapján az euro a dollárhoz képest 2019-ben fokozatosan 0,95 USD/EUR-ra gyengül, amely 9,7%-kal az adott évi alapfeltevés alatt van. A megfelelő nomináleffektív euroárfolyamra vonatkozó feltevések hosszabb múltbeli időszak alatt megfigyelt szabályszerűségeket tükröznek: az USD/EUR

⁵ A négy modell kombinációjának ismertetését lásd az EKB *Gazdasági jelentése* 2015. évi 4. számában közzét, „Forecasting the price of oil” (Az olaj árának előrejelzése) című cikkben.

árfolyam változása mintegy 50%-os elaszticitással tükrözi az effektív árfolyamváltozást. A feltevés eredményeképpen az effektív euroárfolyam fokozatosan lefelé mozdul az alappályától, és 2019-ben ennél 5,2%-kal alacsonyabb szintre kerül. E forgatókönyv esetében több szakértői makrogazdasági modell eredményeinek átlaga 2017-ben magasabb a reál-GDP-növekedést (évi 0,2–0,3 százalékponttal magasabb ütem), és magasabb HICP-inflációt (2017-ben 0,2 százalékponttal, 2018-ban és 2019-ben pedig 0,4-0,5 százalékponttal magasabb ráta) jelez előre.

3) új amerikai kormányzattal kapcsolatos forgatókönyvek, és ezek hatása az amerikai, az euroövezeti és a világgazdaságra

A megválasztott amerikai elnök, Donald Trump vezette új kormányzat lehetséges stratégiai irányváltása továbbra is kialakulóban van. Noha az új kormány programjának részletei egyelőre nem ismertek, és éppen ezért nem épültek be az alapprognózisba, a választási kampány során Donald Trump a következő sarokpontokat jelölte meg: (i) komoly költségvetési élénkítő csomag, amely valószínűleg a személyi jövedelemadó és a társasági adó jelentős csökkentésének keverékét, valamint az infrastrukturális és a védelmi kiadások növelését foglalja magában; (ii) szigorúbb bevándorláspolitikát; (iii) fokozott kereskedelmi protekcionizmus. A következőkben e három terület hatásait járjuk körül, jóllehet az őket övező nagyfokú bizonytalanság miatt nehéz konkrét megállapításokat tenni.

Az intézkedéscsomag valószínűleg megemeli az inflációt az Egyesült Államokban, míg növekedési hatása a konkrét intézkedéseken múlik. A költségvetési intézkedések élénkíteni fogják a reál-GDP-növekedést és az inflációt, amit ellensúlyozhatnak a magasabb kamatlábak és az USA-dollár felértékelődése. A szigorúbb bevándorláspolitikát hatására viszonylag szerény mértékben eshet csak vissza a gazdasági tevékenység, amennyiben a munkaerő csökkenését döntően ellensúlyozni tudja a belföldi népesség más szegmenseiben az aktivitási ráta emelkedése és a magasabb foglalkoztatottság. Az importvámok emelésén keresztül érvényesülő protekcionista kereskedelempolitikára hasonló válaszintézkedések születhetnek, ami – a gyengébb amerikai exportteljesítményből adódóan – visszavetheti az amerikai reál-GDP-t az előrejelzési időszakban.

A világgazdaságra gyakorolt hatások az egyes csatornák egymáshoz viszonyított dominanciája szerint alakulnak. Amennyiben a feltörekvő gazdaságokat súlyosan érintik a protekcionista intézkedések, mindez kedvezőtlenül érinti majd GDP-növekedésüket, más régiókra viszont eleinte kedvezően hathat az amerikai költségvetési élénkítés és a kereskedelmi helyettesítési hatások.

Ami az euroövezetre gyakorolt hatásokat illeti, az egyes hatások különböző csatornákon keresztül érvényesülnek. Először is, az amerikai költségvetési élénkítés növelni fogja a belföldi keresletet, gyengíteni fogja az euro dollárral szembeni árfolyamát, valamint növelni fogja a keresletet az euroövezeti áruk és szolgáltatások iránt. Másodsor, mivel az importvámok emelése és az egyéb kereskedelmi intézkedések hatására csökken a belföldi gazdasági teljesítmény és az import mind az Egyesült Államokban, mind a feltörekvő piacokon, az amerikai kereskedelempolitika negatív közvetlen hatást gyakorolhat az euroövezeti keresletre. Ellenben ha az euroövezetet nem sújtják magasabb importvámok, úgy az övezet ár-versenyképességi előnyre tehet szert a magasabb importvámot fizetni kényszerülő országokkal szemben. Mindebből globális helyettesítési hatás kialakulása következhet, amely az euroövezet szempontjából kedvező lenne. Összességében azonban e folyamatok kimenetele egyelőre továbbra is rendkívül bizonytalan, és az új amerikai kormány konkrét intézkedésein múlik.

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

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

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

(éves változás, százalék)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés			HICP-infláció		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Az eurorendszer szakértői prognózisa	2016. december	1,7 [1,6–1,8]	1,7 [1,1–2,3]	1,6 [0,6–2,6]	0,2 [0,2-0,2]	1,3 [0,8–1,8]	1,5 [0,7–2,3]
Európai Bizottság	2016. november	1,7	1,5	1,7	0,3	1,4	1,4
OECD	2016. november	1,7	1,6	1,7	0,2	1,2	1,4
Euro Zone Barometer	2016. november	1,6	1,3	1,4	0,3	1,3	1,6
Consensus Economics Forecasts	2016. november	1,6	1,3	1,4	0,2	1,3	1,5
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2016. október	1,6	1,4	1,5	0,2	1,2	1,4
IMF	2016. október	1,7	1,5	1,6	0,3	1,1	1,3

Forrás: Az Európai Bizottság 2016. őszi európai gazdasági előrejelzése; az IMF 2016. októberi világgazdasági előrejelzése; az OECD 2016. novemberi gazdasági előrejelzése; a Consensus Economics 2016. novemberi előrejelzései; MJEconomics a 2016. novemberi Euro Zone Barometer esetében; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített, 2016. októberi felmérése (SPF).

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

© 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.