



Az eurorendszer szakértőinek 2017. decemberi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről¹

Az euroövezetben továbbra is erőteljes gazdasági expanzió prognosztizálható, a korábban vártnál erőteljesebb, a potenciális növekedési ütemet jelentősen meghaladó növekedéssel. A reál-GDP-növekedés fokozatosan, a 2017-es 2,4%-ról 2020-ra 1,7%-ra lassul, ahogy a növekedést támogató több tényező hatása lassan elhalványul. A HICP-infláció a következő negyedévekben várhatóan lényegében stabil lesz, majd 2020-ban 1,7%-ra nő, amit a fokozottabb kapacitáskorlátokkal párhuzamosan emelkedő trendinfláció támogat. HICP-inflációs előrejelzésünket a magasabb olaj- és élelmiszerárak miatt rövid távon valamelyest felfelé módosítottuk.

1

Reálgazdaság

A nagyon kedvező mutatók alapján rövid távon további erőteljes reál-GDP-növekedésre számítunk. Az Eurostat legfrissebb adatai szerint 2017 harmadik negyedében 0,6%-kal nőtt a reál-GDP, aminek fő forrása a belföldi kereslet, elsősorban az állóeszköz-beruházás volt. A munkaerőpiaci helyzet az elmúlt hónapokban tovább javult, mégpedig a korábban vártnál is gyorsabban – a munkanélküliségi ráta 2017 harmadik negyedében 9,0%-ra csökkent, amely 2008 vége óta a legalacsonyabb szint. A reál GDP növekedése a prognózisunk szerint a közeljövőben erőteljes marad, összhangban az igen emelkedett üzleti és fogyasztói hangulattal.

Középtávon a kedvező finanszírozási feltételek, a javuló munkaerőpiac és a folytatódó világgazdasági fellendülés továbbra is támogatja a növekedést. A távolabbi jövőben több kedvező tényező is várhatóan folyamatosan támogatja a lakossági fogyasztást és beruházást. Az EKB laza monetáris politikája továbbra is átgűrűzik a gazdaságba. A lakossági hitelezés növekedése tovább élénkül, ami az

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 feltételekhez, így például a kőolajár- és az árfolyamfeltevésekhez szükséges adatok gyűjtésének zárónapja 2017. november 22. (lásd az 1. keretes írást). Az egyéb adatok prognózisba való felvételének utolsó napja 2017. november 30.

Az aktuális makrogazdasági prognózis a 2017–2020-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 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.

alacsony kamatoknak és a kedvező banki hitelezési feltételeknek tudható be. A kisebb adósságleépítési igény szintén támogatja a háztartások kiadásainak dinamikus alakulását. A munkaerőpiaci helyzet további javulása a lakossági fogyasztás és a lakáscélú beruházások növekedésére is kedvezően hat. A vállalati beruházások ugyanakkor tovább élénkülnek, ami az áraknak az emelkedő keresletoldali nyomással összefüggésben való erősödését is tükrözi. Az euroövezeti kivitel várhatóan erőteljes marad, mivel jótékony hatással van rá a folyamatos világgazdasági expanzió és az euroövezeti külső kereslet ennek megfelelő növekedése.

1. táblázat

Az euroövezet makrogazdasági prognózisa¹⁾

(éves változás, százalék)

	2017. december				2017. szeptember		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Reál-GDP	2,4	2,3	1,9	1,7	2,2	1,8	1,7
	[2,3–2,5] ²⁾	[1,7–2,9] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾	[2,1–2,3] ²⁾	[1,0–2,6] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Magánszektor fogyasztása	1,9	1,7	1,6	1,5	1,7	1,8	1,5
Kormányzati fogyasztás	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	4,4	4,3	3,4	2,9	4,0	3,9	3,1
Export³⁾	5,0	5,1	4,1	3,7	4,7	3,7	3,8
Import³⁾	5,1	5,2	4,4	3,9	5,2	4,6	4,2
Foglalkoztatás	1,7	1,3	1,0	0,8	1,5	1,0	0,8
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	9,1	8,4	7,8	7,3	9,1	8,6	8,1
HICP	1,5	1,4	1,5	1,7	1,5	1,2	1,5
	[1,5–1,5] ²⁾	[0,9–1,9] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾	[1,4–1,6] ²⁾	[0,6–1,8] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾
HICP energia nélkül	1,2	1,3	1,6	1,9	1,2	1,3	1,5
HICP energia és élelmiszer nélkül	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,1	1,3	1,5
Fajlagos munkaerőköltség	0,9	1,2	1,1	1,8	0,8	1,2	1,4
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,7	2,1	1,9	2,7	1,5	2,0	2,3
Munkatermelékenység	0,8	1,0	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9
Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5	-1,3	-1,0	-0,9
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában)⁵⁾	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0	-1,4	-1,3	-1,2
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	87,0	85,1	83,1	80,7	87,5	86,0	84,2
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	3,1	2,9	2,7	2,8	2,9	2,5	2,5

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.

A reál-GDP növekedése mindazonáltal az előrejelzési időszak során valamelyest lassulni fog, mivel több kedvező hatás is fokozatosan megszűnik.

A múltbeli monetáris politikai intézkedések hatása várhatóan fokozatosan gyengülni fog a vizsgált időszak folyamán. Az euro 2017. április óta tartó felértékelődése és az euroövezeti külső kereslet növekedési ütemében bekövetkező lassulás várakozásaink szerint visszafogja a kivitel növekedését. A foglalkoztatásbővülés lassulására is számítunk, amely részben az egyes országokban fellépő munkaerőhiányhoz köthető.

