



# Az eurorendszer szakértőinek 2018. júniusi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről<sup>1</sup>

*Az euroövezet bővülése az év elején elmaradt a várakozásoktól, ám az előrejelzések szerint továbbra is élénk marad, és értéke a potenciális szint felett alakul. A korábbi prognózisokhoz hasonlóan a reál-GDP-növekedés az előrejelzési időszakban várhatóan fokozatosan fékeződik, a 2018-as 2,1%-ról 2020-ra 1,7%-ra<sup>2</sup> lassul, ahogy egyes kedvező hatások lassan lecsengenek. A HICP-vel mért infláció az előrejelzési időszak valamennyi évében várhatóan 1,7%-os értéket vesz fel, noha a negyedéves adatokban ingadozásokra számítunk. Az átlagos éves infláció stabil pályája elfedi az energiakomponens éves értékének visszaesését, amelyet azonban ellensúlyoz a fokozatosan emelkedő, az energia-, valamint élelmiszerárakat nem tartalmazó HICP-infláció, miközben egyre komolyabban jelentkeznek a kapacitáskorlátok.*

1

## Reálgazdaság

**A reál-GDP-növekedés 2018 első negyedévében tapasztalt lassulása részben átmeneti tényezőket tükrözött, azt is jelzi azonban, hogy a fékeződés a korábban vártnál hamarabb következett be.** Miután a reál-GDP növekedése 2017-ben négy egymást követő negyedévben magas, 0,7%-os értéket mutatott, 2018 első negyedévében 0,4%-ra mérséklődött. A lassulás mögött részben néhány átmeneti tényező áll, például a rossz időjárási körülmények, a néhány euroövezeti országban tartott sztrájkok, valamint a betegszabadságoknak a németországi szezonális influenzajárvány miatti szokatlanul magas szintje. Ezenkívül az euro korábbi erősödésének negatív hatása az előrejelzésekhez képest komolyabb lehetett, és a munkaerő-kínálati korlátok a vártnál hamarabb válhattak jelentőssé. Végezetül a fékeződés a 2017 folyamán végig megfigyelhető rendkívül gyors növekedés mérséklődésének is betudható.

<sup>1</sup> Az eurorendszer szakértői által készített makrogazdasági prognózis olyan információkat nyújt a Kormányzótanácsnak, amelyeket az a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelése során használ fel. Az EKB vagy az eurorendszer szakértői által készített prognózisokat ugyanakkor a Kormányzótanács nem látja el jóváhagyásával, és ezek nem feltétlenül tükrözik az euroövezeti kilátásokkal kapcsolatos nézeteit. A prognóziskészítésben 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 árfolyamfeltevésekhez szükséges adatgyűjtés zárónapja 2018. május 22. (lásd az 1. keretes írást). Az egyéb adatok prognózisba való felvételének utolsó napja 2018. május 31. 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.

<sup>2</sup> Az adatokat munkanap-hatással korrigáltuk.

**Előretekintve azonban a következő néhány negyedévben – összhangban a továbbra is pozitív üzleti és fogyasztói hangulattal – folyamatosan erőteljes reál-GDP-növekedésre számítunk.** Az üzleti és fogyasztói bizalom a 2018. első negyedéves feltűnő visszaesés után áprilisban és májusban stabilizálódott, és hosszú távú összehasonlításban magas szinten maradt. Míg az adatgyűjtés lezárása után nyilvánosságra hozott bizonyos mutatók a várakozásoknál kissé gyengébben alakultak, nagy vonalakban mégis összhangban állnak a prognosztizált növekedési pályával.

## 1. táblázat

### Az euroövezet makrogazdasági prognózisa<sup>1)</sup>

(éves változás, százalék)

	2018. június				2018. március			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Reál-GDP	2,5	2,1	1,9	1,7	2,5	2,4	1,9	1,7
		[1,8–2,4] <sup>2)</sup>	[0,9–2,9] <sup>2)</sup>	[0,6–2,8] <sup>2)</sup>		[2,1–2,7] <sup>2)</sup>	[0,9–2,9] <sup>2)</sup>	[0,7–2,7] <sup>2)</sup>
Lakossági fogyasztás	1,7	1,6	1,7	1,5	1,9	1,7	1,7	1,5
Kormányzati fogyasztás	1,2	1,3	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	3,3	4,2	3,3	2,8	3,7	4,4	3,4	2,8
Export <sup>3)</sup>	5,4	4,2	4,4	3,8	5,2	5,3	4,1	3,8
Import <sup>3)</sup>	4,6	4,1	4,7	4,0	4,6	5,1	4,5	4,0
Foglalkoztatás	1,6	1,4	1,1	0,8	1,7	1,4	1,1	0,8
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,3	7,7	7,2
HICP	1,5	1,7	1,7	1,7	1,5	1,4	1,4	1,7
		[1,6–1,8] <sup>2)</sup>	[1,0–2,4] <sup>2)</sup>	[0,9–2,5] <sup>2)</sup>		[1,1–1,7] <sup>2)</sup>	[0,6–2,2] <sup>2)</sup>	[0,8–2,6] <sup>2)</sup>
HICP energia nélkül	1,2	1,3	1,7	1,9	1,2	1,2	1,6	1,9
HICP energia és élelmiszer nélkül	1,0	1,1	1,6	1,9	1,0	1,1	1,5	1,8
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül <sup>4)</sup>	1,0	1,1	1,5	1,9	1,0	1,1	1,5	1,8
Fajlagos munkaerőköltség	0,7	1,5	1,2	1,8	0,8	1,1	1,2	1,8
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,6	2,3	2,1	2,7	1,6	2,2	2,0	2,7
Munkatermelékenység	0,9	0,7	0,9	0,9	0,8	1,0	0,8	0,9
Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)	-0,9	-0,7	-0,8	-0,5	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában) <sup>5)</sup>	-0,9	-0,9	-1,0	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	86,7	84,8	82,7	80,4	86,7	84,4	82,1	79,7
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,7	4,2	4,3	4,5

