



Az EKB szakértőinek 2018. márciusi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről¹

Az euroövezetben továbbra is erőteljes gazdasági expanzió prognosztizálható, a potenciális növekedési ütemet meghaladó növekedéssel. A reál-GDP-növekedés a 2017-es 2,5%-ról 2020-ra 1,7%-ra² lassul, ahogy egyes kedvező hatások lassan lecsengenek. A HICP-infláció 2020-ban várhatóan 1,7%-ra nő, amit az egyre erősödő kapacitáskorlátokkal párhuzamosan fokozatosan emelkedő trendinfláció támogat.

1

Reálgazdaság

A nagyon kedvező mutatók alapján rövid távon további erőteljes reál-GDP-növekedésre számítunk. Az Eurostat legfrissebb adatai szerint 2017 utolsó negyedében 0,6%-kal nőtt a reál-GDP, amiben pozitív szerepet játszott a belföldi kereslet – elsősorban az állóeszköz-beruházás – és a nettó külkereskedelem. A munkaerőpiaci helyzet tovább javult – a munkanélküliségi ráta 2018 januárjában 8,6%-ra csökkent, amely 2008 vége óta a legalacsonyabb szint. A reál GDP-növekedés a prognózisunk szerint 2018 első felében erőteljes marad, összhangban az igen emelkedett üzleti és fogyasztói hangulattal.

Középtávon változatlanul adottak a folyamatos expanzió alapjai. Több kedvező tényező várhatóan tovább serkenti a belső keresletet. Az EKB igen laza monetáris politikája továbbra is átgyűrűzik a gazdaságba. A lakossági hitelnyújtás növekedése tovább élénkül, ami az alacsony kamatoknak és a kedvező banki hitelezési feltételeknek tudható be. A kisebb adósságépítési igény szintén támogatja a háztartások kiadásainak dinamikus alakulását. A munkaerőpiaci helyzet további javulása és a háztartások nettó vagyonának növekedése pedig a lakossági fogyasztás és a lakáscélú beruházások növekedésére is kedvezően hat. A vállalati

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 vagy az eurorendszer szakértői által készített prognózisokat ugyanakkor nem látja el jóváhagyásával, és ezek nem tükrözik feltétlenül az euroövezeti kilátásokkal kapcsolatos nézeteit. A prognóziskészítésben alkalmazott eljárásokat és módszereket az *A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises* (Útmutató az eurorendszer és az EKB makrogazdasági szakértői prognózisának elkészítéséhez) című, 2016. júliusi kiadványban ismertettük, amely az EKB honlapján tekinthető meg. A technikai feltevésekhez, így például a kölölajár- és az árfolyam-feltevésekhez szükséges adatok gyűjtésének zárónapja 2018. február 13. (lásd az 1. keretes írást). Az egyéb adatok prognózisba való felvételének utolsó napja 2018. február 19. Az aktuális makrogazdasági prognózis a 2018–2020-as időszakot fedi le. Az ilyen hosszú időszakra vonatkozó előrejelzéseket igen nagy bizonytalanság övezi, amit értelmezésük során figyelembe kell vennünk. Lásd az „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections” (Az eurorendszer makrogazdasági szakértői prognózisának értékelése) című cikket az EKB 2013. májusi Havi jelentésében.

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

² Az adatokat munkanap-hatással korrigáltuk.

beruházások ugyanakkor tovább élénkülnek, ami az árréseknek az emelkedő keresletoldali nyomással összefüggésben való erősödését is tükrözi. Az euroövezeti kivétel 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)

