



Az EKB szakértőinek 2017. szeptemberi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről¹

Az euroövezetben tapasztalható gazdasági expanzió az előrejelzési időszakban folyamatosan a potenciális növekedési ütem felett prognosztizálható. Az éves reál-GDP-növekedés üteme a válság után 2017-ben érte el legmagasabb értékét 2,2%-kal, 2018-ban és 2019-ben pedig átlagosan 1,8% körüli ütem várható. Az igen laza monetáris politika, az adósságkezelés terén több szektorban is elért eredmények, valamint a folyamatosan javuló munkaerőpiaci helyzet prognózisunk szerint fenntartja a belföldi keresletet. Ugyanakkor az euro utóbbi időben tapasztalt erősödése ellenére a világgazdasági élénkülés várhatóan támogatja az euroövezet kivételét.

A teljes infláció rövid távon várhatóan esik, ami főként az energiakomponensből származó bázishatásoknak tudható be, majd 2019-ben ismét eléri az 1,5%-ot. Noha a trendinflációt fékezi az euro árfolyamának közelmúltbeli felértékelődése, fokozatos erősödésére számítunk, ahogy a kibocsátási rés bezárul.

1

Reálgazdaság

A kedvező hangulati mutatók alapján folyamatosan erőteljes gazdasági növekedésre számítunk. A reál-GDP 2017 második negyedévében 0,6%-kal nőtt, aminek elsődleges forrása a belföldi kereslet volt. A munkaerőpiaci helyzet az elmúlt hónapokban tovább javult, a munkanélküliségi ráta a vártnál gyorsabban csökkent. Ahogy a 2017. eleji erős exportnövekedés után némi normalizálódásra számítunk, a reál-GDP növekedése a közeljövőben várhatóan kissé mérséklődik, ugyanakkor – a megemelkedett szintű üzleti és fogyasztói hangulattal összhangban – jóval a potenciális ütem felett lesz.

¹ Az EKB szakértői által összeállított makrogazdasági prognózis az egyik olyan információforrás, amelyet a Kormányzótanács a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelésére használ. Az EKB, illetve az eurorendszer szakértői által készített prognózisokat a Kormányzótanács ugyanakkor nem látja el hivatalos jóváhagyásával, továbbá ezek nem tükrözik feltétlenül a testületnek az euroövezeti kilátásokkal kapcsolatos nézeteit. Az alkalmazott eljárásokról és módszerekről az EKB weboldalán megtekinthető, 2016. júliusi kiadványban olvashatunk: *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* (Útmutató az eurorendszer és az EKB makrogazdasági szakértői prognózisának elkészítéséhez). A technikai feltevésekhez, így például a kőolajár- és az árfolyamfeltevésekhez szükséges adatgyűjtés zárónapja 2017. augusztus 14. (lásd az 1. keretes írást). Az ebben a prognózisban foglalt további adatok felvételének utolsó napja 2017. augusztus 21., Spanyolország kivételével, ahol az augusztus 24-én közzétett negyedéves nemzeti számlaadatokat is figyelembe vesszük.

Az aktuális makrogazdasági prognózis a 2017–2019-es 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 makrogazdasági szakértői prognózisának értékelése) című cikket az EKB 2013. májusi Havi jelentésében.

Az egyes táblázatok és ábrák alapjául szolgáló adatok könnyebben használható formában is hozzáférhetők a <http://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/index.en.html> oldalon.

Középtávon a kedvező finanszírozási feltételek és a javuló munkaerőpiac által támogatott belföldi kereslet továbbra is élénkíti a várható növekedést. A távolabbi jövőben több kedvező tényező is várhatóan folyamatosan támogatja a tárgyidőszak alatti lakossági fogyasztást és beruházási kiadásokat. Az EKB igen laza monetáris politikája továbbra is átgyűrűzik a gazdaságba, és a jelen prognózis technikai feltevéseinek szerves részét képező, jövőbeni kamatlábakkal kapcsolatos piaci várakozások a vizsgált időtávon alacsony szinten maradnak. A lakossági szektornak való kihelyezések tovább bővülnek, ami az alacsony kamatoknak és a kedvező banki hitelezési feltételeknek tudható be. A lakossági fogyasztás várhatóan profitálni fog a folyamatosan javuló munkaerőpiaci helyzetből. A vállalati beruházások tovább élénkülnek, ami részben az árréseknek a kisebb adósságleépítési igény és az emelkedő keresletoldali nyomás környezetében való erősödését tükrözi. A lakáscélú beruházást a kedvező jövedelmi kilátások és finanszírozási feltételek mellett az alternatív befektetési formákon elérhető alacsony hozamok támogatják. A külső kedvező hatások is várhatóan serkentik a növekedést, ahogy nő a világgazdasági teljesítmény, és ennek megfelelően javul az euroövezet külső kereslete.