A lakossági fogyasztás az előrejelzési időszakban erőteljes marad. Az igen pozitív fogyasztói bizalom, a munkaerőpiaci helyzet további javulása és az egy munkavállalóra jutó reálbér emelkedése arra enged következtetni, hogy az előttünk álló negyedévekben folytatódni fog a tartós fogyasztásbővülés, nagyjából a reálvásárlóerő alakulásával párhuzamosan. A bruttó bérek és fizetések a vizsgált időszak során összességében egyenletesen járulnak hozzá a rendelkezésre álló nomináljövedelem bővüléséhez, ahogy a foglalkoztatásnövekedési ütem mérséklődésének hatását ellensúlyozza az erőteljesebb nominálbér-növekedés. Az egyéb személyi jövedelem növekedése az előrejelzés szerint gyorsul, ami a profit és a tulajdonból származó jövedelmek pozitív alakulásának tudható be.

A lakossági fogyasztás növekedését várhatóan a javuló bankhitelfeltételek is támogatják, amelyek az EKB monetáris politikai intézkedéseinek és az adósságleépítés terén elért előrelépésnek is köszönhetők. 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 tett előrelépés is ösztönzőleg hat a fogyasztásra.

A háztartások megtakarítási rátája a hosszú távú összehasonlításban alacsony szintről várhatóan fokozatosan emelkedni fog az előrejelzési időszak során. A megtakarítási ráta az elmúlt negyedévekben csökkent, ami főként a háztartások gazdasági és pénzügyi helyzetében beállt javulásnak tudható be, valamint a nagyon alacsony kamatlábak által a megtakarítási hajlandóságukra gyakorolt hatásnak. A prognózis szerint a megtakarítási ráta az előrejelzési időszak során újra növekedésnek indul, ami főként a ciklikus fellendüléssel összefüggő fogyasztássimítás 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 2017. szeptemberi prognózissal összevetve a következőképpen változtak meg a technikai feltevések: jelentősen emelkedett az USA-dollárban kifejezett olajár, viszont az árfolyam és más pénzügyi feltevések csak csekély mértékben módosultak. A technikai kamat- és nyersanyagár-feltevések a 2017. november 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. A módszertan alapján a rövid lejáratú átlagos kamatszint 2017-ben és 2018-ban -0,3%, 2019-ben -0,1%, 2020-ban pedig 0,1% lesz. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2017-ben és 2018-ban átlagosan 1,1%-ot, 2019-ben 1,4%-ot, 2020-ban pedig 1,7%-ot jeleznek.² A 2017. szeptemberi prognózissal összevetve a rövid lejáratú kamatokra vonatkozó piaci várakozásokat kismértékben, míg a hosszú lejáratú kamatláb-várakozásokat 2018-ra körülbelül 10, 2019-re pedig 20 bázisponttal lefelé módosítottuk.

A nyersanyagárakat tekintve, az adatgyűjtés november 22-i zárónapja előtti kéthetes periódus határidős árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent nyersolajár a 2017-es 54,3 USA-dollárról 2018-ban 61,6 dollárra emelkedik, majd 2019-ben 58,9 dollárra, 2020-ban pedig 57,3 dollárra esik vissza. A felvázolt pályából következően a 2017. szeptemberi prognózishoz képest az USA-dollárban kifejezett olajár 2017-ben 4,8%-kal, 2018-ban 17,2%-kal, 2019-ben pedig 11,0%-kal magasabb. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár-alapú ára 2017-ben jelentős mértékben, utána pedig némileg mérsékeltebben emelkedik.³

Az előrejelzési időszak bilaterális árfolyamai a feltevés szerint nem változnak az adatgyűjtés november 22-i zárónapját megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinthez képest. Mindebből 2017 folyamán 1,13 USD/EUR, a 2018–20-as időszakban pedig 1,17 USD/EUR átlagárfolyam következik, szemben a 2017. szeptemberben prognosztizált 1,18 USD/EUR árfolyammal. Az euro (38 kereskedelmi partnerhez viszonyított) effektív árfolyama lényegében változatlan a 2017. szeptemberi prognózishoz képest.

Technikai feltevések

	2017. december				2017. szeptember		
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	-0,3	-0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	1,1	1,1	1,4	1,7	1,1	1,3	1,6
Nyersolajár (USD/hordó)	54,3	61,6	58,9	57,3	51,8	52,6	53,1
Energián kívüli nyersanyagárak, USD (éves százalékos változás)	7,9	3,3	3,4	4,3	9,0	5,4	4,2
USD/EUR árfolyam	1,13	1,17	1,17	1,17	1,13	1,18	1,18
Nomináleffektív euroárfolyam (EER-38) (éves százalékos változás)	2,2	2,8	0,0	0,0	2,3	2,6	0,0

Várakozásaink szerint folytatódik a lakáscélú beruházások fellendülése. A lakáscélú beruházások mértéke az elmúlt negyedévek során erősen megugrott. A

² Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominálhozamára 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 kezdeti eltérését az előrejelzési időszakon konstansnak tekintjük. Az egyes országok államkötvényhozamai és a megfelelő euroövezeti átlag közötti rést a vizsgált időszakban állandónak tekintjük.