1) A reál-GDP-re és komponenseire vonatkozó prognózis munkanaphatással kiigazított adatokat tartalmaz. Az Eurostat 2018. június 7-i GDP-re és főbb komponenseire vonatkozó, az adatgyűjtés lezárása után publikált adatai szerint a munkanaphatással kiigazított reál-GDP-növekedés 2017-ben 2,6% volt.

2) A prognózist övező sávokat a több év során készített prognózisok és a tényleges eredmények különbözőjei alapján határozzuk meg. A sávészélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok kiszámítási módszerét, amely rendkívüli események miatti korrekcióit 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 átgűrűznek 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 hitelyújtás növekedése az alacsony kamatoknak és a kedvező banki hitelezési feltételeknek köszönhetően tovább élénkül. A kisebb adósságleépítési igény szintén támogatja a magánszektor kiadásainak dinamikus alakulását. A kiegyensúlyozott munkaerőpiaci helyzet és a nettó vagyon növekedése pedig kedvezően hat a lakossági fogyasztásra és a lakáscélú beruházásokra. Ugyanakkor a vállalati beruházások tovább bővülnek, ami a növekvő keresleti nyomás és a magas kapacitáskihasználtság mellett megemelkedő nyereségnek is betudható. Az euroövezeti kivitel várhatóan erőteljes marad, mivel jótékony hatással van rá a folyamatos világgazdasági expanzió és az euroövezeti külső kereslet ennek megfelelő növekedése.

**A reál-GDP mindazonáltal az előrejelzési időszak során fokozatosan lassabban bővül, mivel egyes kedvező hatások lassanként megszűnnek.** A múltbeli monetáris politikai intézkedések hatása várhatóan fokozatosan gyengülni fog a vizsgált időszak folyamán. Az euroövezeti külső kereslet növekedési ütemének mérséklődése a várakozások szerint visszafogja a kivitel bővülését. A foglalkoztatásnövekedés várhatóan szintén lassul, ami részben a néhány euroövezeti országban tapasztalható egyre komolyabb munkaerőhiánnyal függ össze. Ezenkívül az előrejelzés szerint a lakossági fogyasztás növekedése is mérséklődik, jelezve, hogy a megtakarítási ráta az alacsony szintek után a bizonyos euroövezeti országokban tapasztalt ciklikus expanzió következtében normalizálódik.

**A rendelkezésre álló reáljövedelem 2018-ban és 2019-ben a várakozások szerint erősebb ütemben bővül, ami a magasabb bérek és a közvetlen adók csökkentésének tudható be, majd 2020-ban gyengül.** A bruttó bérek és fizetések 2018-ban az erőteljesebb bérnövekedésnek köszönhetően várhatóan jóval nagyobb mértékben járulnak hozzá a rendelkezésre álló jövedelem emelkedéséhez. Később, az időszak hátralevő részében ez a hatás némileg gyengülni fog, mivel a további nominális bérnövekedés nem tudja teljes mértékben ellensúlyozni a lassuló foglalkoztatást. Az egyéb személyes jövedelmek bővülése a prognózis szerint az emelkedő nyereséggel párhuzamosan kis mértékben élénkül. A nettó költségvetési transzferek hozzájárulása 2018-ban és 2019-ben a társadalombiztosítási járulékok és a közvetlen adók csökkentésének következtében várhatóan kevésbé lesz negatív, 2020-ban azonban ismét fokozódik ez a hatás. Összességében a rendelkezésre álló reáljövedelem emelkedésének összetétele a háztartások kiadásai szempontjából kevésbé kedvezően alakul, mivel a fogyasztás jellemzően erőteljesebben reagál a foglalkoztatásbővüléshez kapcsolódó többletjövedelemre, mint a reálbérek változására.