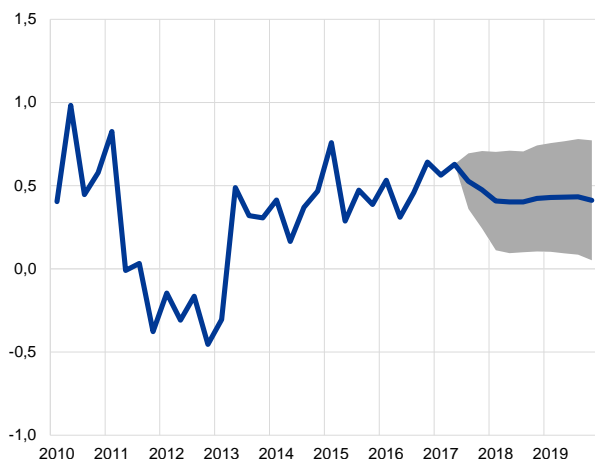
1. ábra

Makrogazdasági prognózis¹⁾

(negyedéves adatok)

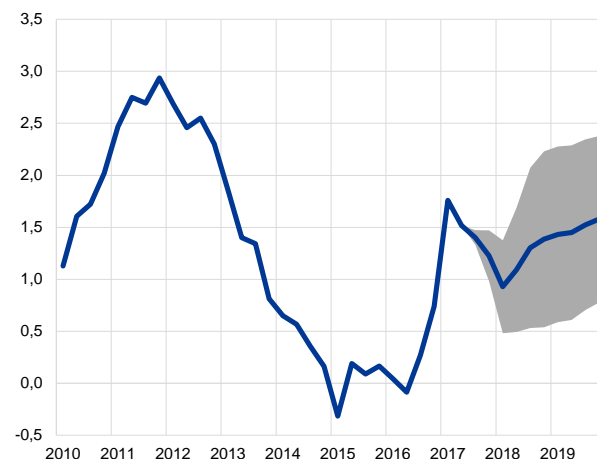
Euroövezeti reál-GDP²⁾

(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 kiszámítására alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekciót is magában foglal, az EKB honlapján olvasható *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* (Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávok kialakítására) című, 2009. decemberi kiadvány ismerteti.

2) Munkanappal korrigált adatok.

A lakossági fogyasztás az előrejelzési időszakban erőteljes marad. A hosszú távú átlagot jóval meghaladó legfrissebb fogyasztói bizalmi indexek a közeljövőben a fogyasztói kiadások reziliens alakulására utalnak, amit a munkaerőpiac folyamatos javulása is támogat. A lakossági fogyasztás középtávon nagyjából a rendelkezésre álló reáljövedelem alakulásával párhuzamosan fog bővülni.

A rendelkezésre álló nomináljövedelem a prognózisunk szerint erősebb ütemben bővül az előrejelzési időszakban, bár az erősödő infláció valószínűleg

fékezi a háztartások reál-vásárlóerejét. A bruttó bérek és fizetések a vizsgált időszak során várhatóan viszonylag stabil mértékben járulnak hozzá a rendelkezésre álló nomináljövedelem bővüléséhez, ahogy a lassúbb foglalkoztatásnövekedést nagyjából ellensúlyozza az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedésének gyorsulása. Az egyéb személyi jövedelem növekedése az előrejelzés szerint kedvezően alakul, ami a profitok és a tulajdonból származó jövedelmek pozitív alakulásának tudható be. Miközben az elmúlt időszakban a rendelkezésre álló reáljövedelem növekedése lassult, a tárgyidőszak alatt némileg erősödni fog, és meg is marad az erőteljes növekedés.

A lakossági fogyasztás növekedését várhatóan a javuló bankhitelfeltételek is támogatják, amelyek az EKB monetáris politikai intézkedéseinek és az adósságleépítés terén elért eredményeknek is köszönhetőek. 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, ez az újraelosztás aggregált szinten tovább támogatja a lakossági fogyasztást. Ezenkívül az adósságleépítés terén elért előrelépés is ösztönzőleg hat a fogyasztásra.

A háztartások megtakarítási rátája összességében állandó marad az előrejelzési időszak során. Az euroövezet szintjén a ráta általános stabilitása mögött ellentétes irányú tényezők húzódnak meg: egyfelől a csökkenő munkanélküliségből (amelyből kisebb biztonsági tartalékképzés következik), a javuló hitelfeltételekből és az alacsony kamatokból eredő lefelé irányuló nyomás, másfelől a bruttó eladósodottság csökkentése iránti fennmaradó igényekből és a ciklikus fellendüléssel összefüggő fogyasztásimításból származó felfelé irányuló hatás.

1. keretes írás

A kamatlábakra, árfolyamokra és nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések

A 2017. júniusi prognózissal összevetve a technikai feltevésekben az effektív euroárfolyam jelentős felértékelődése és valamivel alacsonyabb kamatlábak szerepelnek. A technikai kamat- és nyersanyagár-feltevések a 2017. augusztus 14-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 2017-ben $-0,3\%$, 2018-ban $-0,3\%$, 2019-ben pedig $-0,1\%$. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2017-ben átlagosan $1,1\%$ -ot, 2018-ban $1,3\%$ -ot, 2019-ben pedig $1,6\%$ -ot jeleznek.² A 2017. júniusi prognózissal összevetve a rövid és hosszú lejáratú kamatokra vonatkozó piaci várakozásokat 10–20 bázisponttal lefelé módosítottuk.

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 meghosszabbítunk az EKB tízéves euroövezeti nominális összkötvényhozamából számított határidős pályával úgy, hogy a két időszor közötti kezdeti eltérést az előrejelzési időszakon konstansnak tekintjük. Az egyes országok államkötvényhozamai és a megfelelő euroövezeti átlag közötti rést a vizsgált időszakban állandónak tekintjük.