	2018. március				2017. december			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Reál-GDP	2,5	2,4	1,9	1,7	2,4	2,3	1,9	1,7
		[2,1–2,7] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾	[0,7–2,7] ²⁾	[2,3–2,5] ²⁾	[1,7–2,9] ²⁾	[0,9–2,9] ²⁾	[0,6–2,8] ²⁾
Lakossági fogyasztás	1,9	1,7	1,7	1,5	1,9	1,7	1,6	1,5
Kormányzati fogyasztás	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	3,7	4,4	3,4	2,8	4,4	4,3	3,4	2,9
Export ³⁾	5,2	5,3	4,1	3,8	5,0	5,1	4,1	3,7
Import ³⁾	4,6	5,1	4,5	4,0	5,1	5,2	4,4	3,9
Foglalkoztatás	1,7	1,4	1,1	0,8	1,7	1,3	1,0	0,8
Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)	9,1	8,3	7,7	7,2	9,1	8,4	7,8	7,3
HICP	1,5	1,4	1,4	1,7	1,5	1,4	1,5	1,7
		[1,1–1,7] ²⁾	[0,6–2,2] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾	[1,5–1,5] ²⁾	[0,9–1,9] ²⁾	[0,7–2,3] ²⁾	[0,8–2,6] ²⁾
HICP energia nélkül	1,2	1,2	1,6	1,9	1,2	1,3	1,6	1,9
HICP energia és élelmiszer nélkül	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül ⁴⁾	1,0	1,1	1,5	1,8	1,0	1,1	1,5	1,8
Fajlagos munkaerőköltség	0,8	1,1	1,2	1,8	0,9	1,2	1,1	1,8
Egy munkavállalóra jutó jövedelem	1,6	2,2	2,0	2,7	1,7	2,1	1,9	2,7
Munkatermelékenység	0,8	1,0	0,8	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9
Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-1,1	-0,9	-0,9	-0,5
Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában) ⁵⁾	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0
Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)	86,7	84,4	82,1	79,7	87,0	85,1	83,1	80,7
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)	3,7	4,2	4,3	4,5	3,1	2,9	2,7	2,8

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

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

3) Az euroövezet belső kereskedelmét is magában foglalja.

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

5) Az államháztartási egyenlegnek a gazdasági ciklus átmeneti hatásaitól és a kormányzatok ideiglenes intézkedéseitől megtisztított értékeként megadva (a KBER módszertanát lásd: *Műhelytanulmány sorozat, 77*, EKB, 2001. szeptember, és *Műhelytanulmány sorozat, 579*, EKB, 2007. január). A strukturális egyenlegre vonatkozó prognózist 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. A biztonsági megtakarítások növekedése és a foglalkoztatásbővülés – részben az egyes országokban fellépő munkaerőhiány egyre fokozottabb visszafogó hatása miatti – lassulása visszafoghatja a fogyasztási kiadások alakulását. Az euro 2017. április óta tartó erőteljes felértékelődése és az euroövezeti külső kereslet növekedési ütemében bekövetkező lassulás várakozásaink szerint visszafogja a kivitel növekedését.

A rendelkezésre álló reáljövedelem továbbra is határozott ütemben bővül.

A bruttó bérek és fizetések a vizsgált időszak során várhatóan összességében változatlan mértékben járulnak hozzá a rendelkezésre álló nomináljövedelem bővüléséhez, ahogy az erőteljesebb nominális bérnövekedés ellensúlyozza a foglalkoztatásnövekedés lassulásának hatását. Az egyéb személyi jövedelem növekedése az előrejelzés szerint gyorsul, ami az eredmény és a tulajdonból származó jövedelmek pozitív alakulásának tudható be. A rendelkezésre álló reáljövedelem növekedése előrejelzésünk szerint 2018-ban és 2019-ben lendületet vesz, majd 2020-ban a fogyasztóiár-infláció erősödésével párhuzamosan lassulni fog.

A lakossági fogyasztás növekedési üteme kedvező marad. Az igen magas szintű fogyasztói bizalom, a munkaerőpiaci helyzet várható további javulása és az egy munkavállalóra jutó reálbér emelkedése arra enged következtetni, hogy az előttünk álló néhány negyedévben erőteljes lesz a fogyasztásbővülés. Középtávon azonban a lakossági fogyasztás növekedése valamelyest elmarad a rendelkezésre álló reáljövedelem emelkedésétől, mivel a háztartások valószínűleg egyre nagyobb számban fordítják jövedelmüket megtakarításokra.