**A lakossági fogyasztás az előrejelzési időszakban kulcsszerepet játszik a növekedésben.** A kedvező fogyasztói bizalom, a munkaerőpiaci helyzet várható további javulása és az egy munkavállalóra jutó reálbér emelkedése arra enged következtetni, hogy az előttünk álló néhány negyedévben erőteljes lesz a fogyasztásbővülés. A lakossági fogyasztás növekedése az előrejelzési időszakban azonban valamelyest elmarad a rendelkezésre álló reáljövedelem emelkedésétől,

mivel a háztartások valószínűleg egyre nagyobb arányban fordítják jövedelmüket megtakarításokra.

**A lakossági fogyasztás növekedését várhatóan támogatják a kedvező banki hitelfeltételek, amelyekhez az EKB monetáris politikai intézkedéscsomagja és az adósságleépítés terén elért előrelépés is hozzájárult.** Jóllehet az alacsony kamatok a háztartások kamatfizetésére és kamatbevételeire egyaránt hatással vannak, általában a nettó hitelfelvevők jobban járnak velük, mint a nettó megtakarítók. Mivel előbbieknél jellemzően magasabb a fogyasztási határhajlandóságuk, ez aggregált szinten tovább támogatja 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 a közelmúltban csökkent, ami főként annak tudható be, hogy a háztartások gazdasági és pénzügyi helyzete javult, és kevésbé visszafogott a kereslet a korábbról elhalasztott nagyobb értékű fogyasztási cikkek iránt. 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. márciusi prognózissal összevetve a technikai feltevések gyengébb euroárfolyammal számolnak, különösen az USA-dollárral szemben, ezenkívül magasabb USA-dollárban mért olajárak és alacsonyabb kamatlábak szerepelnek bennük.** A technikai kamat- és nyersanyagár-feltevések a 2018. május 22-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  $0,2\%$ . A tízéves lejáratú euroövezeti államkötvények nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2018-ban átlagosan  $1,2\%$ -ot, 2019-ben  $1,5\%$ -ot, 2020-ban pedig  $1,7\%$ -ot jeleznek.<sup>3</sup> A 2018. márciusi prognózissal összevetve a rövid lejáratú kamatokra vonatkozó piaci várakozásokat 2019-re 10 bázisponttal, 2020-ra pedig 20 bázisponttal lefelé módosítottuk, míg a hosszú lejáratú kamatláb-várakozásokat az előrejelzési időszakban körülbelül 15 bázisponttal lefelé korrigáltuk.

A nyersanyagárakat tekintve az adatgyűjtés 2018. május 22-i zárónapja előtti kétéves periódus határidős árfolyamain alapuló feltevés szerint a hordónkénti Brent nyersolajár a 2017-es 54,4 USA-

<sup>3</sup> 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 idősor kezdeti eltérését az előrejelzési időszakon konstansnak tekintjük. Az egyes országok államkötvényhozamai és a megfelelő euroövezeti átlag közötti különbözetet a vizsgált időszakban állandónak tekintjük.

dollárról 2018-ban 74,5 dollárra emelkedik, majd 2019-ben 73,5 dollárra, 2020-ban pedig 68,7 dollárra csökken. A felvázolt pályából következően a 2018. márciusi prognózishoz képest az USA-dollárban kifejezett olajár 2018-ban 14,6%-kal, 2019-ben 20,2%-kal, 2020-ban pedig 17,7%-kal lesz magasabb. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár alapú ára 2018-ban jelentős mértékben, utána pedig némileg mérsékeltebben emelkedik.<sup>4</sup>

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az előrejelzési időszakban az adatgyűjtés zárónapját (2018. május 22.) megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak. Mindebből 2018 folyamán 1,20 USD/EUR, a 2019–2020-as időszakban pedig 1,18 USD/EUR átlagárfolyam következik, szemben a 2018. márciusban prognosztizált 1,24 USD/EUR árfolyammal. Az euro (38 kereskedelmi partnerhez viszonyított) effektív árfolyama 0,3%-kal alacsonyabb a 2018. márciusi prognózisban szereplőnél.

#### Technikai feltevések

	2018. június				2018. március			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	-0,3	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	-0,1	0,4
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	1,0	1,2	1,5	1,7	1,0	1,3	1,6	1,9
Nyersolajár (USD/hordó)	54,4	74,5	73,5	68,7	54,4	65,0	61,2	58,3
Energián kívüli nyersanyagárak, USD (éves százalékos változás)	7,9	9,3	2,5	4,1	7,9	7,4	3,2	4,5
USD/EUR árfolyam	1,13	1,20	1,18	1,18	1,13	1,23	1,24	1,24
Nomináleffektív euroárfolyam (EER38) (éves százalékos változás)	2,2	4,4	-0,1	0,0	2,2	4,5	0,1	0,0

**A lakáscélú beruházások bővülése várhatóan folytatódik, habár az elmúlt két évben tapasztaltnál lassabb ütemben.** A 2017 második felében megfigyelt lassulás annak tudható be, hogy egyes euroövezeti országokban az építőipar egyre komolyabb kínálati oldali korlátokkal, elsősorban munkaerőhiánnyal szembesült. A lakásberuházások további fellendülésének alapvető feltételei továbbra is 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, a valamivel szigorúbb finanszírozási feltételek és a kedvezőtlen demográfiai tendenciák várhatóan visszafogják a növekedést.

