



Az EKB szakértőinek 2018. szeptemberi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről¹

Az euroövezeti gazdaság bővülése a 2017-es erőteljes növekedés után 2018 első felében lassult, aminek hátterében nagyrészt a világkereskedelem visszaesése áll. Noha a globális bizonytalanság hatására visszafogottabbak lettek a rövid távú várakozások, az euroövezet expanziója továbbra is kissé a potenciális ütem felett prognosztizálható. Ez az igen laza monetáris politika, a javuló munkaerőpiaci helyzet és a stabilabb mérlegek kedvező hatásának tudható be. Az, hogy a reál-GDP-növekedés kissé – a 2018-as 2,0%-ról 2020-ban 1,7%-ra – mérséklődik, főként a világkereskedelem élénkítő hatásának fokozatos gyengülésével és a növekvő munkaerőhiánnyal magyarázható. A HICP-vel mért infláció várhatóan az előrejelzési időszak minden évében átlagosan 1,7%-os lesz, noha a negyedéves adatokban ingadozásokra számítunk. Az átlagos éves infláció stabil pályája elfedi, hogy az energiakomponens éves értéke – a múltbéli olajár-emelkedések hatásának lassú eltűnésével párhuzamosan – visszaesik, amit azonban ellensúlyoz a fokozatosan emelkedő trendinfláció, ahogy egyre komolyabbá válnak a kínálati korlátok.

1 Réalgazdaság

A 2017. évi, igen erőteljes növekedés után a gazdaság 2018 első felében jelentősen lassabban bővült. A nagyon magas növekedési ütem fékeződése főként a gyengébb külkereskedelmi lendülethez köthető, amely a világkereskedelmi visszaesés hatását tükrözi, súlyosbítva az euro múltbéli felértékelődésével. Bár úgy tűnik, hogy a konjunktúra lassulását főként keresleti oldali tényezők okozták, valószínűleg több ideiglenes és kínálati oldali tényező is gyengítette valamelyest a növekedést 2018 első felében.

Előretekintve, a következő néhány negyedévben várhatóan stabil marad az euroövezet reál-GDP-jének növekedése. Ez összhangban van az üzleti és

¹ Az EKB vagy az eurorendszer szakértői által összeállított makrogazdasági prognózis az egyik olyan információforrás, amelyet a Kormányzótanács a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelésére használ. Ugyanakkor a prognózisokat a Kormányzótanács nem látja el jóváhagyásával, és ezek nem feltétlenül tükrözik az euroövezeti kilátásokkal kapcsolatos nézeteit sem. A prognózis-készítésben alkalmazott eljárásokat és módszereket az *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* (Útmutató az eurorendszer, illetve az EKB szakértői makrogazdasági prognózisának elkészítéséhez) című, 2016. júliusi kiadványban ismertetjük, amely az EKB honlapján tekinthető meg. A technikai feltevésekhez, így például a kőolajár- és az árfolyam-feltevésekhez szükséges adatgyűjtés zárónapja 2018. augusztus 21. (lásd az 1. keretes írást). Az egyéb adatok prognózisba való felvételének utolsó napja 2018. augusztus 29. Az aktuális makrogazdasági prognózis a 2018–2020-as időszakot fedi le. Az ilyen hosszú időszakra vonatkozó előrejelzéseket igen nagy bizonytalanság övezi, amit értelmezésük során figyelembe kell vennünk. Lásd az „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” (Az eurorendszer szakértői makrogazdasági prognózisának értékelése) című cikket az EKB 2013. májusi Havi jelentésében.

Az egyes táblázatok és ábrák alapjául szolgáló adatokba a <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> oldalon tekinthetünk be.

fogyasztói bizalmi indexekkel, amelyek hosszú távú összehasonlításban változatlanul magas szintűek, annak ellenére, hogy egyes mutatókban az év korábbi szakaszában visszaesés történt. A kilátásokat a legfontosabb indikátorok – úgymint az EuroCOIN és a Conference Board Leading Economic Index – szintén megerősítik.

1. táblázat

Az euroövezet makrogazdasági prognóza¹⁾

(éves változás, százalék)

	2018. szeptember				2018. június			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Reál-GDP	2,5	2,0	1,8	1,7	2,5	2,1	1,9	1,7
		[1,8–2,2] ²⁾	[1,0–2,6] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾		[1,8–2,4] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Lakossági fogyasztás	1,7	1,5	1,7	1,6	1,7	1,6	1,7	1,5
Kormányzati fogyasztás	1,2	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	1,3	1,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	2,8	4,0	3,2	2,9	3,3	4,2	3,3	2,8
Export ³⁾	5,6	3,1	3,8	3,6	5,4	4,2	4,4	3,8
Import ³⁾	4,2	3,5	4,5	3,9	4,6	4,1	4,7	4,0
Foglalkoztatás	1,6	1,4	0,9	0,8	1,6	1,4	1,1	0,8
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	9,1	8,3	7,8	7,4	9,1	8,4	7,8	7,3
HICP	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,7	1,7	1,7
		[1,6–1,8] ²⁾	[1,1–2,3] ²⁾	[0,9–2,5] ²⁾		[1,6–1,8] ²⁾	[1,0–2,4] ²⁾	[0,9–2,5] ²⁾
HICP energia nélkül	1,2	1,3	1,6	1,8	1,2	1,3	1,7	1,9
HICP energia és élelmiszer nélkül	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,6	1,9
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,9
Fajlagos munkaerőköltség	0,7	1,6	1,3	1,7	0,7	1,5	1,2	1,8
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,5	2,2	2,2	2,7	1,6	2,3	2,1	2,7
Munkatermelékenység	0,9	0,6	0,9	1,0	0,9	0,7	0,9	0,9
Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)	-1,0	-0,6	-0,8	-0,5	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában) ⁵⁾	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	86,6	84,8	82,8	80,6	86,7	84,8	82,7	80,4
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	3,5	3,2	2,8	2,8	3,5	2,9	2,5	2,5

1) A reál-GDP-re és komponenseire vonatkozó prognózis munkanaphatással kiigazított adatokat tartalmaz.