³ A kőolaj és élelmiszer jellegű nyersanyagárakra vonatkozó feltevések kiszámítása az előrejelzési időszak végéig érvényes határidős tőzsdei (futures) árfolyamokon alapul. Az egyéb, nem energia jellegű szilárd nyersanyagok esetében az a feltevés, hogy az árak 2018 utolsó negyedévéig a futures árfolyamokat követik, majd a világgazdasági teljesítménynek megfelelően alakulnak.

folyamatot elősegítették a kedvező finanszírozási feltételek, az alternatív befektetési lehetőségek alacsony hozama nyomán a lakáspiac felé való portfólióátcsoportosítás és a jövedelemnövekedésnek a folyamatos munkahelyteremtéssel összefüggő élénkülése. Emellett a jelek szerint több euroövezeti országban lezárult a lefelé irányuló lakáspiaci korrekció. A lakáscélú beruházások további élénkülésének a tárgyidőszakban változatlanul adottak a fő feltételei. Ugyanakkor a lendület várhatóan valamelyest vissza fog esni, ami a lakáspiaci ciklus érettebb szakaszát és egyes országokban a fiskális ösztönzők hatásának gyengülését, valamint a kedvezőtlen demográfiai tendenciákat tükrözi.

A vállalati beruházások az elmúlt negyedévekben ismét élénkülni kezdtek, ami az előrejelzési időszak során várhatóan folytatódik, bár lassabb ütemben. Ezt több tényező is támogatja: az igen kedvező termelési várakozásoknak és rendelésállománynak köszönhetően az üzleti bizalom továbbra is erős; a kapacitáskihasználtság tovább nő, meghaladva a válság előtti átlagos szintet; az igen támogató finanszírozási feltételek várhatóan fennmaradnak az előrejelzési időszakban; 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. A potenciális kibocsátásnövekedés gyengébb alakulására vonatkozó várakozások és egyes országokban a banki közvetítői kapacitást érintő korlátok azonban továbbra is visszafogják a vállalati beruházási kilátásokat. Az előrejelzési időszakban várható fokozatos lendületvesztés a belső és külső kereslet általános lassulásának is betudható.

2. keretes írás

A nemzetközi környezet

A világgazdaság 2017 második felében is lankadatlan ütemben bővült, a teljesítmény és a kereskedelem növekedése pedig kiterjedtebb lett. A felméréseken alapuló mutatók a harmadik negyedévben tartós világgazdasági növekedést jeleznek – a globális összágazati beszerzésimenedzser-index (az euroövezet kivételével) a hosszú távú átlagának közelében van. Ugyanakkor a világgazdasági élénkülésen az összehangolódás jelei mutatkoznak. A fejlett országokban változatlanul jó a pénzügyi piaci hangulat, a részvényárak emelkednek, és tovább csökken a volatilitás. A feltörekvő piacgazdaságokban csökkentek a kamatlábak, aminek hatására a pénzügyi feltételek mérsékeltén lazultak, ugyanakkor a tőkebeáramlás 2015 óta nem tapasztalt szintet ért el. Előretekintve, a világgazdasági teljesítmény növekedése várhatóan összességében stabil, a válság előtti ütemű marad, ami összhangban áll az alacsonyabb potenciális növekedéssel. A fejlett országok kilátásai erőteljes bővülésre mutatnak, amely az előrejelzési időszak során lassulni fog, amint a fellendülés eléri a csúcspontját, és a kibocsátási rések fokozatosan pozitív tartományba kerülnek. A feltörekvő piacgazdaságokban dinamikusabbra fordulnak a kilátások, amit a nyersanyagexportőr országokban (különösen Brazíliában és Oroszországban) a lassan élénkülő konjunktúra támogat, Indiában és Kínában pedig a kitaró növekedés – noha Kínában a növekedés csökkenő pályán marad. Az euroövezet nélkül tekintett világgazdasági teljesítmény bővülését az előrejelzési időszakban 3,7% és 3,9% között prognosztizáljuk. A 2017. szeptemberi prognózishoz

képest a 2017. és 2018. évi világgazdasági GDP-növekedést kevésbé felfelé módosítottuk. A módosítás főként az Egyesült Államokat és Kínát érinti.

A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

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

1) Az import súlyozott átlagaként számítjuk.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítjuk.

A 2017 első felében tapasztalt különösen erőteljes növekedés után a világkereskedelem növekedése a kedvező globális kereskedelmi mutatóknak megfelelően a következő negyedévekben is markáns lesz. Középtávon a külkereskedelmi kilátások várhatóan jobban igazodnak majd a világgazdasági teljesítményhez (a kereskedelem globális GDP-növekedéshez viszonyított rugalmassága 1 körüli értéken marad). Az euroövezet külső kereslete 2017-ben 5,5%-kal, 2018-ban 4,4%-kal, 2019-ben 3,8%-kal, 2020-ban pedig 3,5%-kal bővül. A 2017. szeptemberi prognózissal összehasonlítva a világgazdasági növekedést kismértékben, míg az euroövezet külső keresletét jelentősebb mértékben felfelé módosítottuk. Az utóbbi az adatok felfelé való korrekcióját tükrözi, valamint azt, hogy a kedvezőbb világkereskedelmi mutatók pozitívabb képet festenek az euroövezeti külső kereslet alakulásának az elkövetkező negyedévekben várható lendületéről.

3. keretes írás

Az euroövezeten kívüli export és a külső kereslet közelmúltbeli alakulása és kilátásai

A 2016 eleji nagyon erőteljes alakulást követően a közelmúltban az euroövezeten kívülre irányuló export és az euroövezet külső kereslete egyaránt lendületet vett. Utóbbi az előző év azonos időszakához viszonyítva markánsan erősödött 2016 közepe óta, és 2017 második negyedére hatéves csúcsra kapaszkodott fel. Az euroövezeten kívülre irányuló export növekedése hasonlóképpen magára talált 2016 eleje óta.