**A vállalati beruházások az előrejelzési időszak során a várakozások szerint tovább élénkülnek, bár csökkenő ütemben.** Ezt továbbra is több tényező 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 berendezések hiányát mint a

<sup>4</sup> 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 második negyedévéig a futures árakat követik, majd a világgazdasági teljesítménynek megfelelően alakulnak.

termelést korlátozó tényezőt; az igen támogató finanszírozási feltételek várhatóan fennmaradnak az előrejelzési időszakban; a nem pénzügyi vállalati szektor már most is bőséges készpénzállományával összefüggésben pedig a nyereség növekedésére számítunk. Továbbá, mivel az utóbbi években a tőzsdei árfolyamok erősen élénkültek, miközben az idegen tőkével végzett finanszírozás mérsékelt ütemben bővült, 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 jelenleg a válságot megelőző mértékű. A vállalati beruházásoknak az előrejelzési időszakban várható fokozatos lendületvesztése emellett a belső és külső kereslet általános lassulásának is betudható.

## 2. keretes írás

### A nemzetközi környezet

---

**Noha a globális gazdasági expanzió folytatódik, a közelmúltbeli adatok némileg visszafogottabb lendületre utalnak.** A növekvő hozamok, a tőzsdei volatilitás és az USA-dollár felértékelődése mind hozzájárult a valamivel szigorúbb pénzügyi feltételekhez, és néhány feltörekvő gazdaság az elmúlt hetekben jelentős pénzügyi piaci stresszhelyzettel szembesült. A kőolajár növekedése az olajimportáló gazdaságokban mérsékelte a kilátásokat. Ennek ellenére a rövid távú globális kilátások lényegében továbbra is biztatóak. A fejlett gazdaságokat a laza monetáris politika, az Egyesült Államokat pedig az országban végrehajtott jelentős fiskális élénkítés támogatja. A világkereskedelem fellendülése megerősítette az exportorientált gazdaságokat, az emelkedő nyersanyagárak pedig a nyersanyagexportőröket segítik. Jóllehet a protekcionizmussal kapcsolatos aggodalmak megnöttek, az eddig bevezetett (egyesült államokbeli acél- és alumíniumbehozatalt érintő) vámemelések valószínűleg csupán csekély közvetlen makrogazdasági hatással járnak, ugyanakkor a nagyobb protekcionizmus felé mutató tendenciák negatívan hathatnak a befektetői bizalomra. A távolabbi jövőt illetően elmondható, hogy a gazdasági teljesítmény középtávon várhatóan fékeződik, ahogy a fejlett gazdaságokban a gazdasági ciklusok előrehaladnak, a monetáris és fiskális politikai támogatás pedig fokozatosan csökken. Kínában a monetáris és fiskális politikai ösztönzéstől kevésbé függő lassúbb növekedési pályára történő átállás várhatóan kedvezőtlenül befolyásolja a kilátásokat. Továbbá habár a nyersanyagexportáló gazdaságok már a kilábalás időszakában járnak, költségvetésüket továbbra is konszolidálniuk kell. Összességében az euroövezet nélkül tekintett globális konjunktúra a prognózis szerint a 2017-es 3,8%-ról 2018-ban 4,0%-ra gyorsul, majd 2020-ban 3,7%-ra esik vissza. A 2018. márciusi makrogazdasági prognózissal összehasonlítva a globális GDP növekedését 2018-ban és 2019-ben 0,1 százalékponttal lefelé módosítottuk. 2018-ban ez a fejlett gazdaságokból érkező gyengébb év eleji adatoknak, míg 2019-ben az egyes feltörekvő piacokon tapasztalható kedvezőtlenebb kilátásoknak tudható be.

## A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

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

1) Az import súlyozott átlagaként számítjuk.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítjuk.

**A globális kereskedelmi mutatók a 2017-es dinamikus növekedés után az év első hónapjaiban némileg lassulnak.** Ugyanakkor a rövid távon folytatódó ciklikus lendület támogatja a globális kereskedelmet, ami ellensúlyozza az Egyesült Államokban és Kínában bevezetett magasabb vámok kedvezőtlen hatásait. Mindazonáltal a ciklikus folyamatok lecsengésével a globális kereskedelem várhatóan veszít lendületéből, és középtávon a konjunktúrával nagyjából összhangban fog növekedni. Az euroövezet külső keresletének növekedése a várakozások szerint a 2018-as 5,2% után 2020-ban 3,7%-os szintre süllyed. A 2018. márciusi prognózishoz képest az euroövezet éves külső keresletének növekedését 2018-ban a 2017. negyedik negyedévi adatok felfelé történő módosításából származó áthúzó hatás miatt 0,5 százalékponttal felfelé módosítottuk, ami ellensúlyozza a 2018 eleji némileg gyengébb globális importnövekedést. Az euroövezet külső keresletének növekedését 2019-re és 2020-ra kissé felfelé módosítottuk, ami elsősorban annak tudható be, hogy néhány közép- és kelet-európai gazdaságban a külkereskedelemmel összefüggésben erősebb növekedésre számítunk.