2) A prognózist övező sávokat a több év során készített prognózisok és a tényleges eredmények különbözetei alapján határozzuk meg. A sávészélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok kiszámítási módszerét, amely rendkívüli események miatti korrekciót is tartalmaz, az EKB honlapján mutatjuk be: *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* (Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávok kialakítására), EKB, 2009. december.

3) Az euroövezet belső kereskedelmét is magában foglalja.

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

5) Az államháztartási egyenlegnek a gazdasági ciklus átmeneti hatásaitól és a kormányzatok ideiglenes intézkedéseitől megtisztított értékeként megadva (a KBER módszertanát lásd: *Műhelytanulmány sorozat*, 77, EKB, 2001. szeptember, és *Műhelytanulmány sorozat*, 579, EKB, 2007. január). A strukturális egyenlegre vonatkozó prognózist nem a kibocsátási rés aggregált mérőszámából számítjuk. A KBER-módszertan alapján a ciklikus elemeket a különböző bevételi és kiadási tételekre külön számítjuk. A témakör részletesebb tárgyalása megtalálható az EKB 2012. márciusi *Havi jelentésének* „Cyclical adjustment of the government budget balance” (Az államháztartási 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.

Középtávon változatlanul adottak a folyamatos expanzió alapjai. Több kedvező tényező várhatóan tovább serkenti a belső keresletet. Az EKB igen laza monetáris politikája továbbra is átgyűrűzik a gazdaságba. A lakossági hitelnyújtás növekedése az alacsony kamatoknak és a kedvező banki hitelezési feltételeknek köszönhetően

tovább élénkül. A kisebb adósságleépítési igény szintén támogatja a lakossági szektor kiadásainak dinamikáját. A fiskális politika 2019-ben enyhén expanzív irányba fordul, 2020-ban pedig összességében semleges lesz. A szilárd munkaerőpiaci helyzet és a nettó vagyon növekedése szintén kedvezően hat a lakossági fogyasztás és a lakáscélú beruházások növekedésére. Ugyanakkor a vállalati beruházások emelkedő nyereség és magas kapacitáskihasználtság mellett tovább bővülnek. Az euroövezeti kivitelre várhatóan jótékony hatással lesz a folyamatos világgazdasági expanzió és az euroövezeti külső kereslet ennek megfelelő növekedése.

A reál-GDP mindazonáltal az előrejelzési időszak során kissé lassabban bővül, ahogy egyes kedvező hatások fokozatosan megszűnnek. Az euroövezeti külső kereslet lassulása 2018-ban és 2019-ben várhatóan visszafogja a kivitel bővülését. A foglalkoztatásnövekedés 2019 és 2020 során várhatóan jelentősen lassul, ami főként a néhány euroövezeti országban tapasztalható egyre komolyabb munkaerőhiánnyal függ össze. Ezenkívül az előrejelzés szerint a lakossági fogyasztás növekedését mérsékli, hogy a megtakarítási ráta az alacsony szintek után a bizonyos országokban tapasztalt ciklikus expanzió következtében normalizálódik.

A rendelkezésre álló reáljövedelem 2018-ban és 2019-ben a várakozások szerint erősebb ütemben bővül, majd 2020-ban gyengül. A prognózis szerint a bruttó bérek és fizetések 2018-ban az erőteljesebb bérnövekedésnek köszönhetően jóval nagyobb mértékben járulnak hozzá a rendelkezésre álló nomináljövedelem emelkedéséhez. Később, az előrejelzési időszak hátralévő részében ez a hatás némileg gyengülni fog, mivel a további nominálbér-növekedést bőven ellensúlyozza a lassuló foglalkoztatás hatása. Az egyéb személyes jövedelmek bővülése a prognózis szerint az emelkedő nyereséggel párhuzamosan fokozatosan élénkül a vizsgált időtávon. A nettó költségvetési transzferek hozzájárulása 2018-ban várhatóan negatív marad, majd 2019-ben a közvetlen adók csökkentésének és a háztartási transzferek emelkedésének következtében pozitív tartományba kerül, míg 2020-ban semleges lesz. Összességében a rendelkezésre álló nominális jövedelem növekedésének összetétele a háztartások kiadásainak szempontjából kevésbé kedvezően alakul. Ennek magyarázata, hogy a rendelkezésre álló jövedelem növekedéséhez a bérek nagyobb mértékben járulnak hozzá, mint a foglalkoztatás bővülése, miközben a fogyasztás jellemzően valamelyest érzékenyebben reagál az utóbbi változásaira.

A lakossági fogyasztás a prognózis szerint rugalmas marad az előrejelzési időszakban, mivel támogatják a kedvező banki hitelfeltételek, amelyekhez az EKB monetáris politikai intézkedéscsomagja és az adósságleépítés terén elért előrelépés is hozzájárul. Jóllehet az alacsony kamatok a háztartások kamatkiadását és kamatbevételét is befolyásolják, általában a nettó hitelfelvevők járnak jobban, mint a nettó megtakarítók. Mivel előbbieknél jellemzően magasabb a fogyasztási határhajlandóságuk, ez aggregált szinten tovább támogathatja a lakossági fogyasztást. Ezenkívül a háztartások nettó vagyonának növekedése és az adósságleépítés terén elért előrelépés is serkenti a fogyasztást.