A nyersanyagárakat tekintve, az adatgyűjtés augusztus 14-i zárónapja előtti kéthetes periódus határidős árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent nyersolajár a 2016-os 44,0 USA-dollárról 2017-ben 51,8 dollárra, 2018-ban 52,6 dollárra, 2019-ben pedig 53,1 dollárra emelkedik. A felvázolt pályából következően a 2017. júniusi prognózishoz képest az USA-dollárban kifejezett olajár 2017-ben 0,5%-kal, 2018-ban 2,3%-kal, 2019-ben pedig 3,0%-kal emelkedik. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár-alapú ára 2017-ben jelentős mértékben, utána pedig némileg mérsékeltebben emelkedik.³

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az előrejelzési időszakban az adatgyűjtés augusztus 14-i zárónapját megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten tartózkodnak. Mindebből 2017 folyamán 1,13 USD/EUR, a 2018–19-es időszakban pedig 1,18 USD/EUR átlagárfolyam következik, szemben a 2017. júniusban prognosztizált 1,09 USD/EUR árfolyammal. Az euro (38 kereskedelmi partnerhez viszonyított) effektív árfolyama a feltevés szerint 2017-ben 2,1%-kal, 2018–19 során pedig körülbelül 4,4%-kal lesz magasabb, mint a 2017. júniusi prognózisban feltételezett árfolyamok.

Technikai feltevések

	2017. szeptember				2017. június			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	-0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	0,8	1,1	1,3	1,6	0,8	1,2	1,5	1,8
Nyersolajár (USD/hordó)	44,0	51,8	52,6	53,1	44,0	51,6	51,4	51,5
Energián kívüli nyersanyagárak, USD (éves százalékos változás)	-3,9	9,0	5,4	4,2	-3,9	6,4	2,0	4,5
USD/EUR árfolyam	1,11	1,13	1,18	1,18	1,11	1,08	1,09	1,09
Nomináleffektív euroárfolyam (EER38) (éves százalékos változás)	3,8	2,3	2,6	0,0	3,7	-0,4	0,3	0,0

Várakozásaink szerint folytatódik a lakáscélú beruházások fellendülése. A lakáscélú beruházások mértéke az elmúlt negyedévek során az övezet több országában is erősen megugrott. A folyamatot támogatják a kedvező finanszírozási feltételek, az alternatív befektetési lehetőségek alacsony hozama nyomán a lakáspiac felé való portfólióátcsoportosítás és a folyamatosan javuló munkaerőpiaci helyzet. Emellett a legtöbb euroövezeti országban a jelek szerint lezárult a lakáspiaci korrekció. A lakáscélú beruházások további élénkülésének a tárgyidőszakban változatlanul adottak az alapfeltételei. Ugyanakkor a lendület várhatóan valamelyest vissza fog esni, ami a lakáspiaci ciklus érettebb szakaszát és egyes országokban az ösztönzők hatásának gyengülését, máshol pedig a maradék adósságleépítési igényt, továbbá a kedvezőtlen demográfiai tendenciákat tükrözi.

A vállalati beruházások prognózisunk szerint folyamatosan élénkülnek a tárgyidőszak alatt. Várhatóan több tényező is támogatja ezt: az igen kedvező

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 2018 harmadik negyedévéig a határidős tőzsdei árfolyamokat követik, majd a világgazdasági kibocsátás szerint alakulnak.

termelési várakozásoknak és rendelésállománynak, valamint az eladási árakkal kapcsolatos megváltozott várakozásoknak köszönhetően az üzleti bizalom továbbra is erős; a kapacitáskihasználtság tovább nőtt, meghaladva a válság előtti átlagos szintet; az igen támogató finanszírozási feltételek várhatóan fennmaradnak az előrejelzési időszakban; a többéves visszafogott beruházási tevékenység után a tőkeállomány modernizálására van szükség; a nem pénzügyi vállalati szektor már most is bőséges készpénzállományával összefüggésben pedig várhatóan szélesednek az árrések. Emellett a nem pénzügyi vállalati szektor tőkeáttételi mutatói csökkentek azzal összefüggésben, hogy az euroövezetben emelkednek az eszközárak, és az adósságfinanszírozás mérsékelten bővül. Ugyanakkor néhány olyan tényező várhatóan továbbra is fékezi a vállalati beruházás várható ütemét, mint például a potenciális kibocsátásnövekedés gyengébb alakulására vonatkozó várakozások és egyes helyeken a banki közvetítői kapacitást érintő korlátok.