Az euroövezet külső keresletének újabban emelkedő tendenciája a világgazdaság folyamatos fellendülésének tudható be, emellett azonban némi prociklikusságot is tükrözhet a kereskedelem világgazdasági teljesítményhez viszonyított rugalmassága terén. Az euroövezet külső keresletének 2011 és 2016 közötti ismétlődő túlbecslése a világkereskedelmi jövedelemrugalmasság jórészt strukturális csökkenésének tulajdonítható, amely a korábbi előrejelzésekben nem jelent meg kellő mértékben, így a világkereskedelem globális GDP-növekedéshez viszonyított felülbecsléséhez vezetett. A világgazdasági konjunktúrával összefüggésben azonban az euroövezet külső kereslete az elmúlt negyedévekben erőteljesebben növekedett az utóbbi néhány prognózisban vártnál. Ez felveti azt a kérdést, hogy a kereskedelem rugalmassága jelenleg mutat-e „prociklikusságot”, amit a legutóbbi előrejelzések nem tükröztek kellő mértékben; ennek értelmében a kereskedelem növekedése a nagyobb világgazdasági

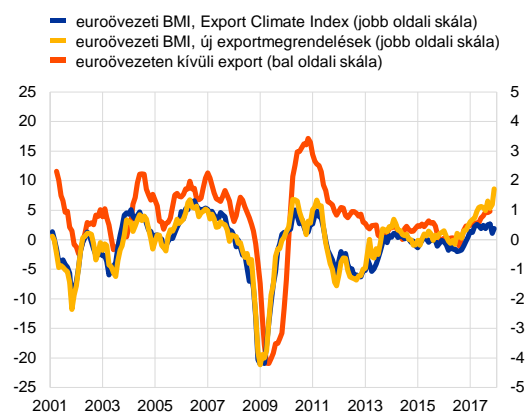
növekedési ütemek mellett fokozódik.⁴ Ezen aggályok elosztatása és a legfrissebb adatok figyelembevétele érdekében az euroövezet külső keresletére adott előrejelzés a jelen prognózisban jelentősen felfelé módosult.

Az euroövezet külső keresletének felfelé módosítását a jó világ- és euroövezeti külkereskedelmi mutatók is támogatják. A külkereskedelmi indikátorok valóban folyamatos markáns növekedést jeleznek az euroövezet külső kereslete és az euroövezeten kívülre irányuló export terén. Az euroövezeti kereskedelmi felmérések (például az új feldolgozóipari exportmegrendelésekre vonatkozó beszerzésimenedzser-index (BMI) és a BMI exportklímaindex) a külkereskedelem folyamatos fellendüléséről árulkodnak (lásd az A diagramot). Emellett az új feldolgozóipari exportmegrendelésekkel és az ipari termeléssel kapcsolatos euroövezeti adatok – az euro effektív árfolyamának közelmúltbeli felértékelődése ellenére – továbbra is meggyőzőek. A világkereskedelmi mutatók, úgymint az új exportmegrendelésekre vonatkozó globális beszerzésimenedzser-index vagy a Goldman Sachs fő teljesítménymutatója, szintén lényegesen javultak az elmúlt 12 hónap folyamán (lásd a B diagramot).

A) diagram

Az euroövezeti külkereskedelmi mutatók

(bal oldali skála: éves változás három hónapos mozgóátlaga, százalék; jobb oldali skála: standardizált index)

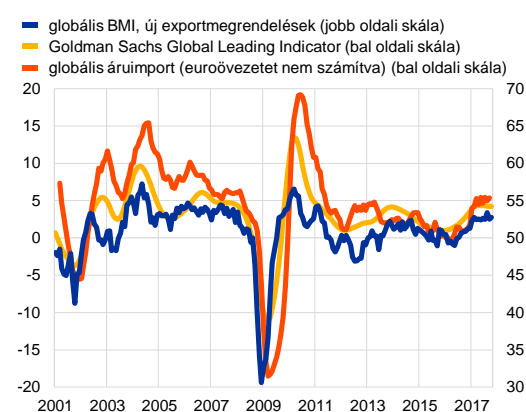


Forrás: Markit, Eurostat és az EKB számításai.
Megjegyzések: A külkereskedelmi adatok volumenben értendők. A legújabb megfigyelés 2017 szeptemberére vonatkozik a kivétel, illetve 2017 novemberére a BMI exportklímaindex és az új feldolgozóipari exportmegrendelések BMI mutatója esetében.

B) diagram

Világkereskedelmi indikátorok

(bal oldali skála: éves változás három hónapos mozgóátlaga, százalék; jobb oldali skála: index)



Forrás: Haver Analytics, Goldman Sachs, Dutch Central Planning Bureau és az EKB számításai.
Megjegyzések: A legújabb megfigyelés 2017 szeptemberére vonatkozik a CPB-, illetve 2017 októberére a Goldman Sachs- és a BMI mutatók esetében.

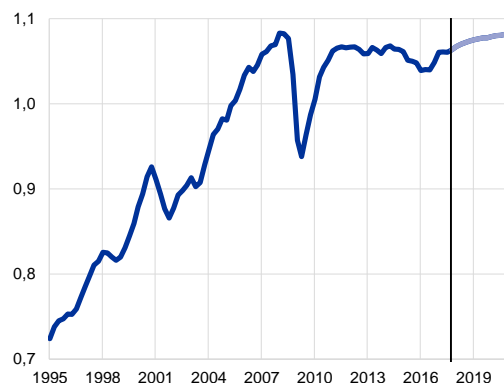
A globális importadatok 2017 elején tapasztalt néminemű volatilitása ellenére – amelynek háttérében részben átmeneti tényezők álltak – az euroövezet külső kereslete emelkedő alaptendenciát mutat, amely lényegében összhangban áll a felmérések indikátorai által jelzettel. A globális importot 2017 elején a feltörekvő ázsiai országok – élükön Indiával és Kínával – , valamint Oroszország és a közép- és kelet-európai uniós tagállamok behozatalának erőteljes emelkedése támogatta. Az erősödés azonban sok esetben átmeneti tényezők következménye. A volatilitáson túlra tekintve, az euroövezet külső keresletnövekedésének emelkedő trendje várhatóan 2017 végéig kitart, és 2018-ban is folytatódik.