A háztartások megtakarítási rátája a historikusan alacsony szintről várhatóan fokozatosan emelkedik az előrejelzési horizonton. A mutató 2017 folyamán

csökkent, ami főként annak tudható be, hogy a háztartások gazdasági és pénzügyi helyzete javult, és kevésbé visszafogott a kereslet a nagyobb értékű fogyasztási cikkek iránt, amelyek beszerzését korábban elhalasztották. Ehhez járul még az a hatás, amelyet a nagyon alacsony kamatlábak a háztartások megtakarítási hajlandóságára gyakorolnak. A prognózis szerint a megtakarítási ráta az előrejelzési időszak során növekedni fog, ami főként a ciklikus fellendüléssel összefüggő normalizálódás eredménye. Emellett várhatóan abból kifolyólag is nőni fog a háztartások megtakarítási rátája, hogy néhány országban csökkentik a közvetlen adókat.

1. keretes írás

A kamatlábakra, árfolyamokra és nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések

A 2018. júniusi prognózissal összevetve a technikai feltevések erősebb effektív euroárfolyammal számolnak, ezenkívül USA-dollárban kifejezve alacsonyabb olajárak és alacsonyabb kamatlábak szerepelnek bennük. A technikai kamat- és nyersanyagár-feltevések a 2018. augusztus 21-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 becsüljük. Az alkalmazott módszertan alapján az átlagos rövid lejáratú kamatszint 2018-ban $-0,3\%$, 2019-ben $-0,2\%$, 2020-ban pedig $0,0\%$. A tízéves lejáratú euroövezeti államkötvények nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2018-ban átlagosan $1,1\%$ -ot, 2019-ben $1,3\%$ -ot, 2020-ban pedig $1,6\%$ -ot jeleznek.² A 2018. júniusi prognózissal összevetve a rövid lejáratú kamatokra vonatkozó piaci várakozásokat 2019-re 6 bázisponttal, 2020-ra pedig 19 bázisponttal lefelé módosítottuk, míg a hosszú lejáratú kamatláb-várakozásokat 2018-ra 8, 2019-re 15, 2020-ra pedig 17 bázisponttal lefelé korrigáltuk.

A nyersanyagárakat tekintve, az adatgyűjtés 2018. augusztus 21-i zárónapja előtti kéthetes periódus határidős átlagárfolyamain alapuló feltevés szerint a hordónkénti Brent nyersolajár a 2017-es 54,4 USA-dollárról 2018-ban 71,5 dollárra, 2019-ben pedig 71,7 dollárra emelkedik, majd 2020-ban 69,0 dollárra csökken. A felvázolt pályából következően a 2018. júniusi prognózishoz képest az USA-dollárban kifejezett olajár 2018-ban $4,0\%$ -kal, 2019-ben pedig $2,5\%$ -kal lesz alacsonyabb, míg 2020-ban $0,4\%$ -kal lesz magasabb. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár-alapú ára 2018-ban várhatóan kissé emelkedik, 2019-ben csökken, 2020-ban pedig újra emelkedni kezd.³

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az előrejelzési időszakban az adatgyűjtés zárónapját (2018. augusztus 21.) megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinthez képest nem változnak. Mindebből 2018 folyamán 1,18 USD/EUR, a 2019–20-as időszakban pedig 1,14 USD/EUR átlagárfolyam következik, szemben a 2018. júniusban prognosztizált 1,18 USD/EUR árfolyammal.

² Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominálhozamára vonatkozó feltevés az egyes országok tízéves referencia-kötvényhozamainak súlyozott átlagán alapul, amelyet az éves GDP-adatokkal súlyozunk, és meghosszabbítunk az EKB tízéves euroövezeti nominális összkötvényhozamából számított határidős pályával úgy, hogy a két időszak kezdeti eltérését az előrejelzési időszakon konstansnak tekintjük. Az egyes országok államkötvényhozamai és a megfelelő euroövezeti átlag közötti különbséget a vizsgált időszakban állandónak tekintjük.

³ A kőolaj és élelmiszer jellegű nyersanyagárakra vonatkozó feltevések az előrejelzési időszak végéig érvényes határidős tőzsdei (futures) árfolyamokon alapulnak. Az egyéb, nem energia jellegű szilárd nyersanyagok esetében az a feltevés, hogy az árak 2019 harmadik negyedévéig a határidős tőzsdei árfolyamokat követik, majd a világgazdasági teljesítmény szerint alakulnak.

Az euro (38 kereskedelmi partnerhez viszonyított) effektív árfolyama 1,5%-kal erősebb a 2018. júniusi prognózisban szereplőnél.

Technikai feltevések

	2018. szeptember				2018. június			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,2
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	1,0	1,1	1,3	1,6	1,0	1,2	1,5	1,7
Nyersolajár (USD/hordó)	54,4	71,5	71,7	69,0	54,4	74,5	73,5	68,7
Energián kívüli nyersanyagárak, USD (éves százalékos változás)	8,0	1,9	-2,6	4,2	7,9	9,3	2,5	4,1
USD/EUR árfolyam	1,13	1,18	1,14	1,14	1,13	1,20	1,18	1,18
Nomináleffektív euroárfolyam (EER38) (éves százalékos változás)	2,2	5,1	0,6	0,0	2,2	4,4	-0,1	0,0

Várakozásaink szerint, bár megfogyatkozott lendülettel, de folytatódik a lakáscélú beruházások bővülése.

