



Az eurorendszer szakértőinek 2017. júniusi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről¹

Az euroövezet gazdasági fellendülése prognózisunk szerint folytatódik, a korábban vártnál gyorsabb ütemben. A reál-GDP az előrejelzési időszakban várhatóan éves szinten mintegy 1,8%-kal nő. A várt világgazdasági fellendülés ösztönzően hat az euroövezet kivételére, ugyanakkor az igen laza monetáris politika, az adósság-leépítés terén több szektorban is elért előrelépés, valamint a munkaerőpiaci helyzet folyamatos javulása fenntartja a belső kereslet szintjét az előrejelzési időszakban.

A HICP-vel mért infláció várhatóan V alakú pályát követ, és 2019-ben eléri az 1,6%-ot. Míg az energiaárakat is tartalmazó 2017. évi HICP-infláció jelentős felfelé irányuló hatása 2018-ban és 2019-ben csökkenni fog, az élelmiszer- és energia-komponens nélkül vizsgált HICP-infláció idővel, a kibocsátási rés záródásával párhuzamosan fokozatosan emelkedik.

1

Reálgazdaság

2017 első negyedének robusztus növekedése után a kedvező rövid távú mutatók a közeljövőben folyamatosan erőteljes lendületet jeleznek.

A munkaerőpiaci helyzet tovább javult az elmúlt hónapokban: a munkaerő növekedése egyes euroövezeti országokban tágította a foglalkoztatás bővülését akadályozó szűk keresztmetszeteket, a munkanélküliség pedig a legtöbb euroövezeti országban visszaesőben van. Az utóbbi hónapokban az üzleti és a fogyasztói bizalom mind az egyes ágazatok, mind az egyes országok tekintetében tovább javult a már eleve magas szintről, ami rövid távon folyamatosan erőteljes növekedésre utal.

¹ 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 a Kormányzótanács ugyanakkor nem látja el jóváhagyásával, és ezek nem tükrözik feltétlenül az euroövezeti kilátásokkal kapcsolatos nézeteit sem. A prognóziskészítésben alkalmazott eljárásokat és módszereket az *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* (Útmutató az eurorendszer és az EKB makrogazdasági szakértői prognózisának elkészítéséhez) című, 2016. júliusi kiadvány ismerteti, amely az EKB weboldalán tekinthető meg. A technikai feltevésekhez, így például a kölajár- és árfolyamfeltevésekhez szükséges adatok gyűjtésének zárónapja 2017. május 16. (lásd az 1. keretes írást). Az egyéb adatok prognózisba való felvételének utolsó napja 2017. május 23.

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 „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.

Az előrejelzési időszakban a reál-GDP 2017-ben 1,9%-kal, 2018-ban 1,8%-kal, 2019-ben pedig 1,7%-kal nő. Több kedvező tényező várhatóan tovább serkenti a belső keresletet az időszakban. 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 alacsony szinten maradnak a vizsgált időtávon. A nem pénzügyi vállalatokat célzó banki hitelezés folyamatosan élénkül, amire ösztönzőleg hatnak az alacsony kamatlábak, az emelkedő hitelkereslet és a kedvező hitelkínálati feltételek. A munkaerőpiaci helyzet további javulása és a kisebb adósságleépítési igény szintén támogatja a belső keresletet. A világgazdasági élénkülés a prognózis szerint szintén erősödik az előrejelzési időszak folyamán, ami kedvezően hat az euroövezeti kivitelre.

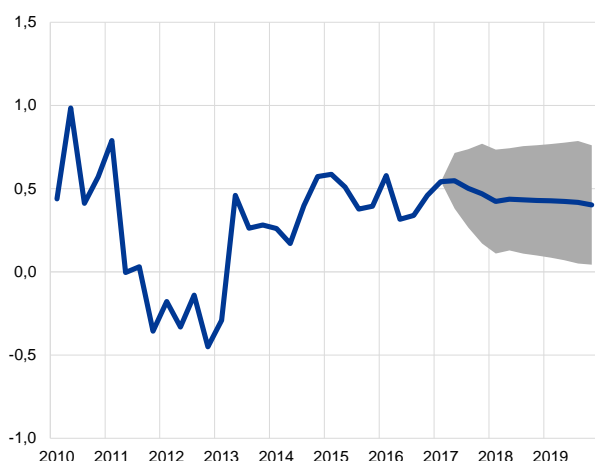
1. ábra

Makrogazdasági prognózis¹⁾

(negyedéves adatok)