⁴ Lásd például: Borin, A., Di Nino, V., Mancini, M. és Sbracia, M., „The cyclicalit of the income elasticity of trade” (A kereskedelem jövedelemrugalmasságának ciklikussága), *Working Papers*, 1126. szám. Banca d'Italia, 2017. július.

C) diagram

A világgazdasági import GDP-hez viszonyított aránya

(index: 2005 = 1)



Középtávon azonban a külkereskedelem 1 körüli jövedelemrugalmasságának meghatározó elemei összességében nem változnak. Az, hogy a kereskedelem a GDP növekedési ütemének közel kétszeresével bővült a nagy gazdasági világválságot megelőző két évtizedben, történelmi anomália, amelynek háttérében elsősorban a kereskedelem liberalizációs hullámai (különösen a feltörekvő piacokon), a globális értékláncok kialakulása és a kereskedelem földrajzi eloszlásának változásai állnak.⁵ Amint a C diagramon megfigyelhető, 1995 és 2007 között az import sokkal gyorsabban nőtt, mint a világgazdasági teljesítmény. Nem valószínű azonban, hogy az említett tényezők támogatják a kereskedelem rugalmasságát az elkövetkező időszakban. A

kereskedelem liberalizációja nagyjából lezárult, ami pedig az összetételt illeti, a világkereskedelem rugalmassága továbbra is a feltörekvő piacgazdaságok alacsonyabb kereskedelmi rugalmasságának irányába billen. Az elmúlt években a világgazdasági import és teljesítmény párhuzamosan élénkült, és ez várhatóan folytatódik az előrejelzési időszak során.

Az euroövezeten kívülré irányuló export a prognózis szerint a következő negyedévekben változatlanul erőteljes lesz, amit az euro utóbbi időben tapasztalt felértékelődése ellenére is igen kedvező külkereskedelmi mutatók támogatnak. A vizsgált időszak további részében az exportnövekedés lassulására számítunk, ami összhangban van az euroövezeti külső kereslet lassulásával, és nagy vonalakban változatlan exportpiaci részesedésekre utal. Az euroövezeten kívülről származó behozatalra várhatóan kedvezően hatnak a pozitív belső keresleti folyamatok és az erősebb euroárfolyam, habár ez a hatás nem olyan erős, mint az export esetében, ezért a nettó külkereskedelemnek a gazdasági növekedéshez való hozzájárulása összességében kissé pozitív.

A folyamatosan erős növekedést tükröző beérkező adatok ellenére idővel a foglalkoztatásnövekedés némi lassulása prognosztizálható. Az utóbbi időben tapasztalt erőteljes bővülés az egyes országok viszonylatában széles alapokon nyugszik, ugyanakkor részben kedvező átmeneti tényezőknek tulajdonítható (például a néhány országban érvénybe lépett fiskális ösztönző intézkedéseknek). Mivel ezek a tényezők várhatóan fokozatosan veszítenek a hatásukból, és mivel az állami szférában foglalkoztatottak aránya néhány országban a prognózis szerint esni fog, a foglalkoztatásnövekedés a következő néhány negyedévben várhatóan veszít a lendületéből.

⁵ Lásd még az EKB IRC munkacsoport „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?” (A világkereskedelem gyengeségének értelmezése – Mi az új megszokott?) című írást az EKB műhelytanulmányainak (*Occasional Paper Series*) 178. számában (2016.).

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 az álláskeresőket ösztönző hatásnak (encouraged worker effect) tudható be. A vizsgált időszakban azonban ezeket a pozitív hatásokat fokozatosan kiszorítják az egyre inkább érvényesülő kedvezőtlen demográfiai folyamatok. Ez szintén hozzájárul ahhoz, hogy lassabban bővül a foglalkoztatás.

A munkanélküliségi ráta mégis várhatóan tovább csökken. 2017 harmadik negyedében 9,0%-ra esett, előretekintve pedig a munkanélküliek számának további jelentős csökkenését jelezzük. A munkanélküliségi ráta 2020-ban várhatóan lemegy 7,3%-ra.

A tárgyidőszak alatt a termelékenység élénkebb ütemű bővülése

valószínűsíthető. Az idén és jövőre kezdetben erőteljes termelékenységnövekedés a foglalkoztatást 2016-ban átmenetileg javító intézkedések hatásának fokozatos megszűnését tükrözi. Az előrejelzési időszak későbbi részében az (egy főre jutó) munkatermelékenység hajtómotorja a teljes tényezőtermelékenység trend növekedésének enyhe erősödése, a tőkefelhasználás intenzitásának növekedése és a hosszabb egy főre jutó munkaidő. Az utóbbi két tényező a ciklikus pozíció folyamatos javulását és az egyre feszesebbé váló munkaerőpiaci helyzetet tükrözi.

2020-ig változatlanul a reál-GDP-nek a potenciális ütem feletti bővülésére számítunk.