A lakáscélú beruházások mértéke 2016 és 2017 során erősen megugrott. A folyamatot elősegítették az igen kedvező finanszírozási feltételek és a jövedelemnövekedésnek a folyamatos munkahelyteremtéssel összefüggő élénkülése. Úgy tűnik azonban, hogy a fellendülés 2018 elején zenitre ért. A lakásberuházások további bővülésének alapvető feltételei változatlanul adóttak az előrejelzési időszakban, mivel a felmérések szerint egyre több háztartás tervez a következő két évben lakást vásárolni, építkezni, vagy – még gyakrabban – lakásfelújításba kezdeni. Mindazonáltal az élénk lakáskereslet ellenére az építőipar egyre komolyabb kapacitáskorlátai és az egyes országokban jelentkező, kedvezőtlen demográfiai tendenciák várhatóan visszafogják a növekedés lendületét. Ezenfelül a finanszírozási feltételek valószínűleg kissé szigorodni fognak, és a hozamok emelkedésével más hosszú távú befektetési lehetőségek kerülnek fokozatosan előtérbe.

A vállalati beruházások az előrejelzési időszak során a várakozások szerint tovább élénkülnek, bár fokozatosan csökkenő ütemben.

A beruházásokat több tényező továbbra is támogatja: a kedvező termelési várakozásoknak és nagy rendelésállománynak köszönhetően az üzleti bizalom változatlanul igen magas szintű; a kapacitáskihasználtság továbbra is jóval hosszú távú átlaga felett alakul, a feldolgozóiparban pedig egyre többször említik a berendezéshiányt mint termeléskorlátozó tényezőt; az igen támogató finanszírozási feltételek várhatóan fennmaradnak az előrejelzési időszakban; a nem pénzügyi vállalati szektor már most is bőséges készpénzállományaival összefüggésben a nyereség növekedésére számítunk; a vállalatok pedig a munkaerő-kínálati korlátok ellensúlyozásaképpen bővíthetik beruházásaikat. Továbbá, mivel az utóbbi években a tőzsdei árfolyamok erősen élénkültek, miközben folytatódott az eszközfelhalmozás, az idegen tőkével végzett finanszírozás pedig mérsékelt ütemben bővült, ezért a nem pénzügyi vállalati szektor tőkeáttételi mutatója (adósság a teljes eszközállomány arányában) közel került a hosszú távú összehasonlításban megfigyelt alacsony értékekhez. A konszolidált bruttó eladósodottság (az adósság bevételhez viszonyított aránya) azonban sokkal kevésbé csökkent, és még mindig valamelyest meghaladja a válság

előtti szintet. A vállalati beruházásoknak az előrejelzési időszakban várható fokozatos lendületvesztése mögött a belső és külső kereslet általános lassulása áll.

2. keretes írás

A nemzetközi környezet

A világgazdasági növekedés az emelkedő kockázatok és növekvő bizonytalanság miatt várakozásaink szerint fokozatosan lassul az előrejelzési időszak során. A világgazdaság 2018 első felében változatlanul határozott ütemben bővült. Noha a feldolgozóipar az elmúlt hónapokban visszafogottabban bővült, több felmérés szerint a globális konjunktúra összességében tartós marad. Rövid távon azonban várhatóan mérséklődni fog a világgazdaság lendülete. Egyfelől a fejlett gazdaságok továbbra is élvezik a laza monetáris politika és az Egyesült Államokban végrehajtott jelentős fiskális élénkítés előnyeit. Emellett az olajárakban történt fordulat több olajexportőr gazdaságban elősegítette a beruházások stabilizálását. Másfelől viszont nőtt a kereskedelmi kapcsolatok jövőjét érintő bizonytalanság, ez pedig rövid távon várhatóan negatívan befolyásolhatja a bizalmi és beruházási mutatókat. A kereskedelemmel kapcsolatos aggodalmak, a monetáris politika fejlett gazdaságokban zajló fokozatos normalizálódása és a politikai bizonytalanságok az elmúlt hónapokban a finanszírozási feltételek szigorodását idézték elő, különösen egyes feltörekvő piacgazdaságokban. Középtávon arra számítunk, hogy a konjunktúra a ciklikus folyamatok lecsengésével párhuzamosan lassulni fog. A legtöbb fejlett gazdaságban zárulnak vagy már bezáródtak a negatív kibocsátási rések, és fokozatosan mérséklődni fog a monetáris politikai támogatás. Kínában a (monetáris és fiskális politikai ösztönzéstől kevésbé függő) lassúbb növekedési pályára történő átállás várhatóan kedvezőtlenül befolyásolja a kilátásokat. Továbbá, habár a nyersanyag-exportáló gazdaságok élénkülnek, költségvetésüket továbbra is konszolidálniuk kell. Összességében az (euroövezet nélkül tekintett) világgazdasági növekedés a prognózis szerint 2018-ban 3,9% lesz, 2020-ban pedig 3,7%-ra csökken. A 2018. júniusi makrogazdasági prognózissal összehasonlítva a globális GDP növekedését 2018-ban 0,1, 2019-ben pedig 0,2 százalékponttal lefelé módosítottuk. Ennek hátterében egyes feltörekvő piacgazdaságok, különösen Törökország gyengébb várakozásai állnak. Emellett megítélésünk szerint a növekvő kereskedelmi feszültség és a globális kilátásokat övező, erősödő bizonytalanság a következő negyedévekben visszafogja a globális beruházásokat.

A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

	2018. szeptember				2018. június			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Globális reál-GDP (euroövezet nélkül)	3,8	3,9	3,7	3,7	3,8	4,0	3,9	3,7
Világkereskedelem (euroövezet nélkül) ¹⁾	5,4	4,6	3,9	3,8	5,2	5,1	4,6	4,0
Euroövezeti külső kereslet ²⁾	5,3	4,1	3,6	3,6	5,2	5,2	4,3	3,7

1) Az import súlyozott átlagaként számítjuk.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítjuk.