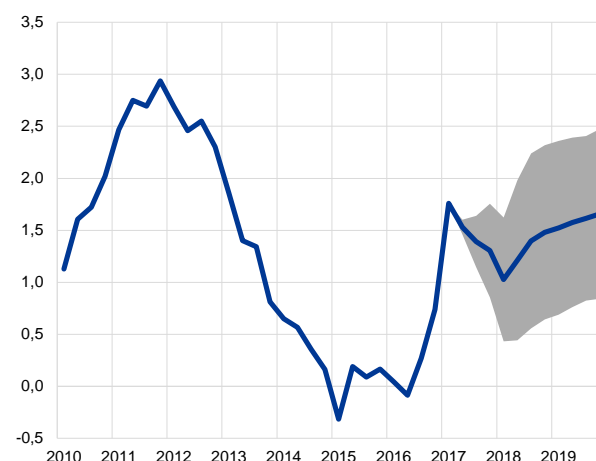
Euroövezeti reál-GDP²⁾

(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 sáv szélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok kiszámítására alkalmazott módszert, amely rendkívüli események miatti korrekciót is magában foglal, az EKB weboldalán olvasható *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 előrejelzés szerint tovább bővül, bár valamelyest kisebb lendülettel, mint 2016-ban. Az elmúlt hónapokban több országban is tovább nőtt a fogyasztói bizalom – a hosszú távon megfigyelt átlagos szintjét jóval meghaladva – az általánosan pozitívabb gazdasági várakozások és a kedvezőbb egyéni pénzügyi várakozások nyomán. A lakossági fogyasztás rövid távú kilátásait a munkaerőpiaci feltételek utóbbi időben folyamatos javulása is alátámasztja.

A rendelkezésre álló nomináljövedelem a prognózisunk szerint fokozatosan élénkülő ütemben bővül az előrejelzési időszakban, bár a magasabb infláció visszafogja a háztartások reál-vásárlóerejét. A bruttó bérek és fizetések a vizsgált időszak során várhatóan nagyobb mértékben járulnak hozzá a rendelkezésre álló nomináljövedelem bővüléséhez, amit mind a folyamatosan növekvő foglalkoztatás, mind az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedésének gyorsulása támogat. A rendelkezésre álló reáljövedelem növekedési üteme 2017-ben várhatóan jelentős

mértékben visszaesik, főként az energiaár-infláció erősödésének betudhatóan, a továbbiakban pedig fokozatosan magára talál.

A banki hitelezési feltételek javulása – amelyet az EKB monetáris politikai intézkedései is erősítenek – támogatja a magánszektor fogyasztásának növekedését. Jóllehet az alacsony kamatok egyaránt befolyásolják a háztartások kamatfizetését és kamatbevételeit, az a tulajdonságuk, hogy a nettó megtakarítóktól erőforrásokat csoportosítanak át a nettó hitelfelvevőkhöz. Mivel utóbbiaknak jellemzően magasabb a fogyasztási határhajlandósága, az újraelosztás aggregált szinten tovább támogatja a háztartások fogyasztásának növekedését. Ezenkívül az adósságleépítés terén elért előrelépés is ösztönzőleg hat a fogyasztásra.

Miután az olajárral összefüggésben megemelkedett megtakarítási ráta növekedése lelassult, várakozásaink szerint összességében stagnálni fog az előrejelzési időszak során. Az általános stabilitás a különböző euroövezeti országokban ellentétes irányba ható tényezőket takar: a csökkenő munka-nélküliségből, a javuló hitelfeltételekből és az alacsony kamatokból eredő lefelé irányuló nyomást, ugyanakkor a bruttó eladósodottság csökkentése iránti fennmaradó igényekből és a ciklikus fellendüléssel összefüggő fogyasztásimításból származó felfelé irányuló hatást. Összességében, a prognózis szerint a magánszektor fogyasztásának növekedési üteme éves szinten a 2016-os 1,9%-ról 2017 és 2019 között hozzávetőleg 1,5%-ra csökken.