### **Az euroövezeten kívülre irányuló export növekedését a prognózis szerint fékezi az euro múltbeli felértékelődése és a lanyhuló külső kereslet.**

Az euroövezeten kívülre irányuló export az euro múltbeli felértékelődése nyomán az elkövetkező negyedévekben várhatóan lassabb ütemben nő, mint az euroövezet külső kereslete, ami az exportpiaci részesedések korlátozott mértékű további csökkenését vonja maga után. 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 növekedése várhatóan kevésbé fékeződik, mint a kivitelé, a várakozások szerint a nettó külkereskedelem gazdasági expanzióhoz történő hozzájárulása – a 2017-es jelentős pozitív hozzájárulás után – csupán épphogy pozitív lesz az előrejelzési horizonton.

### **A foglalkoztatás bővülésének lassulására számítunk, mivel egyes országokban egyre komolyabb korlátot jelent a munkaerőhiány.**

Az euroövezeti foglalkoztatottak létszáma 2017. negyedik negyedévében 0,3%-kal emelkedett, és becslések szerint az idei év első negyedévében tovább nőtt. Az utóbbi időben tapasztalt erőteljes bővülés valamennyi országban széles alapokon nyugszik, a jövőre vonatkozó felmérések pedig rövid távon további dinamikus foglalkoztatásnövekedésre utalnak. Ennek ellenére a foglalkoztatásbővülés várhatóan veszít lendületéből. 2018-ban egyes kedvező átmeneti tényezők (például a néhány országban bevezetett fiskális ösztönzők) várhatóan fokozatosan

veszítene a hatásukból, és a prognózis szerint az állami szférában foglalkoztatottak arányának növekedése néhány országban csökkenni fog. A feltételezések szerint a későbbiekben néhány országban egyre komolyabb munkaerőhiánnyal kell számolni.

**A munkaerő-bővülés ütemét az előrejelzés szerint egyre jobban fékezi a kínálati hiány.** Az előrejelzési időszakban a munkaerő-állomány folyamatosan bővül, ami a munkavállalók nettó bevándorlásának, a menekültek várható integrációjának és a munkaerőpiaci aktivitási ráta további növekedésének tudható be. Ennek ellenére ezeket a pozitív hatásokat az előrejelzési időszakban várhatóan fokozatosan ellensúlyozza az előregedő társadalom kedvezőtlen hatása, mivel az idősebb dolgozók nagyobb arányban távoznak a munkaerőpiacról, mint ahogy a fiatalok belépnek, és mivel az idősebb dolgozóknak alacsonyabb az aktivitási rátájuk (noha ebben némi emelkedés várható).

**A munkanélküliségi ráta 2020-ra várhatóan 7,3%-ra csökken.** A munkanélküliségi ráta 2018 első negyedévében 8,6%-ra esett vissza, ami 2008 vége óta a legalacsonyabb megfigyelt érték. Előretekintve a munkanélküliek számának a válság előtti mélypontot megközelítő, további jelentős csökkenését valószínűsítjük.

**A munkatermelékenység növekedése a ciklikus alakulást tükrözve továbbra is stabil marad.** A munkatermelékenység 2017-ben 0,9%-kal növekedett. Előretekintve a foglalkoztatásbővülés imént említett csökkenése, a kihasználatlan kapacitások csökkenésével párhuzamosan növekvő tőkekihasználtság, az egy munkavállalóra jutó nagyobb munkaóraszám és a teljes tényezőtermelékenység emelkedése arra utalnak, hogy az egy munkavállalóra jutó termelékenység növekedése széleskörűen fennmarad az előrejelzési időszakban. A mutató azonban várhatóan továbbra is valamivel alacsonyabb lesz, mint a válság előtti 1%-os átlagos értéke.

**Az előrejelzési horizonton változatlanul arra számítunk, hogy a reál-GDP potenciális üteme felett bővül.** A potenciális kibocsátás a becslés szerint az elmúlt években kissé lendületesebb lett, amit a tőke és a teljes tényezőtermelékenység növekvő hozzájárulása támogatott. Az előrejelzési időszak végén a potenciális növekedés várhatóan a válság előtti szinthez 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, és a rájuk vonatkozó becsléseket meglehetősen nagy bizonytalanság övezi.

**A 2018. márciusi előrejelzéshez viszonyítva a reál-GDP-növekedésre vonatkozó prognózist 2018-ra lefelé módosítottuk, 2019–2020-ra pedig nagyjából változatlanul hagytuk.** A 2018-as lefelé történő módosítás elsősorban az első negyedéves vártnál gyengébb reál-GDP-növekedéshez köthető.