A potenciális kibocsátás a becslés szerint az elmúlt években kissé lendületesebben bővült, amit a tőke-, a munkaerő- és a teljes tényezőtermelékenység kedvezőbb hozzájárulása támogatott. A tárgyidőszakra vonatkozó prognózis szerint a növekedés kevéssel a válság előtti üteménél lassabban folytatódik. A munkaerő hozzájárulása az előrejelzési időszak során csökken, aminek fő oka a munkaképes korú lakosság lassuló növekedése. A tőke hozzájárulása valószínűleg viszonylag erőteljes marad, ami az állóeszköz-beruházás megélénkülésével magyarázható. A teljes tényezőtermelékenység hozzájárulása a becslések szerint az utóbbi időszak mércéjével mérve szintén meglehetősen erőteljes lesz, amit a válság utáni hatékonyabb erőforrás-elosztás, a termék- és munkaerőpiacokon bevezetett szerkezeti reformok, a jobb emberi erőforrások, a megújult tőkeállomány és a technológiai határok felé való további konvergencia támogat. Megjegyzendő azonban, hogy mivel a potenciális növekedést és a mögötte levő hajtóerőket nem lehet megfigyelni, a becsléseket meglehetősen nagy bizonytalanság övezi.

A 2017. szeptemberi prognózissal összehasonlítva a reál-GDP növekedését jelentős mértékben felfelé módosítottuk.

A 2017-re vonatkozó érték felfelé tolásának a háttérben részben a friss GDP-adatokban található meglepően magasabb számok állnak, amelyeknek 2018-ban is pozitív áthúzó hatása lesznek. Emellett az igen pozitív üzleti és fogyasztói hangulat az előzőleg vártnál erőteljesebb növekedési lendületre enged következtetni. A nagyobb külső kereslet és a kissé alacsonyabb hosszú lejáratú kamatszint 2018-ra és 2019-re szintén a növekedési prognózis felfelé módosítását eredményezi.

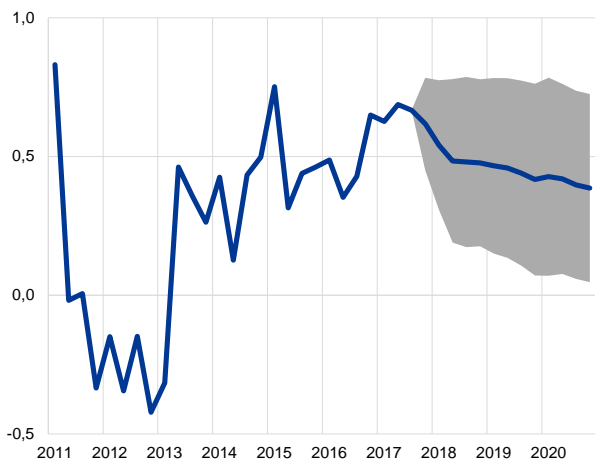
1. ábra

Makrogazdasági prognózis¹⁾

(negyedéves adatok)

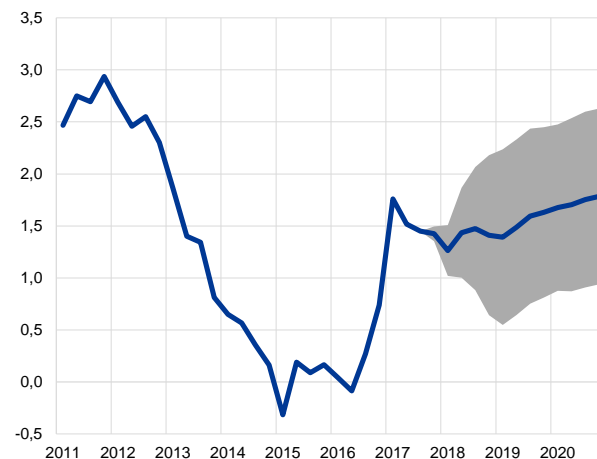
Euroövezeti reál-GDP²⁾

(negyedéves változás, százalék)



Euroövezeti HICP

(éves változás, százalék)



1) A prognózis alappályáját övező sávokat többéves időszak prognózisai és a tényleges adatok közötti különbség alapján határozzuk meg. A sávszélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok kiszámítási módszerét, amely a 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), 2009. december.

2) Munkanappal korrigált adatok.

2

Árak és költségek

Bár az energiaár-inflációhoz kapcsolódó bázishatások rövid távon kissé leviszik a HICP-vel mért inflációt, utóbbi a későbbiekben ismét felfelé tartó pályára áll, és 2020-ban eléri az 1,7%-ot. Az energiakomponens lefelé irányuló bázishatásai nyomán – amelyek bőségesen ellensúlyozzák a közelmúltban tapasztalt olajár-emelkedés hatását – a teljes infláció 2018 első negyedében alacsony szintre, 1,3%-ra esik. Az előrejelzési időszak hátralevő részében az energiaárakat is tartalmazó HICP-infláció várhatóan csak igen szerény ütemben emelkedik, ami az olajár-futures görbe enyhén lefelé irányuló pályájának és az energiaadók felfelé mutató hatásának az eredménye. Az élelmiszerárakat is tartalmazó HICP-infláció esetében az utóbbi években tapasztalt gyenge alakulás után mérsékelt ütemű növekedésre számítunk, amelyet a nemzetközi élelmiszer-jellegű nyersanyagárak feltételezett emelkedése és a dohánytermékekre kivetett adók emeléséből származó felfelé irányuló hatás támogat. Ahogy a gazdaság a potenciális növekedési ütemnél erősebben bővül, az árak alappályájára nehezedő nyomás várhatóan a tárgyidőszak során emelkedik. Különösen az egyre feszesebb munkaerőpiaci helyzetet tükröző béremelkedés – amihez néhány országban jelentős munkaerő-kínálati korlátok járulnak – valamint a nettó közvetett adók felfelé irányuló hatásai miatt arra számítunk, hogy tovább erősödik a trendinfláció. A külső ároldali nyomás is várhatóan hozzátesz valamennyit az élelmiszer- és energiakomponens nélkül vizsgált HICP-infláció megemelkedéséhez a vizsgált időszakban, figyelembe véve az utóbbi időszak olajár-emelkedésének közvetett hatásait, az energiahordozókon kívüli nyersanyagárak feltételezett emelkedését, valamint általában a globálisan erősödő inflációs nyomást. Összefoglalva, a HICP-vel mért

infláció 2017-ben átlagosan 1,5%, 2018-ban 1,4%, 2019-ben 1,5%, 2020-ban pedig 1,7% lesz.