1. keretes írás

A kamatokra, árfolyamokra és nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések

A 2017. márciusi prognózissal összevetve a technikai feltevésekben jelentősen alacsonyabb az olaj USA-dollár-alapú árszintje, az effektív euroárfolyam felértékelődött, a hosszú lejáratú kamatlábak pedig lementek. A technikai kamat- és nyersanyagár-feltevések a 2017. május 16-ával 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 -0,2%, 2019-ben pedig 0,0%. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2017-ben átlagosan 1,2%-ot, 2018-ban 1,5%-ot, 2019-ben pedig 1,8%-ot jeleznek.² A 2017. márciusi prognózissal összevetve a rövid lejáratú kamatokra vonatkozó piaci várakozások lényegében nem változnak, míg a hosszú lejáratú kamatláb-várakozásokat 10–20 bázisponttal lefelé módosítottuk.

A nyersanyagárakat tekintve, az adatgyűjtés május 16-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 51,6 dollárra emelkedik, majd 2018-ban és 2019-ben is nagyjából ezen a szinten marad. A felvázolt pályából következően a 2017. márciusi prognózishoz képest az USA-

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 idősor közötti kezdeti eltérést az előrejelzési időszakon konstansnak tekintjük. Az egyes országok államkötvényhozamai és a megfelelő euroövezeti átlag közötti rést a vizsgált időszakban állandónak tekintjük.

dollárban kifejezett olajár 2017-ben 8,6%-kal, 2018-ban 9,1%-kal, 2019-ben pedig 7,9%-kal lesz alacsonyabb. 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 május 16-i zárónapját megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak. Mindebből 2017 folyamán 1,08 USD/EUR, a 2018–19-es időszakban pedig 1,09 USD/EUR átlagárfolyam következik, szemben a 2017. márciusban prognosztizált 1,07 USD/EUR árfolyammal. Az euro (38 kereskedelmi partnerhez viszonyított) effektív árfolyama a feltevés szerint 2017-ben 0,6%-kal, 2018–19 során pedig körülbelül 1,0%-kal lesz magasabb, mint a 2017. márciusi prognózisban feltételezett árfolyamok.

Technikai feltevések

	2017. június				2017. március			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	-0,3	-0,3	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	-0,2	0,0
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	0,8	1,2	1,5	1,8	0,8	1,3	1,6	1,9
Nyersolajár (USD/hordó)	44,0	51,6	51,4	51,5	44,0	56,4	56,5	55,9
Energián kívüli nyersanyagárak, USD (éves százalékos változás)	-3,9	6,4	2,0	4,5	-3,9	13,2	3,5	4,6
USD/EUR árfolyam	1,11	1,08	1,09	1,09	1,11	1,07	1,07	1,07
Nomináleffektív euroárfolyam (EER38) (éves százalékos változás)	3,7	-0,4	0,3	0,0	3,7	-1,0	0,0	0,0

Várakozásaink szerint folytatódik a lakáscélú beruházások fellendülése. 2016-ban megugrott a lakáscélú beruházások volumene, amit a rendelkezésre álló jövedelem erőteljes növekedése és a kedvező finanszírozási feltételek is elősegítettek. E téren változatlanul megvannak a további fellendülés alapfeltételei. A kedvező kilátásokat támasztja alá a banki hitelfeltételek javulásával párhuzamosan az építési engedélyek emelkedő száma és a növekvő lakásvásárlási hitelkereslet. A kedvező jövedelmi kilátások és finanszírozási feltételek továbbra is támogatják a folyamatosan emelkedő lakáspiaci trendet. Ugyanakkor a lakáscélú beruházások növekedése várhatóan veszít a lendületéből az előrejelzési időszakban, ami az egyes országokban alkalmazott fiskális ösztönzők eltűnésében lévő hatásának tudható be, valamint a kedvezőtlen demográfiai tendenciáknak, amelyeknek idővel jelentkezni fog a káros hatása.