A lakossági fogyasztás növekedését várhatóan a kedvező bankhitelfeltételek is támogatják, amelyek az EKB monetáris politikai intézkedéseinek és az adósságleépítés terén elért előrelépésnek 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 a háztartások nettó vagyonának növekedése és az adósságleépítés terén elért előrelépés is serkenti a fogyasztást.

A háztartások megtakarítási rátája a hosszú távú összehasonlításban alacsony szintről várhatóan fokozatosan emelkedni fog az előrejelzési időszak során.

A ráta a közelmúltban 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 növekedni fog, ami főként a biztonsági megtakarításoknak a mérséklődő ciklikus fellendüléssel összefüggően várható élénkülését tükrözi, de a munkabéren kívüli jövedelmek növekedése is fokozottan hozzájárul. 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. decemberi prognózissal összevetve a technikai feltevésekben – különösen az USA-dollárral szemben – erősebb euroárfolyam, magasabb olajárak és magasabb kamatlábak szerepelnek. A technikai kamat- és nyersanyagár-feltevések a 2018. február 13-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 2018-ban $-0,3\%$, 2019-ben $-0,1\%$, 2020-ban pedig $0,4\%$. Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2018-ban átlagosan $1,3\%$ -ot, 2019-ben $1,6\%$ -ot, 2020-ban pedig $1,9\%$ -ot jeleznek.³ A 2017. decemberi prognózissal összevetve a rövid lejáratú kamatokra vonatkozó piaci várakozásokat 2019-re 10, 2020-ra pedig 30 bázisponttal, míg a hosszú lejáratú kamatláb-várakozásokat az előrejelzési időszakban körülbelül 20 bázisponttal felfelé módosítottuk.

A nyersanyagárakat tekintve, az adatgyűjtés 2018. február 13-i zárónapja előtti kéthetes periódus határidős árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent nyersolajár a 2017-es 54,4 USA-dollárról 2018-ban 65,0 dollárra emelkedik, majd 2019-ben 61,2 dollárra, 2020-ban pedig 58,3 dollárra esik vissza. A felvázolt pályából következően a 2017. decemberi prognózishoz képest az USA-dollárban kifejezett olajár 2018-ban $5,5\%$ -kal, 2019-ben $3,8\%$ -kal, 2020-ban pedig $1,7\%$ -kal magasabb. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár-alapú ára 2018-ban jelentős mértékben, utána pedig némileg mérsékeltebben tovább emelkedik.⁴

A bilaterális árfolyamok a feltevés szerint az előrejelzési időszakban az adatgyűjtés zárónapját (2018. február 13.) megelőző két hétben érvényesülő átlagos szinten maradnak. Mindebből 2018 folyamán $1,23$ USD/EUR, a 2019–20-as időszakban pedig $1,24$ USD/EUR átlagárfolyam következik, szemben a 2017. decemberben prognosztizált $1,17$ USD/EUR árfolyammal. Az euro (38 kereskedelmi partnerhez viszonyított) effektív árfolyama $1,6\%$ -kal magasabb a 2017. decemberi prognózisban szereplőnél.

³ 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 időszak kezdeti eltérését az előrejelzési időszakon konstansnak tekintjük. Az egyes országok államkötvényhozamai és a megfelelő euroövezeti átlag közötti rést a vizsgált időszakban állandónak tekintjük.

⁴ 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 2019 első negyedévéig a futures árakat követik, majd a világgazdasági teljesítménynek megfelelően alakulnak.