2. keretes írás

A nemzetközi környezet

A világgazdaság folyamatosan szilárd ütemben bővül. Az év elején megfigyelhető átmeneti lendületvesztés után a tényadatok és a felmérések a második negyedévben a világgazdasági reál-GDP-növekedés élénkülését jelzik. Az üzleti és fogyasztói bizalmi indexek optimista hangulatról árulkodnak. A hosszú lejáratú kötvényhozamok elmúlt hetekben tapasztalható emelkedése ellenére a fejlett gazdaságok pénzügyi helyzete folyamatosan támogató, amit a laza monetáris politika erősít. A feltörekvő piacgazdaságok pénzügyi piaci rugalmasak, és erőteljes tőkebeáramlás érzékelhető ezekbe a gazdaságokba. A távolabbi kilátásokat illetően a világgazdaság mérsékelt ütemű gyorsulására számíthatunk. A fejlett gazdaságok kilátásai arra mutatnak, hogy a kibocsátási rés fokozatos záródásával párhuzamosan folytatódik a ciklikus fellendülés. A javuló gazdasági teljesítmény a monetáris és a fiskális politikára támaszkodik, ugyanakkor az egyesült államokbeli fiskális ösztönzésre vonatkozó várakozásokat a politikai vita elmozdulása nyomán lefelé módosítottuk. A feltörekvő piacgazdaságok között az olyan nyersanyagimportőrök országokban, mint például India és Kína, rugalmasan alakul a növekedés, míg a nyersanyagexportőrök körében, az érintett gazdaságok által tapasztalt mély recesszió nyomán a gazdasági teljesítmény várhatóan eléri mélypontját. Az euroövezet nélkül tekintett világgazdasági teljesítmény a prognózis szerint 2017-ben 3,7%-kal, 2018–19-ben pedig 3,8%-kal emelkedik. A 2016 óta megfigyelhető gazdasági élénkülés a nyersanyagexportőr gazdaságokban végbemenő mély recesszió fokozatos enyhülésének tudható be. A világgazdasági reál-GDP növekedése a 2017. júniusi prognózissal összehasonlítva összességében változatlan ütemű: az Egyesült Államokra vonatkozó előrejelzést lefelé módosítottuk (a jövőbeli fiskális ösztönzésről megfogalmazott feltevések módosítása nyomán), amelyet ellensúlyoz, hogy a feltörekvő piacgazdaságok irányából nagyobb rugalmasságra számíthatunk.

A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

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

1) Az import súlyozott átlagaként számítjuk.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítjuk.

A világkereskedelem növekedése 2017 elején az erősebb irányban okozott meglepetést.

Előretekintve a világkereskedelem a prognózis szerint középtávon a világgazdasági növekedésnek megfelelően bővül. Az euroövezet külső keresletének növekedési üteme a 2017-es 4,7% után 2018-ban várhatóan 3,4%, 2019-ben pedig 3,5% lesz. A 2017. júniusi prognózissal összevetve 2017-re 1,1 százalékponttal felfelé módosítottuk, ami főként az első negyedéves erősebb adatokat tükrözi.

Az euroövezeten kívülre irányuló exportot a prognózis szerint fékezi az euro utóbbi időben tapasztalt felértékelődése nyomán jelentkező versenyképesség-romlás. Az erős külső keresletnek és a 2016 második felében, valamint 2017 elején bekövetkezett euroárfolyam-leértékelődésnek köszönhetően az euroövezeten kívülre irányuló export 2017 első negyedében markánsan növekedett. Előretekintve a növekedés erőteljes marad a teljes előrejelzési időszakban, ami a fejlett és a feltörekvő gazdaságokban mérhető szilárd külső keresletnek egyaránt betudható. Az euroövezeten kívülre irányuló exportra ugyanakkor negatívan hathat a tárgyidőszakban erősebb euroárfolyam, ami az exportpiaci részesedések alakulásának lefelé való módosításához vezet; utóbbi visszaesési ütemét a tárgyidőszakban 1,1 százalékpontra prognosztizáljuk. A kivitellel ellentétben az euroövezeten kívülről származó behozatalra várhatóan jótékonyan hatnak a valamelyest pozitívabb belső keresletoldali fejlemények és az erősebb euroárfolyam, ami némileg csökkenti a nettó kereskedelem gazdasági növekedéshez való hozzájárulását.

A mérsékelt potenciális növekedés környezetében a megmaradt kibocsátási rés fokozatosan bezárul a tárgyidőszak alatt. A jelenlegi viszonylag élénk reál-GDP-növekedéssel ellentétben a potenciális kibocsátás növekedését kicsivel 1% feletti üteműre becsüljük az időszakban. A visszafogott növekedési ütem elsősorban annak tudható be, hogy a hosszú időszakot tekintve alacsony beruházási szint nyomán a tőke elég kis mértékben járult hozzá a potenciális kibocsátás növekedéséhez. A munkaerő a prognózis szerint pozitív szerepet játszik a potenciális növekedésben, ami elsősorban annak tudható be, hogy a múltbéli szerkezeti reformok miatt nő a munkaerőpiaci aktivitási ráta. A munkaerő-komponens hozzájárulása mindazonáltal a munkaképes korú lakosság csökkenő hozzájárulásával összefüggésben továbbra is valamivel a válság előtti átlag alatt lesz. A teljes tényezőtermelékenység hozzájárulása várhatóan szintén elmarad valamivel a válság előtti szinttől.

Az előrejelzési időszakban prognózisunk szerint folytatódik az euroövezeti munkaerőpiaci helyzet javulása. A munkavállalói létszámban mért foglalkoztatás 2017 első negyedében 0,4%-kal emelkedett, és becslések szerint a második negyedévben is hasonló ütemben bővült. A foglalkoztatás utóbbi időben tapasztalt erőteljes alakulása az egyes országok viszonylatában széles alapokon nyugszik, de részben kedvező átmeneti tényezőknek tulajdonítható (ilyenek például a néhány euroövezeti országban érvénybe lépett fiskális ösztönző intézkedések). Ahogy az említett tényezők hatása fokozatosan gyengül, a foglalkoztatásnövekedés várhatóan veszít lendületéből, ami a szakképzett munkaerő kínálatában fellépő egyre nagyobb hiánynak is betudható.