A vállalati beruházások várhatóan a ciklikus fellendülésnek megfelelően alakulnak. A külső kereslet erősödésével és az egyes országokban bevezetett költségvetési intézkedések megvalósulásával párhuzamosan folytatódik a vállalati beruházások élénkülése. Több tényező is támogatja ezt: a kedvező termelési

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 második negyedévéig a futures árakat követik, majd a világgazdasági teljesítménynek megfelelően alakulnak.

várakozásoknak, a bővülő rendelésállománynak és az eladási árakkal kapcsolatos megváltozott várakozásoknak köszönhetően folyamatosan javul az üzleti bizalom; a kapacitáskihasználtság 2017 elején tovább nőtt, és meghaladja a válság előtti átlagos szintet; a finanszírozási feltételek várhatóan csak kissé szigorodnak az előrejelzési időszakban, és továbbra is igen támogatóak lesznek; több éves visszafogott beruházás után megjelent a tőkeállomány modernizálása iránti igény; a nem pénzügyi vállalati szektor már most is bőséges készpénzállományával összefüggésben pedig várhatóan szélesednek az árrések. Továbbá, mivel az utóbbi években a tőzsdéi árfolyamokban erős élénkülés volt megfigyelhető, miközben az idegen tőkével végzett finanszírozás mérsékelt ütemben bővült, a nem pénzügyi vállalati szektor tőkeáttételi mutatója (adósság a teljes eszközállomány arányában) hosszú távú összehasonlításban mélypontot ért el. Néhány tényező azonban várhatóan továbbra is visszafogja a vállalati beruházási kilátásokat: többek között a potenciális kibocsátásnak a korábbinál erőtlenebb növekedésére vonatkozó várakozások és a bankok korlátozott közvetítőképesége egyes országokban.

2. keretes írás

A nemzetközi környezet

A világgazdasági teljesítmény további élénkülése valószínűsíthető. A világgazdasági GDP-növekedés üteme 2017 első negyedévében csökkent ugyan, a bizalmi mutatók és felmérések azonban fordulatra mutatnak az előtünk álló hónapokban. A fejlett gazdaságokban továbbra is támogató a pénzügyi helyzet, amit erősít az e gazdaságokban uralkodó laza monetáris politika, valamint az Egyesült Államok fiskális élénkítésére vonatkozó várakozások. A 2016 végi egyesült államokbeli választások eredményét követően a feltörekvő piacgazdaságok pénzügyi piacai is magukhoz tértek. A távolabbi kilátásokat illetően a világgazdasági teljesítmény mérsékelt erősödésére lehet számítani. A fejlett gazdaságok kilátásai arra mutatnak, hogy a kibocsátási rés fokozatos záródásával párhuzamosan folytatódik a ciklikus fellendülés. A feltörekvő piacgazdaságok közül a nyersanyagimportőr országokban, úgymint Indiában és Kínában kitart a növekedés, míg a nyersanyagexportőrökben a gazdasági teljesítmény a súlyos recesszió után várhatóan túljut a mélypontra. Az euroövezet nélkül tekintett világgazdaság a prognózis szerint 2017-ben 3,5%-kal bővül, 2018-ban és 2019-ben pedig 3,8%-kal, ami az előző prognózishoz képest nem jelent változást.

A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

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

1) Az import súlyozott átlagaként számítjuk.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítjuk.

A világkereskedelem az utóbbi hónapokban történt jelentős erősödés után várakozásaink szerint fokozatosan bővülni fog az előrejelzési időszak során. Középtávon a világkereskedelem várhatóan az erősödő világgazdasági növekedésnek megfelelően bővül. A

2017. márciusi prognózissal összehasonlítva az euroövezet külső keresletét 2017-re felfelé módosítottuk, főként mivel a legfrissebb adatok a vártnál jobbak.

Az euroövezeten kívülre irányuló exportot a prognózisunk szerint támogatja a világgazdasági kereslet élénkülése. Az euroövezet külső kereslete a becslések szerint 2016 második felében és 2017 elején lendületet vett, ami annak köszönhető, hogy mind a fejlett gazdaságokban (elsősorban az Egyesült Államokban és Japánban), mind a feltörekvő piacgazdaságokban (különösen Kínában, Oroszországban és Brazíliában) magasabb volt az importkereslet. Előretekintve, az importigény a fejlett és a feltörekvő piacgazdaságokban is nőni fog, míg az Egyesült Királyságban visszafogott marad. Az euroövezeten kívülre irányuló exportra az előrejelzési időszakban kedvezően hat majd a külföldi kereslet élénkülése. Az euroövezeten kívülről származó import várhatóan gyorsabban növekszik, mint az övezeten kívülre irányuló export, ami megfelel a historikus összkeresleti rugalmasságnak. A folyó fizetési mérleg többlete valamelyest visszaesik a vizsgált időszakban, részben mivel lecsengenek az olajárnak a cserearányra gyakorolt múltbéli hatásai.