Technikai feltevések

	2018. március				2017. december			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Három hónapos EURIBOR (éves százalék)	-0,3	-0,3	-0,1	0,4	-0,3	-0,3	-0,1	0,1
Tízéves államkötvényhozam (éves százalék)	1,0	1,3	1,6	1,9	1,1	1,1	1,4	1,7
Nyersolajár (USD/hordó)	54,4	65,0	61,2	58,3	54,3	61,6	58,9	57,3
Energián kívüli nyersanyagárak, USD (éves százalékos változás)	7,9	7,4	3,2	4,5	7,9	3,3	3,4	4,3
USD/EUR árfolyam	1,13	1,23	1,24	1,24	1,13	1,17	1,17	1,17
Nomináleffektív euroárfolyam (EER38) (éves százalékos változás)	2,2	4,5	0,1	0,0	2,2	2,8	0,0	0,0

Várakozásaink szerint folytatódik a lakáscélú beruházások fellendülése.

A lakáscélú beruházások mértéke az elmúlt negyedévek során erősen megugrott. A folyamatot elősegítették a kedvező finanszírozási feltételek és a jövedelemnövekedésnek a folyamatos munkahelyteremtéssel összefüggő élénkülése. Emellett a jelek szerint több euroövezeti országban lezárult a lefelé irányuló lakáspiaci korrekció. Felmérések utalnak arra, hogy a háztartások növekvő mértékben tervezik lakóingatlan vásárlását vagy építését, illetve felújítását a következő két évben. 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 várhatóan tovább élénkülnek az előrejelzési időszak során, bár csökkenő ütemben.

Ezt több tényező továbbra is támogatja: az igen kedvező termelési várakozásoknak és rendelésállománynak köszönhetően az üzleti bizalom változatlanul nagyon magas szintű; a kapacitáskihasználtság folyamatosan gyorsan nő, megközelítve a válság előtti csúcspontját; 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 mérsékelt korrekció ellenére) a tőzsdei árfolyamokban erős élénkülését figyelhetttük meg, miközben az idegen tőkével végzett finanszírozás mérsékelt ütemben bővült, a nem pénzügyi vállalati szektor tőkeáttételi mutatója (adósság a teljes eszközállomány arányában) hosszú távú összehasonlításban közel jár a mélyponthoz. A konszolidált bruttó eladósodottság (az adósság bevételhez viszonyított aránya) azonban sokkal kevésbé csökkent, és jelenleg a válságot megelőző mértékű. A vállalati beruházásoknak az előrejelzési időszakban várható fokozatos lendületvesztése emellett a belső és külső kereslet általános lassulásának is betudható.

2. keretes írás

A nemzetközi környezet

A világgazdaság 2017 második felében erősödő ütemben bővült, a teljesítmény és a kereskedelem növekedése pedig egyre szélesebb alapokon nyugszik. Az adatok és felméréseken alapuló mutatók a közeljövőben tartós világgazdasági növekedést jeleznek – a globális összágazati beszerzésimenedzser-index (az euroövezet kivételével) a hosszú távú átlagának közelében van. Annak ellenére, hogy a kamatlábak 2018 eleje óta világszerte emelkednek, a globális pénzügyi kondíciók változatlanul lazák. Februárban az Egyesült Államokban emelkedtek a hosszú lejáratú kamatlábak, a globális részvényárfolyamok pedig meredeken visszaestek, ugyanakkor nőtt a volatilitás. Előretekintve, a világgazdasági teljesítmény növekedése várhatóan összességében stabil, de a válság előtti potenciális növekedésnél lassabb ütemű marad. A fejlett országok kilátásai erőteljes bővülésre mutatnak, amit rövid távon az Egyesült Államokban nemrégiben elfogadott adóreform is támogat. Azután a kibocsátásnövekedés a prognózis szerint némileg lassulni fog, ahogy a fellendülés megszilárdul, és a kibocsátási rések fokozatosan pozitív tartományba kerülnek. A feltörekvő piacgazdaságokban a kilátásokat a nyersanyagexportőr országokban (különösen Braziliában és Oroszországban) a fellendülés támasztja alá, Indiában és Kínában pedig a rugalmas növekedés. Az euroövezet nélkül tekintett világgazdasági teljesítmény a prognózis szerint 2018-ban 4,1%-kal emelkedik, majd 2020-ban mérsékelten, 3,7%-ra lassul. A 2017. decemberi prognózishoz képest a 2017–19. évi világgazdasági GDP-növekedést felfelé módosítottuk, ami elsősorban az Egyesült Államok fiskális csomagjának kedvező hatását tükrözi.