Miután a világkereskedelem az év második negyedében erőteljesen lassult, várhatóan mérsékelten bővülni fog, de a protekcionizmushoz kapcsolódó, növekvő bizonytalanság közepette továbbra is viszonylag visszafogott marad. A világkereskedelem a 2017-es erőteljes növekedés után az év első hónapjaiban lefékeződött. Előretekintve, az eddig kivetett vámok a globális kereskedelem aránylag kis részét érintik, azonban felerősítették a kereskedelempolitikai

és világgazdasági kilátásokra vonatkozó aggodalmakat, ami a várakozások szerint lefelé irányuló nyomást gyakorol a világgazdasági konjunktúra és a külkereskedelem várható alakulására. Középtávon a világkereskedelem a prognózis szerint a világgazdasági teljesítménnyel lényegében azonos ütemben bővül. Az euroövezet külső kereslete összességében 2018-ban várhatóan 4,1%-kal nő, míg 2020-ban 3,6%-os szintre süllyed. A mutatót a 2018. júniusi makrogazdasági prognózissal összehasonlítva 2018-ban 1,1, 2019-ben 0,7, 2020-ban pedig 0,1 százalékponttal lefelé módosítottuk. Ez főként a rövid távú adatokban megfigyelt lendületvesztésnek tudható be, a távolabbi jövőben pedig a magasabb kereskedelmi vámtarifák és a prognosztizált gyengébb konjunktúra hatását tükrözi.

Az euroövezeten kívülre irányuló export növekedése a prognózis szerint a lanyhuló külső kereslettel összhangban fékeződik.

Az euroövezeten kívülre irányuló export várhatóan az euroövezet külső keresletével megegyező ütemben nő, ami az előrejelzési időszak során nagy vonalakban stabil exportpiaci részesedésekre utal. Az euroövezeten kívülről származó behozatalra az előrejelzések szerint kedvezően hatnak a pozitív belső keresleti folyamatok és – a következő negyedévekben – az erősebb euroárfolyam. Mivel a behozatal a prognózis szerint a kivitelnél valamelyest gyorsabban nő, a nettó külkereskedelem gazdasági expanzióhoz történő hozzájárulása – a 2017-es jelentős pozitív hozzájárulás után – nagyjából semleges lesz az előrejelzési időtávon.

A foglalkoztatás a prognózis szerint lassabb ütemben bővül, mivel egyes országokban egyre komolyabb korlátot jelent a munkaerőhiány.

Az euroövezeti foglalkoztatottak létszáma 2018 első és második negyedévében 0,4%-kal emelkedett. Az utóbbi időben tapasztalt erőteljes bővülés minden országban széles alapokon nyugszik, a jövőre vonatkozó felmérések pedig rövid távon további dinamikus foglalkoztatásnövekedésre utalnak. Ennek ellenére a folyamat várhatóan veszít lendületéből. 2018-ban egyes kedvező átmeneti tényezők (például a néhány országban bevezetett fiskális ösztönzők) várhatóan fokozatosan veszítenek a hatásukból. Az előrejelzési időszak vége felé néhány országban a feltételezések szerint egyre komolyabb munkaerőhiánnyal kell számolni.

A munkaerő-bővülés üteme a vizsgált időszakban várhatóan mérséklődni fog.

Az előrejelzési időszakban a munkaerő-állomány folyamatosan bővül, ami a munkavállalók nettó alapú bevándorlásának, a menekültek várható integrációjának és a munkaerőpiaci aktivitási ráta folyamatos növekedésének tudható be. Utóbbiban a reményvesztett munkanélküliektől eredő hatás (discouraged worker effect) megfordulása is közrejátszik. Ennek ellenére ezeket a pozitív hatásokat az előrejelzési időszak folyamán várhatóan fokozatosan ellentételezi az előregedő társadalom kedvezőtlen hatása, mivel az idősebbek nagyobb arányban távoznak a munkaerőpiacról, mint ahogy a fiatalabbak belépnek.

A munkanélküliségi ráta 2020-ra várhatóan 7,4%-ra csökken. A munkanélküliségi ráta 2018 második negyedévében 8,3%-ra esett vissza, ami 2008 vége óta a megfigyelt legalacsonyabb érték. Előretekintve a munkanélküliek számának a válság előtti mélypontot megközelítő, további jelentős csökkenését valószínűsítjük.

A prognózis szerint a munkatermelékenység a ciklikus alakulást tükrözve

2019-ben és 2020-ban élénkülni fog. A munkatermelékenység a 2017. évi erőteljes lendület után 2018 első felében a konjunktúra váratlan lanyhulásának következtében lelassult. 2018 második felében a termelékenységnövekedés enyhe gyorsulása várható, ami annak tudható be, hogy a foglalkoztatás csak némi lemaradással reagál a gazdaság év eleji, erőtlenebb teljesítményére. A távolabbi jövőt illetően a foglalkoztatásbővülés fent említett lassulása, a kihasználatlan kapacitások csökkenésével párhuzamosan növekvő tőkekihasználtság, az egy munkavállalóra jutó nagyobb munkaóraszám és a teljes tényezőtermelékenység emelkedése arra utalnak, hogy a munkatermelékenység növekedése az előrejelzési időszak későbbi részében gyorsulni fog, és fokozatosan a válság előtti, 1,0%-os átlagos értéke irányába konvergál.