A munkatermelékenység növekedése a ciklikus alakulást tükrözve középtávon várhatóan erősödik. A kihasználatlan kapacitások csökkenésének környezetében növekvő tőke- és munkaerő-felhasználás, az egy főre jutó nagyobb munkaóraszám és a teljes tényezőtermelékenység emelkedése a termelékenységnövekedés tartós erősödésére enged következtetni.

A munkanélküliségi ráta várhatóan még tovább csökken. A munkanélküliségi ráta 2017 második negyedében 9,2%-ra esett vissza, ami 2009 márciusa óta a legalacsonyabb megfigyelt érték. Előretekintve a munkanélküliek számában további tetemes csökkenést valószínűsítünk: 2019-ben várhatóan 8,1%-ra esik vissza, de a válság előtti szint (2007-ben 7,5%) felett marad.

A 2017. júniusi prognózissal összehasonlítva a reál-GDP-növekedést 2017-re felfelé módosítottuk, az utána levő időszakra viszont nem változtattuk meg. A felfelé módosítás főként az utóbbi időszak meglepő GDP-adataival függ össze. Általánosabban, a kedvező üzleti és fogyasztói hangulat nyomán erősödő belső keresleti kilátásokat és az alacsony kamatszintet lényegében ellensúlyozza az az exportra gyakorolt negatív hatás, amely az euro utóbbi időben tapasztalt felértékelődéséből következő versenyképesség-romlásból származik.

2

Árak és költségek

A HICP-vel mért infláció az előrejelzési időszakban várhatóan V alakú pályát követ, mivel az energiaárak inflációjához kapcsolódó bázishatások rövid távon leszorítják az inflációt, mielőtt teret engednek a maginfláció fokozatos élénkülésének. A teljes HICP-infláció 2017-ben előreláthatólag átlagosan 1,5% lesz, majd 2018-ban 1,2%-ra csökken, 2019-ben pedig 1,5%-ra erősödik. A bázishatások 2017 és 2018 között az energiaárakat is tartalmazó HICP-infláció általános inflációra gyakorolt hatásának jelentős visszaesését vetítik előre. Az olajáraknak az előrejelzési időszak további részében feltételezett, bár szerény mértékű növekedése – amit a tőzsdei határidős (futures) olajárgörbe is tükröz – 2019-ben némi fellendülésre enged következtetni az energiaárakat is tartalmazó HICP-inflációban. Az élelmiszerárakat is tartalmazó HICP-infláció közelmúltbeli élénkülése várhatóan jobbra megmarad az előrejelzési időszakban, ami többek között annak tudható be, hogy az élelmiszer jellegű nyersanyagárak a feltételezettnél valamivel erőteljesebben növekedtek. A folyamatos gazdaságélénkülés következtében az

élelmiszer- és energiakomponens nélkül vizsgált HICP-infláció várakozásaink szerint fokozatosan emelkedni fog a vizsgált időszak folyamán. Az ennek háttérben meghúzódó fő tényező, hogy a munkaerőköltség a kihasználatlan munkaerőpiaci kapacitások csökkenésével emelkedni fog.

Az elkövetkező években a munkaerőpiaci helyzet javulása tekinthető az emelkedő belföldi költségoldali nyomás első számú forrásának. Az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedésének üteme a 2017. évi 1,5%-ról 2019-ben 2,3%-ra emelkedik. Tekintettel a termelékenység növekedési ütemének várható élénkülésére, a fajlagos munkaerőköltség növekedése ugyanezen időtávon előreláthatólag valamivel kisebb mértékben, 0,8%-ról 1,4%-ra nő. A kihasználatlan euroövezeti munkaerőpiaci kapacitások csökkenése és az euroövezet néhány pontján erősödő munkaerő-kínálati hiány fontos tényező a bérnövekedés erősödésében. Ezen túlmenően a teljes infláció közelmúltbeli jelentős gyorsulása várhatóan idővel szintén magasabb nominálbér-növekedésben csapódik le az olyan euroövezeti országokban, ahol a bérezési folyamatok múltbeli adatokra épülő indexálást vagy várakozásokat is magukban foglalnak. Emellett fokozatosan több olyan tényező eltűnik, amely jelenleg mérsékli a bérnövekedést: ilyen többek között a béreknek az ár-versenyképesség visszanyeréséhez szükséges mérséklése egyes országokban, valamint a bérnövekedés visszafogása, ami a nominálbéreknek a válság során jellemző lefelé való rugalmatlanságához volt köthető. Emellett a társadalombiztosítási járulékok csökkentését célzó intézkedések is várhatóan érvényüket veszítik.