A negatív kibocsátási rés várhatóan bezárul az előrejelzési időszakban. A potenciális kibocsátás növekedésére adott becslés kevéssel 1% felett lesz a vizsgált időszakban, és ezzel egyértelműen az előre jelzett mintegy 1,8%-os tényleges reál-GDP-növekedés alatt marad. A visszafogott lendület elsősorban annak tudható be, hogy a hosszú időszakot tekintve alacsony beruházási szint nyomán a tőke meglehetősen kis mértékben járult hozzá a potenciális kibocsátás növekedéséhez. A munkaerő hozzájárulása a prognózisunk szerint emelkedik, ami a megvalósult strukturális reformok nyomán emelkedő aktivitási rátának tudható be. A munkaerő-komponens hozzájárulása mindazonáltal a népesség elöregedése miatt valamivel a válság előtti átlag alatt marad. A teljes tényezőtermelékenység hozzájárulása csak kevéssel marad el a válság előtti szinttől.

Az euroövezeti munkaerőpiaci helyzet az előrejelzési időszakban várhatóan folyamatosan javul. A vizsgált időszakban tovább bővül a foglalkoztatás is, azonban fokozatosan veszít kissé a lendületéből. Ez rövid távon főként a foglalkoztatásnövekedésre ható néhány kedvező átmeneti hatás gyengülésének tudható be. Az időszak hátralevő részében a képzett munkaerő kínálatában mutatkozó hiány néhány országban feltételezésünk szerint egyre inkább korlátozó tényező lesz, ami fékezi a foglalkoztatás növekedését, és az egy munkavállalóra jutó munkaórák számának emelkedéséhez vezet. Ezek a foglalkoztatási folyamatok a munkaerő-termelékenység növekedésére engednek következtetni, amely mind a tőke, mind a munkaerő növekvő kihasználását tükrözi, párhuzamosan a kihasználatlan kapacitások csökkenésével. A munkanélküliségi ráta 2019-re várhatóan 8,3%-ra esik vissza, de a válság előtti szint (2007-ben 7,5%) felett marad.

A 2017. márciusi makrogazdasági prognózissal összehasonlítva a reál-GDP növekedését felfelé módosítottuk. Az erőteljesebb külső kereslettel párosuló, igen kedvező fogyasztói és üzleti hangulat a korábban vártnál némileg erősebb növekedésre utal a közeljövőben. Ennél hosszabb időtávon az alacsonyabb olajár,

az alacsonyabb hosszú lejáratú kamatlábak és a magasabb részvényárfolyamok, valamint az erősebb állami fogyasztás és beruházás felfelé irányuló hatásait csak részben csillapítják az euroárfolyam felértékelődéséből eredő, lefelé irányuló hatások.

2 Árak és költségek

A HICP-vel mért infláció 2017-ben várhatóan átlagosan 1,5% lesz. 2018-ban azután leesik 1,3%-ra, mielőtt 2019-ben 1,6%-ra tornázza fel magát. Az energiakomponenst tartalmazó HICP és az energia- és élelmiszerár nélkül számított HICP eltérő alakulása magyarázza nagyrészt, hogy a teljes infláció az előrejelzési időszakban V alakú pályát követ. Az energiakomponenst tartalmazó HICP-infláció 2017-ben az előző évhez képest várhatóan erősen emelkedik, majd ezután mérsékeltebben, ami a közelmúlt olajár-emelkedését és az elkövetkező időszakra vonatkozó tőzsdei határidős (futures) olajjárgörbe viszonylag lapos alakját tükrözi. Az energiaárakat is tartalmazó HICP-inflációnak a teljes inflációhoz való pozitív hozzájárulása, amely 2017-ben 0,4 százalékpontonra várható, a következő két évben várhatóan lényegesen csökken.