A szűkülő munkaerőpiaci helyzet és a bérnövekedést néhány országban az elmúlt években fékező intézkedések lecsengése azok a fő tényezők, amelyek a munkaerőköltségeknek az előrejelzési időszakban várható megemelkedése mögött állnak.

Az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedési üteme a prognózis szerint a 2017. évi 1,7%-ról 2020-ban 2,7%-ra emelkedik, 2019-ben pedig átmenetileg lelassul. Az utóbbi annak tudható be, hogy egy franciaországi adóhitelet (CICE) a munkáltatói társadalombiztosítási hozzájárulás állandó érvényű csökkentésére konvertáltak⁶. Tekintettel a termelékenységnövekedés várható ciklikus javulására, ebből a bérpályából az következik, hogy a fajlagos munkaerőköltség erősebben, a 2017. évi 0,9%-es ütem után 2020-ban 1,8%-kal növekszik. Általánosabban, az euroövezeti munkaerőpiaci helyzet javulása és az euroövezet néhány pontján erősödő munkaerőhiány fontos tényezőknek tekinthetők a várhatóan erősödő bérnövekedésben. Ezenkívül fokozatosan enyhül a bérezés visszafogásának szükségessége, amely néhány országban a válság után az áruk versenyképességének visszanyerése céljából volt jelen, valamint fokozatosan megszűnik a nominálbér lefelé irányuló merevsége miatt a válság alatt felgyülemlett bérvisszafogás hatása, ahogy az euroövezeti országok gazdasága egyre szélesebb körben folyamatosan élénkül. Emellett 2017-ben az inflációnak az elmúlt három évhez viszonyított jelentős erősödése is várhatóan hozzájárul a bérnövekedés gyorsulásához. Az állami szektorbeli magasabb bérszint a tárgyidőszakban szintén hozzájárul a teljes bérnövekedés erősödéséhez.

Az előrejelzési időszak első részében a profitráták várhatóan átlagosan valamivel gyorsabban nőnek, mint tavaly.

Az olajár-emelkedésből eredő cserearány-veszteségek az elmúlt negyedévek során leszorították a profitrátákat. Ahogy ezek a fékező hatások fokozatosan megszűnnek, a profitráták – a folyamatos gazdasági élénkülés eredményeként – az elmúlt időszakban tapasztaltnál valamivel erőteljesebben bővülnek. A folyamatot azonban fékezi a tárgyidőszakban a fajlagos munkaerőköltség gyorsabb emelkedése és a közvetettadó-emelés.

A külső ároldali nyomás 2017-ben ismét felerősödött és várhatóan pozitív marad, igaz, a tárgyidőszakban mérsékeltebb lesz, mint a közelmúltban.

Az importárak idén meglehetősen erőteljes emelkedése az olajárakban és az energiahordozókon kívüli nyersanyagárakban bekövetkező fordulatnak tudható be. 2017 után lassuló növekedés várható, ami az előrejelzési időszak visszafogottabb nyersanyagár-alakulásával és az euroárfolyam közelmúltbeli felértékelődésének fékező hatásaival hozható összefüggésbe. A globális trendinflációs nyomás azonban várhatóan fokozatosan erősödni fog az előrejelzési időszak során, ahogy a világgazdasági termelési költségek a globális szabad kapacitások csökkenésével párhuzamosan emelkednek.

⁶ Ahogy az egy munkavállalóra jutó jövedelem és a fajlagos munkaerőköltségek csökkenését nagyrészt ellensúlyozza az ennek megfelelő nagyságú profitráta-növekedés, az árképzést érintő hatás várhatóan korlátozott lesz.

A 2018-ban várható HICP-inflációt 0,2 százalékponttal felfelé módosítottuk a 2017. szeptemberi prognózishoz képest, az azutáni időszakra vonatkozó prognózist viszont nem módosítottuk. Az infláció 2018. évi felfelé módosítása a HICP-energiainfláció és a HICP-élelmiszerár-infláció erőteljesebb emelkedésének tudható be, figyelembe véve az utóbbi időben megfigyelhető meglepő értékeket ezen komponensek esetében, a magasabb olajár-feltevéseket és az energiára és dohánytermékekre kivetett adókból eredő, felfelé irányuló hatásokat. Az élelmiszer és energia nélkül vett HICP-inflációt – részben a közelmúlt meglepő negatív adataival összefüggésben – rövid távon lefelé módosítjuk.

3 Fiskális kilátások

Az euroövezet fiskális politikája várhatóan összességében és átlagosan semleges marad az előrejelzési időszakban. Irányultságát a pénzügyi szektornak nyújtott kormányzati támogatással csökkentett, ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg változásával mérjük. 2017-ben a közvetlen adók csökkentését és a nagyobb háztartási transzfereket teljes egészében ellentételezik a közvetettadó-emelések és a kormányzati fogyasztás visszafogottabb növekedése. A 2018-as fiskális politikát főként a közvetlen adók és a társadalombiztosítási járulékok csökkentése, valamint a dinamikusabban növekvő kormányzati beruházásokra vonatkozó feltevés alakítja, de ezeket a hatásokat csak részben ellensúlyozzák a közvetettadó-emelések és a háztartási transzferek visszafogott bővülése. A fiskális politikára 2019 és 2020 között átlagban semleges irányt prognosztizálunk.