A profitmarzsok az előrejelzési időszakban előreláthatólag bővülnek. Az olajár-növekedés és annak a termelési költségekre és általánosabban véve a cserearányra gyakorolt hatása 2017 elején nyomást fejtett ki a profitrátákra. Utóbbiakat a visszafogó hatás fokozatos megszűnésével várhatóan kedvezően befolyásolja majd a folyamatos gazdasági fellendülés, ugyanakkor a vizsgált időszak folyamán valamelyest korlátozza a fajlagos munkaerőköltség erősödő növekedése.

A külső ároldali nyomás az elmúlt negyedévekben erőteljesen növekedett, és várakozásaink szerint némi felfelé irányuló lendület az előrejelzési időszak során is megmarad. Az importárak éves növekedési üteme négy év csökkenés után 2017-ben várhatóan a pozitív tartományba kerül. Ennek a fordulatnak az oka főként az olajárak és az energiahordozókon kívüli nyersanyagárak 2016 óta tapasztalható ismételt emelkedésében keresendő. A növekedési ütem ezt követően várt csökkenése egyaránt betudható a nyersanyagárak mérsékeltebb alakulásának és az euro közelmúltbeli felértékelődéséből eredő, lefelé irányuló hatásnak. A globális trendinflációs nyomás általánosabb értelemben várhatóan fokozatosan erősödni fog az előrejelzési időszak során, ahogy a világgazdaság termelési költségei a globális szabad kapacitások csökkenésével párhuzamosan emelkednek. A világgazdasági verseny okozta nyomás és a kihasználatlan világgazdasági kapacitások továbbra is magas szintje miatt azonban ez várakozásunk szerint nem fejt ki jelentős felfelé ható nyomást az euroövezeti importárakra.

A HICP-inflációs kilátásokat a 2017. júniusi prognózishoz képest kismértékben lefelé módosítottuk. Az euroárfolyamnak az előző prognózis összeállítására óta történt felértékelődése lefelé irányuló nyomást gyakorol a HICP-inflációra. A

maginfláció esetében ezt részben ellensúlyozzák az euroövezeti belső kereslet javuló kilátásai (lásd a 3. keretes írást).

3. keretes írás

Az euro közelmúltbeli felértékelődése euroövezeti inflációs kilátásokra gyakorolt hatásának vizsgálata

Az euro nomináleffektív árfolyama az elmúlt néhány hónapban felértékelődött – az árfolyam tíznapos átlaga az aktuális prognózis zárónapján (2017. augusztus 14.) 4,4%-kal meghaladta a 2017. júniusi prognózisban feltételezett szintet. Ez a keretes írás azokat a tényezőket taglalja, amelyeket a közelmúltbeli felértékelődés euroövezeti inflációs kilátásokra gyakorolt hatásának vizsgálatakor figyelembe kell venni.

Bár a standard modell szerinti rugalmasságokat jelentős heterogenitás jellemzi, általánosságban arra engednek következtetni, hogy az elmúlt hónapokban megfigyelthez hasonló nagyságú árfolyamsokknak nem elhanyagolható hatása lenne az euroövezeti inflációs kilátásokra.⁴ Ezek a rugalmasságok azonban csak exogén árfolyamsokk mellett érvényesek. A nemrégiben lezajlott felértékelődést ezzel szemben valószínűleg nagyrészt az euroövezet gazdasági növekedésének tovább javuló kilátásai váltották ki, amelyek viszont a belső kereslet kedvezőbb kilátásainak tudhatók be. Ezt pedig nem szabad figyelmen kívül hagyni a közelmúltbeli felértékelődés inflációs kilátásokra gyakorolt hatásának vizsgálatakor.

A 2017. szeptemberi prognózis a felértékelődésnek az inflációra kifejtett általános hatását sokkal mérsékeltebbnek ítéli, mint a standard rugalmassági modellek, amelyek általában exogén árfolyamsokkra vonatkoznak. A legújabb empirikus tanulmányok elismerik az árfolyammozgások endogén voltát, és demonstrálják, hogy az árfolyamváltozás inflációra gyakorolt hatása sokkfüggő⁵. Ez azt jelenti, hogy az árak árfolyamváltozásra adott reakciója az árfolyammozgást eredetileg kiváltó sokk vagy sokkok alapvető jellegének függvényében eltérő lehet, mivel az különböző transzmissziós csatornákat tükrözhet. Amennyiben a felértékelődés teljes mértékben kedvező keresleti sokk következtében történik, empirikus becslések szerint akár az árak emelkedése irányába ható nyomás is kialakulhat a javuló belső keresleti kilátások révén. Mivel a kedvezőbb gazdasági növekedésre vonatkozó – a belső kereslet jobb kilátásait tükröző – várakozások kulcsszerepet játszanak az euro nemrégiben lezajlott felértékelődésében, az utóbbinak az inflációra gyakorolt visszafogó hatása lényegesen kisebb kell, hogy legyen, mint az a tisztán exogén árfolyamsokkból következne, amelyek hatását a standard rugalmassági modellek szemléltetik.

⁴ Lásd például az „Exchange rate pass-through into euro area inflation” (Az árfolyam átgyűrűzése az euroövezeti inflációba) című cikket, *Economic Bulletin*, 7. sz., EKB, 2016.