Az élelmiszer- és energiakomponens nélkül vizsgált HICP-infláció az időszak folyamán várhatóan fokozatosan erősödni fog. Ebben a fő tényező az emelkedő fajlagos munkaerőköltség lesz, ahogy a gazdasági élénkülés egyre szilárdabban előrehalad. A folyamat egyik hajtómotorja a kihasználatlan munkaerőpiaci kapacitások csökkenése, ami várhatóan erősíti a bérnövekedést. Emellett azok a tényezők, amelyek az utóbbi években néhány országban visszafogták a bérnövekedést (például az árversenyképesség visszanyerésének igénye), várhatóan folyamatosan megszűnnek, ami további támogatást nyújt ahhoz, hogy az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedési üteme előreláthatólag gyorsuljon. Az előrejelzési időszakban a fajlagos munkaerőköltség a béreknél várhatóan valamelyest kevésbé nő. Az olajárak 2016 eleje óta újrainduló emelkedése várhatóan közvetve – a magasabb termelési költségeken, és ezeknek a nominálbérekre való kihatásán keresztül – szintén hozzájárul némileg a felfelé irányuló költségoldali nyomáshoz, figyelembe véve a szokásos transzmissziós lemaradást.

A külső ároldali nyomás az előrejelzési időszakban várhatóan már nem fogja vissza az euroövezeti fogyasztói árakat. Miután az importcikkek árai négy éven át folyamatosan csökkentek, 2017-ben éves növekedési ütemük várhatóan a pozitív tartományba kerül. Ennek a fordulatnak az oka főként az olajárak és az energiahordozókon kívüli nyersanyagárak 2016 óta tapasztalható ismételt emelkedésében keresendő. Az importárak növekedési ütemének ezt követő csökkenése szintén a nyersanyagárak mérsékeltebb alakulását tükrözi. A nyersanyagáraktól eltekintve általánosan a globális inflációs nyomás fokozatos erősödésére számítunk. A világgazdaság termelési költségei fokozatosan emelkednek, ahogy a szabad kapacitások világszerte kihasználásra kerülnek. Ugyanakkor utóbbi továbbra is magas szintje és az alacsony költséggel termelő országokkal folyó kiélezett verseny globálisan visszafogja az ároldali nyomást.

Az elkövetkező években a javuló munkaerőpiaci helyzetet tekinthetjük az emelkedő belföldi költségoldali nyomás első számú forrásának. Az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedési üteme várakozásunk szerint a 2017. évi 1,7%-ról 2019-ben 2,4%-ra emelkedik. 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 magasabb nominálbérnövekedésben csapódik le az olyan euroövezeti országokban, ahol a bérezési folyamatok visszatekintő árelemeket is magukban foglalnak. Ez a hatás 2018-tól válhat relevánsabbá, mivel 2017-re a béralku eredménye nagyrészt rögzítve van. Mindazonáltal gyenge lehet, mivel olyan országokra korlátozódik, ahol az (implicit) bérindexálást az inflációhoz kötik. Emellett az is mérsékli a hatást, hogy az utóbbi években a bérindexálás jelentősége számos országban is csökkent. A bérnövekedésnek további lendületet adhat, hogy az időszakban a termelékenység várhatóan erősebb ütemben növekszik. Emellett az előrejelzési időszak során várhatóan több olyan tényező eltűnik, amely mérsékelte a bérnövekedést. Ilyen például a nominálbérek válság alatt jellemző lefelé való rugalmatlansága miatti helyzetből adódó visszafogott béremelés. Emellett néhány országban várhatóan érvényüket veszítik az olyan intézkedések, amelyekkel a társadalombiztosítási járulékot kívánták csökkenteni és a közszféra béreit mérsékelni.

A profitmarzsok az előrejelzési időszakban előreláthatólag a közelmúltban tapasztaltnál kissé erősebb ütemben bővülnek. Ahogy az utóbbi időben tapasztalható olajár-emelkedésnek fokozatosan megszűnik a profitmarzsokra gyakorolt fékező hatása, a marzsok az utóbbi negyedévekhez viszonyítva kissé gyorsabban bővülnek, a folyamatos gazdasági élénkülés által is serkentve. A profitráták bővülését azonban valószínűleg némileg lassítja az időszakban a fajlagos munkaerőköltség várhatóan erősebb növekedése és a világgazdasági versenyképességből eredő erősebb nyomás.