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, ami főként a ciklikus komponens javulásának, illetve a kamattfizetések csökkenésének köszönhető. A ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg nem változik a vizsgált időszakban. Az államadósságnak a GDP-hez viszonyított aránya a tárgyidőszakban várhatóan lefelé tartó pályán marad, amit a kamatláb és a növekedési ráta különbözetének kedvező alakulása⁷ és az elsődleges egyenleg többlete támogat. A 2017. szeptemberi prognózissal összehasonlítva a költségvetési hiányra vonatkozó kilátások összességében nem változtak, míg az adósságráta valamivel kisebb, ami elsősorban a 2018. és 2019. évi kamatláb és növekedési ráta különbözet kedvezőbb alakulását tükrözi.

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

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

megkönnyíti, ha megvizsgáljuk, mennyire érzékenyek az alternatív feltevéspályákra. Ez a keretes írás néhány fontos alapfeltevést és a prognózisok ezekkel szembeni érzékenységet mutatja be.

1) Alternatív olajpálya

Az alternatív olajármodellek arra a kockázatra utalnak, hogy a kőolajárak a futures árfolyamokból következőnél magasabbak lesznek az előrejelzési időszakban. Az alapprognózis háttérében álló, a futures piacon alapuló technikai feltevések csökkenő olajpályát jeleznek, amely szerint a hordónkénti Brent nyersolajár 2020 végére 57 USA-dollárra becsülhető. A futures olajárak pályája a mérsékeltén élénkülő világgazdasági kőolajkeresletnek felel meg, amely a szerény ütemben erősödő világgazdasági élénküléshez társuló forgatókönyv. A kínálati tényezőket illetően, annak ellenére, hogy az OPEC és a jelentősebb nem OPEC-tag termelők közötti megállapodás november 30-i meghosszabbítására az adatgyűjtés lezárása (november 22.) után került sor, a megállapodás nagy valószínűséggel beépült a piaci várakozásokba. Arra számítnak azonban, hogy a hagyományos termelők visszafogó intézkedéseit részben ellensúlyozza a palaolaj-kitermelés fokozása az Egyesült Államokban. Az eurorendszer szakértői által a kőolajárak előrejelzési időszakban várható pályájának becslésére alkalmazott alternatív modellkombináció⁸ jelenleg a technikai feltevéseknel erősebb olajár-emelkedést jelez, ami a kereslet és a kínálat egyensúlyának a vártnál gyorsabb szűkülésével magyarázható. Az alapprognózisnál 11%-kal magasabb olajárakat jelző alternatív pályának 2020-ra való megvalósulása kismértékben visszafogná a reál-GDP növekedését, ugyanakkor a HICP-infláció valamivel (2019-ben és 2020-ban is 0,2 százalékponttal) gyorsabb emelkedését vonná maga után.

2) Alternatív árfolyampálya

Ez az érzékenységi elemzés az euroárfolyam-pálya további erősödésének a hatását vizsgálja. A felértékelődési kockázat egyik lehetséges forrása az euroövezeti gazdaság vártnál erőteljesebb fellendülése. Ez a forgatókönyv a 2017. november 22-i USD/EUR árfolyamra vonatkozó opciókból számított, kockázatsemleges sűrűségéből származó eloszlás 75. percentiliséen alapul. A pálya alapján az euro a dollárhoz képest 2020-ban fokozatosan 1,36 USD/EUR-ra erősödik, amely mintegy 16%-kal haladja meg az adott évi alapfeltevést. A megfelelő nomináleffektív euroárfolyamra vonatkozó feltevés historikus szabályszerűségeket tükröz: az USD/EUR árfolyam változása mintegy 52%-os elaszticitással felel meg az effektív árfolyam változásának. E forgatókönyv esetében több szakértői makrogazdasági modell eredményeinek átlaga 2018-ban 0,2 százalékponttal, 2019-ben 0,6 százalékponttal, 2020-ban pedig 0,2 százalékponttal alacsonyabb reál-GDP-növekedést jelez. A HICP-vel mért infláció 2018-ban, 2019-ben és 2020-ban 0,2, 0,5, illetve 0,6 százalékponttal lenne alacsonyabb. Meg kell jegyezni, hogy a fent becsült növekedési és inflációs hatások kizárólag tisztán exogén árfolyamsokk esetén állnak fenn.

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

5. 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 eltérő időpontokban véglegesítik őket. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külgazdasági változókra – például a kőolaj és az egyéb nyersanyagok árára – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben le nem írt) 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 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	2017. december	2,3	1,9	1,7	1,4	1,5	1,7
		[1,7–2,9]	[0,9–2,9]	[0,6–2,8]	[0,9–1,9]	[0,7–2,3]	[0,8–2,6]
Európai Bizottság	2017. november	2,1	1,9	-	1,4	1,6	-
OECD	2017. november	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
Euro Zone Barometer	2017. november	2,0	1,7	1,5	1,4	1,6	1,8
A Consensus Economics előrejelzései	2017. december	2,1	1,5	1,3	1,4	1,5	1,7
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2017. október	1,9	1,7	-	1,4	1,6	-
IMF	2017. október	1,9	1,7	1,6	1,4	1,7	1,8

Forrás: Az Európai Bizottság 2017. őszi európai gazdasági előrejelzése; az IMF világgazdasági előrejelzése, 2017. október 10.; az OECD 2017. novemberi gazdasági előrejelzése; a Consensus Economics 2017. decemberi előrejelzései; MJEconomics a 2017. novemberi Euro Zone Barometer esetében; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített, 2017. októberi 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 korigálva. A többi előrejelzésben nem jelölik meg, hogy munkanappal korigált vagy nem korigált 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 2529-475X (pdf)

EU katalógusszám QB-CF-17-002-HU-N (pdf)