Változatlanul arra számítunk, hogy a reál-GDP a vizsgált időtávon a potenciális üteme felett bővül.

A potenciális kibocsátás a becslés szerint az elmúlt években kissé lendületesebb lett, amit a munka- és a teljes tényezőtermelékenység növekvő hozzájárulása támogatott. Az előrejelzési időszak végén a potenciális kibocsátás várhatóan a válság előttihez képest valamivel alacsonyabb ütemben bővül, bár még mindig elmarad a tényleges reál-GDP-növekedéstől. Megjegyzendő azonban, hogy a potenciális növekedést és az azt befolyásoló hajtóerőket nem lehet megfigyelni, ezért a rájuk vonatkozó becsléseket meglehetősen nagy bizonytalanság övezi.

A 2018. júniusi makrogazdasági prognózissal összehasonlítva a reál-GDP növekedését 2018-ra és 2019-re némileg lefelé módosítottuk.

Ez főleg a nettó külkereskedelem korábban vártnál erőtlenebb hozzájárulásával van összefüggésben, ami a külső kereslet lefelé irányuló módosítására és erősebb effektív euroárfolyamra vezethető vissza. Ezek a hatások bőven ellensúlyozzák a belső keresletet erősítő, fiskális élénkítésből és alacsonyabb kölcsönkamatokból eredő, pozitív hatást.

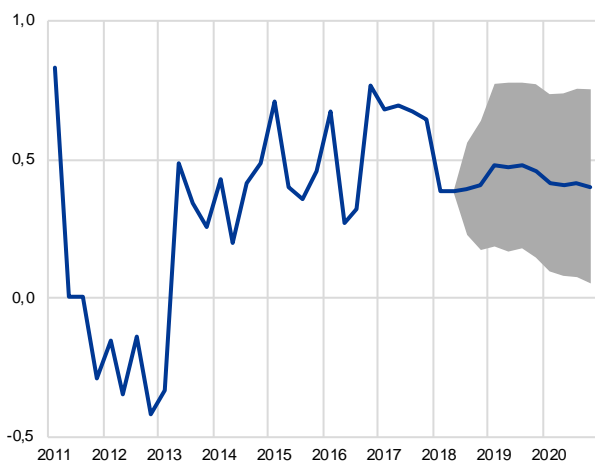
1. ábra

Makrogazdasági prognózis¹⁾

(negyedéves adatok)

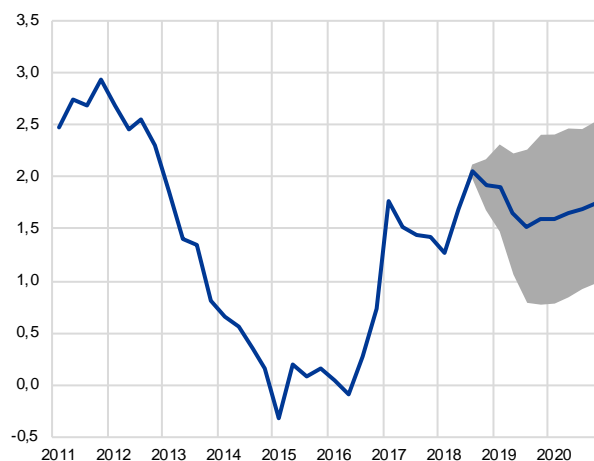
Euroövezeti reál-GDP²⁾

(negyedéves változás, százalék)



Euroövezeti HICP

(éves változás, százalék)



1) A prognózis alappályáját övező sávokat többéves időszak prognózisai és a tényleges adatok közötti különbség alapján határozzuk meg. A sávszélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok kiszámítási módszerét, amely rendkívüli események miatti korrekciót is tartalmaz, az EKB honlapján mutatjuk be: *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* (Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávok kialakítására), EKB, 2009. december. <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/newprocedureforprojections200912en.pdf?917c588c190f66c694c463d2cee934d4>

2) Munkanappal korrigált adatok.

2 Árak és költségek

A HICP-vel mért infláció a várakozások szerint az előrejelzési időszak minden évében átlagosan 1,7% lesz, mivel az energiaárakat is tartalmazó HICP-infláció csökkenése ellensúlyozza az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó HICP-infláció fokozatos növekedését.

Az energiahordozók inflációja a prognózis szerint a teljes előrejelzési időszakban csökken, ami lefelé irányuló bázishatásoknak és a futures nyersolajárak kismértékű csökkenésének tulajdonítható. A trendinfláció az előrejelzés szerint emelkedni fog – a gazdaság javuló ciklikus pozíciójának és a bérnövekedés ehhez köthető gyorsulásának köszönhetően. Várhatóan a trendinflációra ható további felfelé irányuló hatások származnak külső áralakulásból, mivel az olajárak múltbeli növekedése közvetett módon befolyásolja az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó HICP-inflációt, amely összességében fokozatosan emelkedni fog: a 2018-as 1,1%-ról 2020-ban 1,8%-ra.

A munkaerőpiac szűkülésével és a bérnövekedést néhány országban az elmúlt években fékező tényezők hatásának lassú eltűnésével a bérnövekedés érezhető gyorsulása várható az előrejelzési időszakban.