A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

	2018. március				2017. december			
	2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
Világ reál-GDP-je (euroövezet nélkül)	3,8	4,1	3,9	3,7	3,7	3,9	3,8	3,7
Világkereskedelem (euroövezet nélkül) ¹⁾	5,6	4,9	4,5	3,9	5,6	4,5	4,2	3,7
Euroövezeti külső kereslet ²⁾	5,5	4,7	4,1	3,6	5,5	4,4	3,8	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 teljesítmény kilátásaihoz (a kereskedelem globális GDP-növekedéshez viszonyított rugalmassága 1 körüli értéken marad). Az euroövezet külső kereslete 2017-ben 5,5%-kal, 2018-ban 4,7%-kal, 2019-ben 4,1%-kal, 2020-ban pedig 3,6%-kal bővül. A 2017. decemberi prognózissal összehasonlítva az euroövezet külső keresletét felfelé módosítottuk, ami főként az egyesült államokbeli adóreform pozitív hatásának tudható be, amely várhatóan erősíti az importkeresletet az Egyesült Államokban.

3. keretes írás

A világkereskedelmi kilátásokat alakító tényezők

A világkereskedelem a tartósan visszafogott növekedés időszaka után az elmúlt 18

hónapban magára talált. Az import 2017-ben világviszonylatban 5,5%-kal, a 2012–16-os átlagot jóval meghaladó mértékben bővült. A globális importnövekedés a világgazdasági konjunktúra bővülését is meghaladta, ami a világkereskedelmi jövedelemrugalmasság emelkedésére enged következtetni. Noha a világkereskedelem utóbbi időben tapasztalt erősödése látszólag részben néhány konkrét, egyszeri tényezőnek tudható be – különösen a külkereskedelem egyes ázsiai feltörekvő országokban történt megugrásának, valamint a világkereskedelmi adatokra jellemző volatilitásnak – az elmúlt évben történt világkereskedelmi fellendülés a jelek szerint az egyes régiók viszonylatában széles alapokon nyugszik. Öt kivétellel a 32 legnagyobb gazdaságban nőtt az import 2017-ben a megelőző öt év átlagához képest.

A világgazdasági teljesítmény és különösen a beruházások ciklikus fellendülése hozzájárult

a külkereskedelmi élénküléshez. Az utóbbi évek csalódást keltő teljesítménye után a világgazdasági teljesítmény a ciklikus fellendülés jeleit mutatja. A világkereskedelem szempontjából lényegesebb, hogy a beruházások mértéke – amely a kereslet viszonylag magas importigényű eleme – nagyon alacsony szintre esett vissza 2016 elején (a világkereskedelem növekedési ütemének mélypontján), az utóbbi negyedévekben pedig jelentősen nőtt, és kis híján elérte a válságot megelőző átlagát. A növekvő teljesítmény és a beruházások fellendülése több tényezőnek tudható be: ilyen például a fiskális megszorítások enyhítésével és a tartósan nagyon laza monetáris politikával összhangban egyre inkább támogató gazdaságpolitika a fejlett országokban, valamint a nagyfokú bizalomnak köszönhetően kedvező finanszírozási feltételek. Ezen túlmenően, a stabil vagy emelkedő nyersanyagárak támogatták a beruházást a nyersanyagexportőr országokban, amely a cserearány 2014 utáni meredek romlását követően mélypontra zuhant.

Az egyes országok importkeresletére vonatkozó modellek alátámasztják, hogy a beruházások a mozgatórugó szerepét töltik be a kereskedelem közelmúltbeli alakulásában.