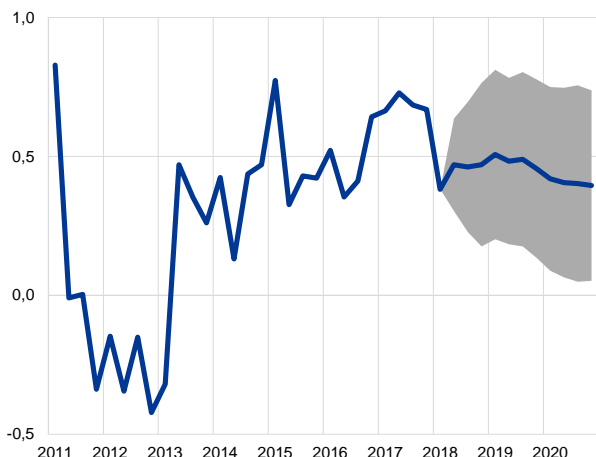
## 1. ábra

### Makrogazdasági prognózis<sup>1)</sup>

(negyedéves adatok)

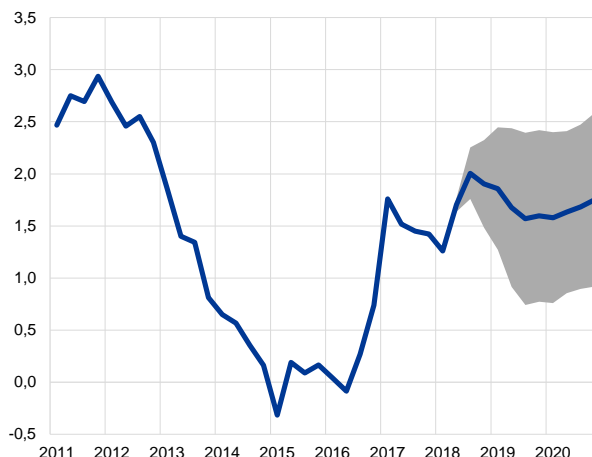
#### Euroövezeti reál-GDP<sup>2)</sup>

(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 valamennyi évében 1,7%-on marad, mivel az energiaárakat is tartalmazó HICP-infláció csökkenése ellensúlyozza az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó HICP-infláció fokozatos növekedését.** Noha az energiaárakat is

tartalmazó HICP-infláció a következő hónapokban várhatóan erősödik – ami a közelmúlt olajár-emelkedését és a magasabb infláció irányába mutató bázishatásokat tükrözi –, 2018 vége és 2019 közepe között a lefelé irányuló bázishatások miatt meredeken csökken. Az előrejelzés szerint a későbbiekben – az energiaadók felfelé irányuló hatása ellenére – negatívan járul hozzá a teljes HICP-inflációhoz, ahogy a tőzsdei határidős (futures) olajárgörbe csökkenő tendenciát mutat. Az élelmiszerárakat is tartalmazó HICP-infláció a prognózis szerint nagyjából változatlanul 2,0% körül alakul az előrejelzési időszakban. Az energia- és élelmiszerárak nélküli HICP-infláció a kínálati oldali korlátok egyre komolyabbá válásával várhatóan emelkedni fog. Az egyes országokban jelentőssé váló munkaerőhiány mellett egyre feszesebb munkaerőpiaci helyzet fokozhatja a bérnövekedést, és a munkatermelékenységre vonatkozó meglehetősen stabil kilátások fényében az ebből származó magasabb fajlagos munkaerőköltség-növekedés megjelenhet – legalább részben – az árakban is. Az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó HICP-inflációra ható további felfelé irányuló hatások az előrejelzések szerint külső áralakulásokból fognak származni, mivel az olajárak múltbeli növekedése és az energiahordozókon kívüli nyersanyagárak feltételezett emelkedése közvetett módon befolyásolja ezt az inflációs összetevőt. Az

élelmiszer- és energiakomponens nélkül vizsgált HICP-infláció 2020-ra fokozatosan 1,9%-ra emelkedik.

**A munkaerőpiac szűkülésével és a bérnövekedést néhány országban az elmúlt években fékező intézkedések lecsengésével a bérnövekedés markáns gyorsulása várható az előrejelzési időszakban.**

Az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedési üteme várakozásunk szerint a 2017. évi 1,6%-ról 2020-ra 2,7%-ra emelkedik.<sup>5</sup> A fajlagos munkaerőköltség növekedési üteme várhatóan az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedéséhez hasonló mértékben erősödik, tekintettel arra, hogy a termelékenységnövekedés üteme az előrejelzési időszakban nagyjából változatlan lesz. A bérnövekedés gyorsulása mögött elsősorban az euroövezeti munkaerőpiaci helyzet előrevetített további javulása, valamint a fokozódó munkaerőpiaci szűkülés és az euroövezet egyes pontjain jelentkező komoly munkaerőhiány áll. Számos euroövezeti országban a közelmúltbeli bértárgyalások eredményei – a kihasználatlan kapacitások csökkenésével összhangban – a bérek növekedésének kedvező dinamikájára utalnak. A ciklikus lendületen túl a teljes inflációnak a 2017-ben a megelőző három évhez viszonyítva megfigyelhető jelentős gyorsulása várhatóan szintén hozzájárul a magasabb bérnövekedéshez az olyan euroövezeti országokban, ahol a bérezési folyamatok múltbeli adatokra épülő indexálást is magukban foglalnak. Ezenkívül fokozatosan megszűnnek a válsághoz köthető, a béreket fékező tényezők – mint például a bérezés visszafogásának szükségessége, amely néhány országban az árak versenyképességének visszanyerése céljából jelent meg, valamint a nominálbér lefelé irányuló merevsége miatt a válság alatt felgyülemlett bérvisszafogás 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 növelik az inflációs nyomást az előrejelzési időszakban.**