Az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedési üteme várakozásunk szerint jelentősen, 2020-ban 2,7%-ra emelkedik. A fajlagos munkaerőköltség növekedési üteme várhatóan az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedésével párhuzamosan erősödik, tekintettel arra, hogy a termelékenységnövekedés az előrejelzési időszakban viszonylag mérsékelten gyorsul. A bérnövekedés gyorsulása mögött elsősorban az euroövezeti munkaerőpiaci helyzet várható további javulása áll, valamint a fokozódó munkaerőpiaci szűkülés és az euroövezet egyes pontjain jelentkező komoly munkaerőhiány. A kedvező munkaerőpiaci helyzet már megmutatkozott a kialakított bérek emelkedésében. Az olyan euroövezeti országokban, ahol a bérezési folyamatok múltbeli adatokra épülő indexálást is magukban foglalnak, a bérnövekedés gyorsulását várhatóan szintén támogatja a teljes infláció közelmúltbeli jelentős emelkedése. Ezenkívül fokozatosan megszűnik a válsághoz köthető tényezők – mint például a bérezés mérséklésének szükségessége, amely néhány országban az árak versenyképességének visszanyerése céljából jelent meg, valamint a nominálbér lefelé irányuló merevsége miatt a válság alatt felgyülemlett bérvisszafogás – béreket fékező hatása, ahogy az euroövezeti gazdaságok egyre szélesebb körben folyamatosan élénkülnek. Ezenkívül néhány olyan kormányzati intézkedés, amely korábban visszafogta a bérnövekedést, várhatóan veszít jelentőségéből.

A profitráták várhatóan nem fejtenek ki további inflációs nyomást az előrejelzési időszakban.

A GDP-deflátorral mért növekvő inflációs nyomás fő forrása várhatóan a fajlagos munkaerőköltség növekedésének és az egységnyi nettó közvetett adóknak az emelkedése lesz. A profitráták növekedési üteme a várakozások szerint – különösen a tárgyidőszak vége felé – korlátozott lesz, ami az enyhén csökkenő gazdasági növekedési pályát tükrözi.

A külső árnyomás várhatóan továbbra is pozitív lesz, de az előrejelzési időszak során mérséklődni fog. Az importdeflátor jövő évtől csökkenő pályát követ. Ennek oka, hogy az enyhén mérséklődő olajárfeltevések ellentételezik az olajon kívüli nyersanyagárak növekedésének és a kibocsátási rés globálisan megfigyelhető zárulása miatt világszerte fokozatosan emelkedő általános árnyomásnak a hatását.

A HICP-infláció a 2018. júniusi prognózishoz képest változatlan. Az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó HICP-inflációt a némileg erőtlenebb növekedési kilátásoknak megfelelően 2019-re és 2020-ra némileg lefelé módosítottuk. Ezt ellensúlyozza, hogy az energiaárakat is tartalmazó HICP-inflációt felfelé módosítottuk a 2018-ban egyes országokban magasabb áram- és gázárak és az euróban kifejezett olajárfeltevések miatt. Utóbbiak az előző előrejelzésben szereplőnél kevésbé meredek, lefelé irányuló pályán mozognak.

3 Fiskális kilátások

Az euroövezeti fiskális politika 2018-ban lényegében semleges, 2019-ben enyhén expanzív, 2020-ban pedig újra jórészt semleges lesz. Alapállását a pénzügyi szektornak nyújtott kormányzati támogatással csökkentett, ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg változásával mérjük. 2018-ban a diszkracionális intézkedések expanzívak – részben a társadalombiztosítási járulékok és a társasági nyereségadók csökkentésének, részben pedig az államháztartási kiadások dinamikusabb növekedésének következtében. Az ezekből a diszkracionális intézkedésekből eredő élénkítést azonban nagyrészt ellensúlyozzák a bőséges közvetlenadó-bevételek. 2019-ben az expanzív fiskális politikához főként egy euroövezeti ország magasabb közkiadásai és közvetlenadó-csökkentése járul hozzá, amelyet részben ellensúlyoz egy másik euroövezeti országban zajló konszolidáció. 2020-ban a közvetlen adók és a társadalombiztosítási járulékok további csökkentését részben ellensúlyozza a transzferek és támogatások, valamint a kormányzati fogyasztás visszafogottabb bővülése.

Az előrejelzési időszak során mind az államháztartási hiány, mind az államadósság csökkenő pályán lesz. A fiskális prognózisból az államháztartási hiány csökkenése olvasható ki a vizsgált időszakban. Ez főként a ciklikus komponens javulásának, illetve a kamatfizetések csökkenésének köszönhető, ami a régi, drága adósság új, alacsonyabb kamatlábú adósságra váltásának eredménye. A csökkenést részben ellensúlyozza a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg romlása. A GDP-arányos államadósság lefelé tartó pályáját a tartósan pozitív elsődleges egyenlegek, valamint a kamatláb és a növekedési ráta különbözetének kedvező alakulása támogatja⁴. A 2018. júniusi előrejelzéshez viszonyítva lényegében változatlanok az államháztartási hiányra vonatkozó várakozások, míg a GDP-arányos államadósságot 2020-ra enyhén felfelé módosítottuk, elsősorban a kevésbé kedvező kamatláb–növekedési ráta különbözet miatt.

⁴ A különbözetet az adósság nominálegatív kamatlábának és a nominális GDP-növekedési rátának a különbségeként számoljuk.

3. keretes írás

Érzékenységi elemzések

Az egyes prognózisok nagymértékben támaszkodnak bizonyos fontos 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 a néhány fontos alapfeltevést övező bizonytalanságot és a prognózisok ezen változókkal szembeni érzékenységét mutatja be.

1) Alternatív olajpálya

Az alternatív olajármodellek arra a kockázatra utalnak, hogy a kőolajárak a futures árfolyamokból következőnél magasabbak lesznek az előrejelzési időszakban.