A standard importkeresleti modellek (a világpiacon 75%-át képviselő) 19 országra vonatkozó becslései megerősítik azt a megállapítást, hogy a fellendülést részben az emelkedő globális beruházásigény támogatta. A külkereskedelem közelmúltbeli erőteljes bővülésére (a modellekben is jelzett) további magyarázattal szolgál, hogy a kereskedelmi jövedelemrugalmasság rendkívül prociklikus: az olyan gazdaságélénkülés során, amikor a teljesítmény a trendnél gyorsabb ütemben bővül, rendszerint a kereskedelem jövedelemhez viszonyított rugalmassága is emelkedik. Ez az értelmezés összhangban áll a múltbeli tapasztalatokkal: ahogy a világgazdasági teljesítmény a 2015-ös és 2016-os gyengélkedése után újra erőre kapott, a világkereskedelem még gyorsabban nőtt – azaz újra nőtt a kereskedelmi jövedelemrugalmasság.

A kereskedelmi jövedelemrugalmasság közelmúltbeli élénkülésének hátterében meghúzódó, kedvező tényezők várhatóan lecsengenek az előrejelzési időszak során.

A globális beruházásokra vonatkozó prognózisok szerény mértékű további bővülést jeleznek, amint a fellendülés eléri a csúcspontját, felszámolódnak a kihasználatlan kapacitások, és lassul a világgazdasági konjunktúra. Emellett várhatóan mérséklődni fog a világgazdaság bővülése, következésképp visszaesik a kereskedelmi jövedelemrugalmasság, ami egyrészt a világgazdasági növekedés lassulásához igazodó, prociklikus jellegéből, másrészt a beruházások növekedésének visszafogottabb pályájából adódik. Így az importbővülés az előrejelzési időszak vége felé várhatóan inkább a teljesítményhez igazodik. Ez összhangban áll a ténnyel, hogy azok a hosszabb távú strukturális tényezők, amelyek korábban a globális konjunktúra bővülését meghaladó ütemű

világkereskedelmi expanzió hajtóerejét jelentették – elsősorban a globális értékláncok gyors bővülése – a pénzügyi válság óta mérséklődtek.⁵

Az euroövezeten kívülré irányuló export növekedését a prognózis szerint fékezi az euro utóbbi időben tapasztalt felértékelődése.

A 2017 második felében mutatott erőteljes növekedése után az euroövezeten kívülré irányuló export az euro közelmúltbeli felértékelődése nyomán várhatóan lassabb ütemben nő, mint az euroövezet külső kereslete, ami az exportpiaci részesedések csökkenését vonja maga után. Az euroövezeten kívülről származó behozatalra várhatóan kedvezően hatnak a pozitív belső keresleti folyamatok és az erősebb euroárfolyam. Az importnövekedés prognosztizált lassulása kisebb mértékű, mint az exportnövekedésé, ezért a nettó külkereskedelemnek a gazdasági növekedéshez való hozzájárulása 2018 folyamán enyhén negatív, majd semleges lesz.

A foglalkoztatásnövekedés némi lassulása prognosztizálható.

Az euroövezeti foglalkoztatottak létszáma 2017 harmadik negyedében 0,4%-kal emelkedett, és becslések szerint az utolsó negyedévben tovább bővült. Az utóbbi időben tapasztalt erőteljes bővülés az egyes országok viszonylatában széles alapokon nyugszik, a jövőre vonatkozó felmérések pedig rövid távon további erőteljes foglalkoztatásnövekedést sejtetnek. Utóbbi ezután várhatóan veszít a lendületéből, mivel egyes kedvező átmeneti tényezők (például az egyes országokban érvénybe lépett fiskális ösztönzés) várhatóan fokozatosan veszítenek a hatásukból, és mivel az állami szférában foglalkoztatottak aránya néhány országban a prognózis szerint csökkenni fog.

A munkaerő-bővülés ütemét az előrejelzés szerint egyre jobban fékezi a kínálati hiány.