A profitráták növekedési ütemét azonban a vállalatok korlátozott árképzési lehetőségei miatt – különösen a tárgyidőszak vége felé – fékezi a prognosztizált fajlagos munkaerőköltség-növekedés és az egységnyi nettó közvetett adók emelkedése.

**A külső árnyomás várhatóan továbbra is pozitív lesz, de az előrejelzési időszak során mérséklődni fog.**

Az importdeflátor 2017-ben meredeken emelkedett, ami a kőolaj és egyéb nyersanyagok árában beállt fordulatnak tudható be. Az importárak alakulása várhatóan mérséklődik az előrejelzési horizonton. Ennek oka az olajárak pályájának süllyedése és az euro múltbeli felértékelődése, amely mögött az olajon kívüli nyersanyagárak növekedésének hatása és a kibocsátási rés globálisan megfigyelhető zárulásához köthetően világszerte fokozatosan emelkedő mögöttes árodali nyomás húzódik meg.

<sup>5</sup> 2019-ben átmeneti lassulásra számítunk, ami egy franciaországi fiskális intézkedésnek tudható be, amelynek keretében egy adójóváírást (CICE) a munkáltatói társadalombiztosítási járulék állandó érvényű csökkentésére konvertálták. Mivel az egy munkavállalóra jutó jövedelemnövekedés és a fajlagos munkaerőköltségek csökkenését nagyrészt ellensúlyozza az ennek megfelelő nagyságú profitráta-növekedés, az árképzést érintő hatás várhatóan korlátozott lesz.

**A 2018. márciusi prognózishoz képest a 2018-ban és 2019-ben várható HICP-inflációt jelentősen felfelé módosítottuk.** Az USA-dollárban kifejezett olajár-feltételezések számottevő mértékű fölfelé történő módosítása, valamint az euro dollárral szembeni gyengülése a HICP-infláció energiakomponensére vonatkozó rövid távú kilátások nagymértékű felfelé történő módosítása felé mutatnak. Az olajáremelések felfelé irányuló, késleltetett és közvetett hatásai, valamint az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedésének csekély mértékű felfelé történő módosításai miatt az energia- és élelmiszerárakat nem tartalmazó HICP-inflációt 2019-re és 2020-ra némileg felfelé módosítottuk.

### 3 Fiskális kilátások

**Az euroövezeti fiskális politika 2018-ban mérsékelten expanzív lesz, 2019-ben és 2020-ban pedig átlagosan jórészt semleges.** Irányultságát a pénzügyi szektornak nyújtott kormányzati támogatással csökkentett, ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg változásával mérjük. 2018-ban az expanzió fő motorja a közvetlen adók és társadalombiztosítási járulékok csökkentése, valamint a kormányzati kiadások feltételezett élénkebb növekedése. A fiskális politikára 2019-ben és 2020-ban átlagosan semleges irányt prognosztizálunk, mivel a közvetlen adók és a társadalombiztosítási járulékok további csökkentését várhatóan ellensúlyozza az államháztartási kiadások visszafogottabb növekedése.

**Az előrejelzési időszak során mind az államháztartási hiány, mind az államadósság csökkenő pályán lesz.** A fiskális prognózisból az államháztartási hiány fokozatos csökkenése olvasható ki a vizsgált időszakban. Ez főként a ciklikus komponens javulásának, illetve a kamatfizetések csökkenésének köszönhető, amit részben ellensúlyoz a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg enyhe romlása. A GDP-arányos államadósság a tárgyidőszakban várhatóan lefelé tartó pályán marad, amit a kamatláb és a növekedési ráta különbözetének kedvező alakulása<sup>6</sup> és a javuló elsődleges egyenleg támogat. A 2018. márciusi előrejelzéshez viszonyítva alig változtak az államháztartási hiányra vonatkozó kilátások, míg a GDP-arányos államadósságot enyhén felfelé módosítottuk, elsősorban a kevésbé kedvező kamatláb–növekedési ráta különbözet miatt.

### 3. keretes írás

#### Érzékenységi elemzések

**Az egyes prognózisok nagymértékben támaszkodnak a legfontosabb 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.

<sup>6</sup> A különbözetet az adósság nominálegatív kamatlábának és a nominális GDP-növekedési rátának a különbségeként számoljuk.