A HICP-inflációs kilátásokat a 2017. márciusi prognózishoz képest kismértékben lefelé módosítottuk. A márciusi prognózisban használt olajárfeltevésnél alacsonyabb olajárakból következően a 2017-es és 2018-as, energiaárakat is tartalmazó HICP-inflációt lefelé korigáltuk. Az élelmiszerár-prognózist is az egész előrejelzési időszakra lefelé módosítottuk, akárcsak 2018-ra és 2019-re az élelmiszer- és energiakomponens nélkül vizsgált HICP-inflációt. A lefelé való korrekció részben az alacsonyabb olajár és a kissé erősebb euroárfolyam közvetett hatását tükrözi, de szerepet játszik a több euroövezeti gazdaságban várt kisebb alapvető költség- és ároldali nyomás is.

3 Fiskális kilátások

A fiskális politika prognózisunk szerint 2017 és 2019 között összességében semleges lesz. Irányultságát a pénzügyi szektornak nyújtott kormányzati támogatással csökkentett, ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg változásával mérjük. Mind a nem diszkrecionális, mind a diszkrecionális intézkedések hatását az egész időszakra nézve semlegesnek értékeljük.

Az előrejelzési időszakban mind az államháztartási hiány, mind az

államadósság csökkenő pályán lesz. A költségvetési egyenleg javulása annak tudható be, hogy az időszakban tovább csökkennek a kamatfizetések és javul a ciklikus komponens, ami bőven ellensúlyozza a ciklikusan korrigált elsődleges egyenleg kismértékű romlását. Az államadósság fokozatos csökkenése az időszakban a kedvező kamatláb–növekedési ráta különbözetből⁴ és az elsődleges egyenleg előrejelzett többletéből származik.

A 2017 márciusában publikált prognózissal összehasonlítva a költségvetési hiányra és az adósságmutatókra vonatkozó kilátások összességükben nem szorultak módosításra.

⁴ A különbözetet az adósság nomináleffektív kamatlábának és a nominális GDP-növekedési rátának a különbözeteként számoljuk.

1. táblázat

Az euroövezet makrogazdasági prognózisa¹⁾

(éves változás, százalék)

	2017. június				2017. március			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Reál-GDP	1,7	1,9	1,8	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6
		[1,6–2,2] ²⁾	[0,8–2,8] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾		[1,5–2,1] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[0,5–2,7] ²⁾
Magánszektor fogyasztása	1,9	1,5	1,6	1,4	1,9	1,4	1,4	1,4
Kormányzati fogyasztás	1,8	1,2	1,2	1,1	2,0	1,1	1,0	1,1
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	3,6	3,7	3,4	3,0	2,5	2,8	3,2	2,8
Export ³⁾	2,8	4,8	4,3	4,1	2,9	4,3	4,1	4,0
Import ³⁾	4,0	5,2	4,6	4,3	3,5	4,6	4,4	4,2
Foglalkoztatás	1,4	1,4	1,0	0,9	1,3	1,0	1,0	0,8
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	10,0	9,4	8,8	8,3	10,0	9,4	8,9	8,4
HICP	0,2	1,5	1,3	1,6	0,2	1,7	1,6	1,7
		[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–2,0] ²⁾	[0,7–2,5] ²⁾		[1,4–2,0] ²⁾	[0,9–2,3] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾
HICP energia nélkül	0,9	1,2	1,4	1,6	0,9	1,2	1,6	1,8
HICP energia és élelmiszer nélkül	0,9	1,1	1,4	1,7	0,9	1,1	1,5	1,8
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül ⁴⁾	0,8	1,1	1,4	1,7	0,8	1,1	1,5	1,8
Fajlagos munkaerőköltség	0,9	1,1	1,3	1,5	0,9	1,1	1,4	1,6
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,3	1,7	2,1	2,4	1,3	1,8	2,1	2,4
Munkatermelékenység	0,3	0,5	0,8	0,9	0,4	0,7	0,7	0,8
Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában) ⁵⁾	-1,6	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	89,2	87,9	86,4	84,7	89,3	88,0	86,4	84,5
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	3,4	2,8	2,8	2,9	3,4	3,1	3,2	3,3