⁵ Lásd például: Shambaugh, J.: „A new look at pass-through” (Az átgyűrűző hatás új szemszögből). *Journal of International Money and Finance*. 27. évf., 4. szám. 2008. június. 560–591. o.; Forbes, K., Hjortsoe, I. és Nenova, T.: „The shocks matter: improving our estimates of exchange rate pass-through” (Számít a sokk: az árfolyam átgyűrűzésére vonatkozó becsléseink pontosítása). *Discussion Paper*. 43. szám. Bank of England, External MPC Unit, 2015. november; valamint Ciccarelli, M. és Osbat, C.: „Low inflation in the euro area: Causes and consequences” (Alacsony infláció az euroövezetben: okok és következmények). *Occasional Paper Series* (Műhelytanulmányok). 181. szám. EKB, 2017. január.

A fiskális politika prognózisunk szerint összességében semleges lesz az előrejelzési időszakban. Irányultságát a pénzügyi szektornak nyújtott kormányzati támogatással csökkentett, ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg változásával mérjük. A 2017. évi politikát befolyásolja a kormányzati beruházások 2016 során megfigyelt alacsony szintjéhez viszonyított élénkülése, valamint a németországi atomenergia-szolgáltatók felé tett egyszeri kifizetés (melynek értéke a belföldi GDP mintegy 0,2%-a)⁶. Az összességében semleges politika mind a kiadási, mind pedig a bevételi oldal egymást ellensúlyozó hatásait tükrözi.

Az előrejelzési időszakban mind az államháztartási hiány, mind az államadósság csökkenő pályán lesz. A fiskális prognózisból az államháztartási hiány fokozatos csökkenése olvasható ki a vizsgált időszakban, ami főként a ciklikus komponens javulásának, illetve a kamatfizetések csökkenésének köszönhető. A ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg lényegében nem változik. A GDP-arányos államadósság várhatóan továbbra is csökkenő pályán marad az előrejelzési időszakban, amit az elsődleges egyenleg javulása és a kedvező kamatláb-növekedési ráta különbség is támogat.⁷

A 2017. júniusi prognózissal összehasonlítva a költségvetési hiányra vonatkozó kilátások összességében nem változtak, míg az adósságráta valamivel alacsonyabb lett, ami elsősorban a 2017. évi kamatláb-növekedési ráta különbség kedvezőbb alakulását tükrözi.

⁶ Ezt az Alkotmánybíróság határozata előzte meg, melynek alapján a 2011–16 közötti időszakban az atomreaktorok fűtőanyagára kivetett adó alkotmányellenesnek minősül.

⁷ A különbséget az adósság nomináleffektív kamatlábának és a nominális GDP-növekedési rátának a különbségeként számoljuk.

1. táblázat

Az euroövezet makrogazdasági prognózisa¹⁾

(éves változás, százalék)

	2017. szeptember				2017. június			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Reál-GDP	1,8	2,2	1,8	1,7	1,7	1,9	1,8	1,7
		[2,1–2,3] ²⁾	[1,0–2,6] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾		[1,6–2,2] ²⁾	[0,8–2,8] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Magánszektor fogyasztása	2,0	1,7	1,8	1,5	1,9	1,5	1,6	1,4
Kormányzati fogyasztás	1,8	1,2	1,2	1,1	1,8	1,2	1,2	1,1
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	4,1	4,0	3,9	3,1	3,6	3,7	3,4	3,0
Export ³⁾	3,2	4,7	3,7	3,8	2,8	4,8	4,3	4,1
Import ³⁾	4,5	5,2	4,6	4,2	4,0	5,2	4,6	4,3
Foglalkoztatás	1,4	1,5	1,0	0,8	1,4	1,4	1,0	0,9
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	10,0	9,1	8,6	8,1	10,0	9,4	8,8	8,3
HICP	0,2	1,5	1,2	1,5	0,2	1,5	1,3	1,6
		[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–1,8] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾		[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾
HICP energia nélkül	0,9	1,2	1,3	1,5	0,9	1,2	1,4	1,6
HICP energia és élelmiszer nélkül	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,7
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül ⁴⁾	0,8	1,1	1,3	1,5	0,8	1,1	1,4	1,7
Fajlagos munkaerőköltés	0,8	0,8	1,2	1,4	0,9	1,1	1,3	1,5
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,2	1,5	2,0	2,3	1,3	1,7	2,1	2,4
Munkatermelékenység	0,4	0,7	0,8	0,9	0,3	0,5	0,8	0,9
Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)	-1,5	-1,3	-1,0	-0,9	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában) ⁵⁾	-1,5	-1,4	-1,3	-1,2	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	89,1	87,5	86,0	84,2	89,2	87,9	86,4	84,7
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	3,5	2,9	2,5	2,5	3,4	2,8	2,8	2,9

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

2) A prognózist övezet sávokat a több év során készített prognózisok és a tényleges eredmények különbözőzeti alapján határozzuk meg. A sávzélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok kiszámítására alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekciót is magában foglal, az EKB honlapján olvasható *New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges* (Új eljárás az eurorendszer és az EKB szakértői prognózisának sávok kialakítására) 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, 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 a kibocsátási résnek nem 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.

4. 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 néhány fontos alapfeltevést és a prognózisok ezekkel szembeni érzékenységét taglalja.