## 1) Alternatív olajpálya

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

Az alapprognózis háttérében álló, a futures kőolajpiacokon alapuló technikai feltevések csökkenő olajpályát jeleznek, amely szerint a 2020. év végi hordónkénti Brent nyersolajár nagyjából 67 USA-dollárra tehető. A futures olajárak pályája összhangban van a világpiaci kőolajkereslet markáns növekedésével, vagyis az erősödő világgazdasági élénküléshez kapcsolódó forgatókönyvvel. A kínálati oldali tényezőket illetően a futures olajárakban valószínűleg az tükröződik, hogy az egyesült államokbeli palaolaj-kitermelés fokozódása miatti olajárleszorító hatásokat részben ellensúlyozzák a geopolitikai feszültségek, valamint az OPEC és egyes OPEC-en kívüli termelők közötti, a kitermelés csökkentésére irányuló megállapodás. Az EKB szakértői által a kőolajárak előrejelzési időszakban várható pályájának becslésére alkalmazott alternatív modellek kombinációja<sup>7</sup> jelenleg a technikai feltevésnél magasabb olajárakat jelez. Az ezekből a modellekből levezetett és az alapprognózisnál 8,8%-kal magasabb olajárakat jelző alternatív olajpályának 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 (2019-ben 0,1 százalékponttal, 2020-ban pedig 0,2 százalékponttal történő) emelkedését vonná maga után.

## 2) Alternatív árfolyampálya

### **Ez az érzékenységi elemzés az euroárfolyam erősödésének a hatását vizsgálja.**

A felértékelődési kockázat egyik lehetséges forrása az euroövezeti gazdaság vártnál erőteljesebb fellendülése, amely felfelé mutató inflációs nyomást idéz elő. Ez a forgatókönyv összhangban áll a 2018. május 22-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 1,36 USD/EUR-ra erősödik, amely 14,8%-kal haladja meg az adott évi alapfeltevést. A nomináleffektív euroárfolyamra vonatkozó, ehhez kapcsolódó feltevés historikus szabályszerűségeket tükröz: az USD/EUR árfolyam változása 50%-ot éppen meghaladó elaszticitással felel meg az effektív árfolyam változásának. E forgatókönyv esetében több szakértői makrogazdasági modell eredményeinek átlaga 2019-ben 0,5 százalékponttal, 2020-ban pedig 0,3 százalékponttal alacsonyabb reál-GDP-növekedést jelez. A HICP-vel mért infláció 2019-ben és 2020-ban is 0,5 százalékponttal lenne alacsonyabb.

---

## 4. keretes írás

### Más intézmények előrejelzései

---

**Több nemzetközi szervezet és lakossági szektorbeli intézmény is készít előrejelzést az euroövezetről.** Ezeket ugyanakkor sem egymással, sem az eurorendszer szakértői makrogazdasági prognózisával nem lehet közvetlenül összevetni, mivel eltérő időpontokban véglegesítik őket. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külső változókra – például a kőolaj és egyéb nyersanyagok ára – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben meg nem nevezett) módszerekkel

<sup>7</sup> A négy modell kombinációjának ismertetését lásd az EKB *Gazdasági jelentése* 2015. évi 4. számában közzétett, „Forecasting the price of oil” (Az olaj árának előrejelzése) című cikkben.

alakítják ki. Végül a munkanap-korrekciónál alkalmazott módszerek is eltérnek a különféle előrejelzésekben (lásd a táblázatot).

**Ahogy a táblázatban látható, a más intézményektől a reál-GDP növekedésére és HICP-vel mért inflációra adott prognózisok 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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Az eurorendszer szakértői prognózisa	2018. június	2,1	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7
		[1,8–2,4]	[0,9–2,9]	[0,6–2,8]	[1,6–1,8]	[1,0–2,4]	[0,9–2,5]
Európai Bizottság	2018. május	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OECD	2018. május	2,2	2,1	-	1,6	1,8	-
Euro Zone Barometer	2018. május	2,3	1,9	1,6	1,5	1,5	1,8
A Consensus Economics előrejelzései	2018. május	2,3	1,9	1,4	1,5	1,5	1,7
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2018. április	2,4	2,0	1,6	1,5	1,6	1,7
IMF	2018. április	2,4	2,0	1,7	1,5	1,6	1,8

Forrás: Az Európai Bizottság 2018. tavaszi gazdasági előrejelzése; az IMF 2018. áprilisi világgazdasági előrejelzése; az OECD 2018. májusi gazdasági előrejelzése; a Consensus Economics 2018. májusi előrejelzése; a Consensus Economics 2020-as adatai a 2018. áprilisi hosszú távú előrejelzésből származnak; MJEconomics a 2018. májusi Euro Zone Barometer esetében; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített, 2018. áprilisi felmérése. Megjegyzés: 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 korigálva. A többi előrejelzésben nem jelölik meg, hogy munkanappal korigált vagy nem korigált adatokat közölnek-e.

© Európai Központi Bank, 2018

Levelezési cím: 60640 Frankfurt am Main, Németország

Telefonszám: +49 69 1344 0

Honlap: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

ISSN 2529-475X (pdf)

EU katalógusszám QB-CF-18-001-HU-N (pdf)