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

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

3. keretes írás

Érzékenységi elemzések

Az egyes prognózisok nagymértékben a legfontosabb változók alakulására adott technikai feltevésekre támaszkodnak. 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 olajármodellek 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 meglehetősen stagnáló olajpályát jeleznek, ennek alapján a hordónkénti Brent nyersolajár 2019 végéig várhatóan 51,5 USA-dollár körül ingadozik. Ez a pálya a mérsékelt élenkülő világgazdasági kőolajkeresletnek felel meg, amely az erősödő világgazdasági élénküléshez társuló forgatókönyv. Az OPEC egyezmény közelmúltbeli meghosszabbítása eddig nem vezetett az olajár-futures görbe emelkedéséhez, ami valószínűleg az olajkészletek rekordközeli magas szintje, a palaolaj-kitermelés lehetséges fokozása és azon aggodalmak miatt van, hogy a legnagyobb olajtermelők közül néhányan eltérhetnek a megállapodástól. Az eurorendszer szakértői által a kőolajárak előrejelzési időszakban várható pályájának becslésére alkalmazott alternatív modellkombináció⁵ jelenleg a technikai feltevésnél magasabb olajárakat jelez. Az alapprognózisnál 7,2%-kal magasabb olajárakat jelző alternatív pályának 2019-re való megvalósulása kismértékben visszafogná a reál-GDP növekedését, ugyanakkor a HICP-inflációt valamivel (2018-ban 0,1 százalékponttal, 2019-ben pedig 0,2 százalékponttal) gyorsabb emelkedését vonná maga után.

2) Alternatív árfolyampálya

Ez az érzékenységi elemzés az alapprognózisnál alacsonyabb alternatív euroárfolyam-pálya hatását vizsgálja. Az euroárfolyam leértékelődési kockázata főként az Atlanti-óceán két partján a vártnál markánsabban eltérő monetáris politikából ered. Ez elsősorban azt jelenti, hogy az euróra további leértékelődési nyomást gyakorolhat az USA-ban a Fed irányadó kamatlábának a vártnál gyorsabb emelése. Mindez emelkedő inflációs várakozásokat tükrözhet, különösen az Egyesült Államokban, az expanzív fiskális politika és feszes munkaerőpiac mellett, amint enyhül az új amerikai kormányzat intézkedéseit övező bizonytalanság. Az euro alternatív árfolyampályája a 2017. május 16-i USD/EUR árfolyamra vonatkozó opciókból számított, kockázatsemleges sűrűségi adatokból származó eloszlás 25. percentilisén alapul. A pálya alapján az euro a dollárhoz képest 2019-ben fokozatosan 1,06 USD/EUR-ra gyengül, amely 3%-kal az adott évi alapfeltevés alatt van. 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 elmozdul lefelé az alappályától, és 2019-ben ennél 1,8%-kal alacsonyabb szintre kerül. E forgatókönyv esetében több szakértői makrogazdasági modell eredményeinek átlaga 0,1, illetve 0,2 százalékponttal magasabb HICP-vel mért inflációt és GDP-növekedést jelez 2018-ban, illetve 2019-ben.

⁵ 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.

4. keretes írás

Más intézmények előrejelzései

Több nemzetközi szervezet és magánszektorbeli intézmény is készít előrejelzést az euroövezetről. Ezeket ugyanakkor sem egymással, sem az eurorendszer szakértői makrogazdasági prognózisával nem lehet szigorúan 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 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		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Az eurorendszer szakértői prognózisa	2017. június	1,9 [1,6–2,2]	1,8 [0,8–2,8]	1,7 [0,6–2,8]	1,5 [1,4–1,6]	1,3 [0,6–2,0]	1,6 [0,7–2,5]
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. május	1,8	1,7	1,5	1,7	1,5	1,7
A Consensus Economics előrejelzései	2017. május	1,7	1,6	1,4	1,6	1,4	1,7
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2017. április	1,7	1,6	1,5	1,6	1,5	1,7
IMF	2017. április	1,7	1,6	1,6	1,7	1,5	1,6

Forrás: Az Európai Bizottság 2017. tavaszi európai gazdasági előrejelzése; az IMF 2017. áprilisi világgazdasági előrejelzése; az OECD 2017. júniusi gazdasági előrejelzése; a Consensus Economics 2017. májusi előrejelzései; MJEconomics a 2017. májusi Euro Zone Barometer esetében; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített, 2017. áprilisi 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)

Postacím: 60640 Frankfurt am Main, Németország
Telefonszám: +49 69 1344 0
Weboldal: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-475X (pdf)
EU katalógusszám QB-CF-17-001-HU-N (pdf)