Az alapprognózis hátterében álló, a futures kőolajpiacokon alapuló technikai feltevések enyhén csökkenő olajárpályát jeleznek, amely szerint a 2020. évi hordónkénti Brent nyersolajár 69 USA-dollárra tehető. Ez a pálya összhangban van a világpiaci kőolajkereslet folyamatos növekedésével. A kínálati tényezőket illetően a futures olajárakban valószínűleg az OPEC kínálatcsökkentő politikájának enyhülése miatti olajár-leszorító hatások is tükröződnek, amelyek rövid távon részben ellensúlyozhatják a (szűk szállítási keresztmetszetek miatt) némileg mérsékeltebb egyesült államokbeli olajkitermelésre vonatkozó várakozásokat és az Egyesült Államok szankciói következtében kisebb iráni kínálatot övező aggályokat. Az EKB szakértői által a kőolajárak előrejelzési időszakban várható pályájának becslésére alkalmazott alternatív modellek kombinációja⁵ jelenleg a technikai feltevésben szereplőnél magasabb olajárát jelez. Az ezekből a modellekből levezetett és az alapprognózisnál 4,7%-kal magasabb olajárakat jelző alternatív olajárpályának 2020-ra történő megvalósulása kismértékben visszafogná a reál-GDP növekedését (2019-ben és 2020-ban is kevesebb mint 0,1 százalékponttal), ugyanakkor a HICP-infláció valamivel gyorsabb (2020-ban 0,1 százalékpontos) emelkedését vonná maga után.

2) Alternatív árfolyampálya

Ez az érzékenységi elemzés az euroárfolyam erősödésének hatásait vizsgálja.

A felértékelődési kockázat egyik forrása az euroövezeti gazdaság vártnál erőteljesebb fellendülése, amely felfelé mutató inflációs nyomást idéz elő. Ez a forgatókönyv összhangban áll a 2018. augusztus 21-i USD/EUR árfolyamra vonatkozó, opciókból számított, kockázatsemleges sűrűségek eloszlásával, amely erősen az euro felértékelődése felé tolódott el. Az eloszlás 75. percentilise alapján az euro a dollárhoz képest 2020-ra fokozatosan 1,33 USD/EUR-ra erősödik, amely mintegy 16,5%-kal haladja meg az adott évi alapfeltevést. A nomináleffektív euroárfolyamra vonatkozó, ehhez kapcsolódó feltevés historikus szabályszerűségeket tükröz: az USD/EUR árfolyam változása 0,5-et éppen meghaladó elaszticitással felel meg az effektív árfolyam változásának. E forgatókönyv esetében több szakértői makrogazdasági modell eredményeinek átlaga 2019-ben 0,4 százalékponttal, 2020-ban pedig 0,5 százalékponttal alacsonyabb reál-GDP-növekedést jelez. A HICP-vel mért infláció 2019-ben 0,5, 2020-ban pedig 0,6 százalékponttal lenne alacsonyabb.

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.

4. keretes írás

Más intézmények előrejelzései

Több nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény is készít előrejelzést

az euroövezetről. Ezeket ugyanakkor sem egymással, sem az EKB, illetve az eurorendszer szakértői makrogazdasági prognózisaival nem lehet közvetlenül összevetni, mivel eltérő időpontokban véglegesítik őket. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külső változókra – például a kőolaj és egyéb nyersanyagok árára – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben meg nem nevezett) módszerekkel alakítják ki. Végül a különféle előrejelzésekben alkalmazott munkanap-korrekciós módszerek is eltérnek egymástól (lásd a táblázatot).

Ahogy a táblázatban látható, a más intézményektől a reál-GDP növekedésére és a HICP-vel mért inflációra kapott prognózisok az EKB aktuális 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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Az EKB szakértői prognózisa	2018. szeptember	2,0 [1,8–2,2]	1,8 [1,0–2,6]	1,7 [0,6–2,8]	1,7 [1,6–1,8]	1,7 [1,1–2,3]	1,7 [0,9–2,5]
Európai Bizottság	2018. július	2,1	2,0	-	1,7	1,7	-
OECD	2018. május	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Euro Zone Barometer	2018. augusztus	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
A Consensus Economics előrejelzései	2018. augusztus	2,1	1,8	1,3	1,7	1,6	1,6
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2018. július	2,2	1,9	1,6	1,7	1,7	1,7
IMF	2018. április/július	2,2	1,9	1,7	1,5	1,6	1,8

Forrás: Az Európai Bizottság 2018. nyári időközi gazdasági előrejelzése; az IMF 2018. júliusi, aktualizált világgazdasági előrejelzése, (GDP); az IMF 2018. áprilisi világgazdasági előrejelzése (HICP); az OECD 2018. májusi gazdasági előrejelzése; a Consensus Economics 2018. augusztusi előrejelzései; a Consensus Economics 2020-as adatai a 2018. augusztusi, termelékenységi és bértrendekről készült felmérésből, a 2020-as HICP-inflációs adat pedig a 2018. júliusi hosszú távú előrejelzésből származnak; MJEconomics a 2018. augusztusi Euro Zone Barometer esetében; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített, 2018. júliusi felmérése.

Megjegyzések: Az eurorendszer és az EKB szakértőinek makrogazdasági prognózisai, valamint az OECD-előrejelzések egyaránt munkanappal igazított éves növekedési ütemek, ezzel szemben az Európai Bizottság és az IMF éves növekedési adatai nincsenek az éves munkanapszámmal korrigálva. A többi előrejelzésben nem jelölik meg, hogy a közölt adatok munkanappal korrigáltak-e vagy sem.

© Európai Központi Bank, 2018.

Levelezési cím: 60640 Frankfurt am Main, Németország
Telefonszám: +49 69 1344 0
Honlap: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4539 (pdf)
EU katalógusszám QB-CE-18-002-HU-N (pdf)