1) Alternatív olajpálya

Az alternatív olajmodellek arra a kockázatra utalnak, hogy a kőolajárak a futures árfolyamokból következőnél gyorsabban emelkedhetnek az előrejelzési időszakban. Az alapprognózis háttérében álló, a futures piacokon alapuló technikai feltevések enyhén felfelé irányuló olajpályát jeleznek, ennek alapján a hordónkénti Brent nyersolajár 2019 végéig várhatóan nagyjából 53 USA-dollárra emelkedik. A futures olajárak pályája a mérsékeltén élénkülő világgazdasági kőolajkeresletnek felel meg, amely a némileg erősödő világgazdasági élénküléshez társuló forgatókönyv. A kínálati tényezőket illetően az OPEC és a jelentősebb nem OPEC-tag termelők közötti megállapodás meghosszabbítása nem vezetett az olajár-futures görbe jelentős emelkedéséhez, ami valószínűleg az olajkészletek még mindig magas – ám csökkenő – szintjére és azon aggodalmakra vezethető vissza, hogy a legnagyobb olajtermelők közül néhányan eltérhetnek a megállapodástól. A palaolaj-kitermelés nagymértékű fokozása továbbá részben ellensúlyozta a hagyományos termelők visszafogottságát. Az eurorendszer szakértői által a kőolajárak előrejelzési időszakban várható pályájának becslésére alkalmazott alternatív modellkombináció⁸ jelenleg a technikai feltevésnél némileg magasabb olajárakat jelez. Rövid és középtávon ez a pálya az olajkínálat további váratlan fennakadásaival lenne konzisztens. Előfordulhat viszont, hogy ez a vártnál gyorsabban eredményezi a kereslet és a kínálat egyensúlyának szűkülését, és így az olajárak emelkedését. Az alapprognózisnál 3,8%-kal magasabb olajárakat jelző alternatív pályának 2019-re való megvalósulása kismértékben visszafogná a reál-GDP növekedését, ugyanakkor a HICP-infláció valamivel (2019-ben 0,1 százalékponttal) gyorsabb emelkedését vonná maga után.

2) Alternatív árfolyampálya

Ez az érzékenységi elemzés az alapprognózisnál magasabb alternatív euroárfolyam-pálya automatikus hatását vizsgálja. Szemléltetésképpen az euro alternatív árfolyampályája a 2017. augusztus 14-i USD/EUR árfolyamra vonatkozó opciókból számított, kockázatsemleges sűrűségi adatokból származó eloszlás 75. percentilésén alapul. A pálya alapján az euro a dollárhoz képest 2019-ben fokozatosan 1,31 USD/EUR-ra erősödik, amely mintegy 11%-kal haladja meg az adott évi alapfeltevést. A megfelelő nomináleffektív euroárfolyamra vonatkozó feltevések historikus szabályszerűségeket tükröznek: az USD/EUR árfolyam változása mintegy 52%-os elaszticitással felel meg az effektív árfolyam változásának. A feltevés eredményeképpen az effektív euroárfolyam fokozatosan felfelé mozdul az alappályától, és 2019-ben ennél mintegy 6%-kal magasabb lesz. E forgatókönyv esetében több szakértői makrogazdasági modell eredményeinek átlaga 2018-ban, illetve 2019-ben 0,4, illetve 0,5 százalékponttal alacsonyabb HICP-vel mért inflációt, és mindkét évben 0,3 százalékponttal alacsonyabb reál-GDP-növekedést jelez. Meg kell jegyezni, hogy a fent becsült, növekedésre és inflációra gyakorolt hatások kizárólag tisztán exogén árfolyamsokk esetén állnak fenn (a témáról részletesen lásd a 3. keretes írást).

⁸ A négy modell kombinációjának ismertetését lásd az EKB *Gazdasági jelentése* 2015. évi 4. számában közölt, „Forecasting the price of oil” (Az olaj árának előrejelzése) című cikkben.

5. keretes írás

Más intézmények előrejelzései

Több nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény is készít előrejelzést az euroövezetről. Ezeket ugyanakkor szigorú értelemben sem egymással, sem az EKB makrogazdasági szakértői 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 jellemzően az EKB 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		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Az EKB szakértői prognózisa	2017. szeptember	2,2 [2,1–2,3]	1,8 [1,0–2,6]	1,7 [0,6–2,8]	1,5 [1,4–1,6]	1,2 [0,6–1,8]	1,5 [0,7–2,3]
Európai Bizottság	2017. május	1,7	1,8	-	1,6	1,3	-
OECD	2017. június	1,8	1,8	-	1,7	1,4	-
Euro Zone Barometer	2017. augusztus	2,0	1,8	1,5	1,6	1,4	1,7
A Consensus Economics előrejelzései	2017. augusztus	2,0	1,8	1,4	1,5	1,3	1,7
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2017. július	1,9	1,8	1,6	1,5	1,4	1,6
IMF	2017. július	1,9	1,7	1,6	1,6	1,5	1,7

Forrás: Az Európai Bizottság 2017. tavaszi európai gazdasági előrejelzése; az IMF 2017. július 25-i éves országjelentése (IV. cikk szerinti jelentés); az OECD 2017. júniusi gazdasági előrejelzése; a Consensus Economics 2017. augusztusi előrejelzései; MJEconomics a 2017. augusztusi Euro Zone Barometer esetében; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített, 2017. júliusi felmérése (SPF).

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 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 (2017)

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-17-002-HU-N (pdf)