Az előrejelzési időszakban a munkaerő-állomány folyamatosan bővül, ami a munkavállalók nettó bevándorlásának, a menekültek várható integrációjának és a munkaerőpiaci aktivitási ráta további növekedésének tudható be. A vizsgált időszakban azonban ezekkel a pozitív hatásokkal szemben fokozatosan túlsúlyba kerülnek az egyre inkább kedvezőtlen demográfiai folyamatok. Ez szintén hozzájárul ahhoz, hogy 2019-ben és 2020-ban lassabban bővül a foglalkoztatás.

A munkanélküliségi ráta 2020-ban várhatóan lemegy 7,2%-ra.

A munkanélküliségi ráta 2018 januárjában 8,6%-ra esett vissza, ami 2008 vége óta a legalacsonyabb megfigyelt érték. Előretekintve, a munkanélküliek számának a válság előtti mélypontot megközelítő, további jelentős csökkenését valószínűsítjük.

A munkatermelékenység növekedése a ciklikus alakulást tükrözve a korábbi éveknél magasabb lesz.

A munkatermelékenység 2017-ben lendületet vett, amikor a fent említett átmeneti foglalkoztatásélénkülés kezdett lecsengeni. Előretekintve, a kihasználatlan kapacitások csökkenésével összefüggésben növekvő

⁵ Lásd még a Központi Bankok Európai Rendszere Nemzetközi Kapcsolatok Bizottsága munkacsoportjának „Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?” (A világkereskedelem gyengeségének értelmezése – Mi az új megszokott?) című írását az EKB műhelytanulmányainak (*Occasional Paper Series*) 178. számában (2016.).

tőkefelhasználás, az egy munkavállalóra jutó nagyobb munkaóraszám és a teljes tényezőtermelékenység emelkedése következtében a termelékenység nagyjából a jelenlegi szinten bővül az előrejelzési időszakban. 2019–20-ban azonban várhatóan valamivel alacsonyabb lesz, mint a válság előtti 1%-os átlagos értéke.

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. Az előrejelzési időszak végén a potenciális növekedés várhatóan nagyjából visszaáll a válságot közvetlenül megelőző szintre, bár még mindig elmarad a tényleges reál-GDP-növekedéstől. Megjegyzendő azonban, hogy a potenciális növekedést és a mögötte levő hajtóerőket nem lehet megfigyelni, és a rájuk vonatkozó becsléseket meglehetősen nagy bizonytalanság övezi.

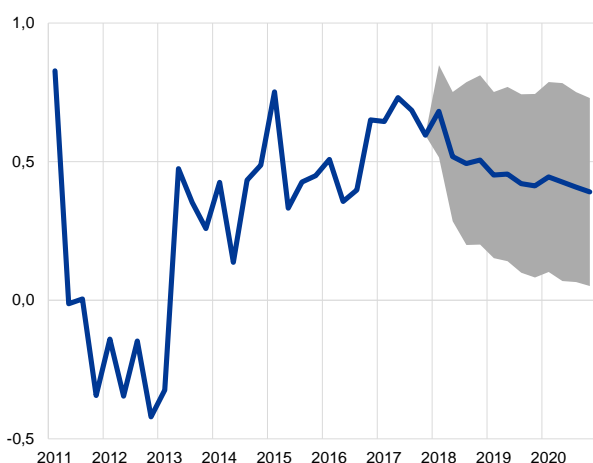
A 2017. decemberi előrejelzéshez viszonyítva a reál-GDP-növekedésre vonatkozó prognózist 2018-ra felfelé módosítottuk, 2019–20-ra pedig változatlanul hagytuk. A felfelé módosítás főként a korábban vártnál kedvezőbb üzleti és fogyasztói hangulattal függ össze – ami erőteljesebb növekedési lendületre enged következtetni –, valamint a külső kereslet felfelé módosításával. Később a növekedés erőteljesebb lendületéből adódó pozitív hatást várhatóan jórészt ellensúlyozza az euro közelmúltbeli felértékelődésének az euroövezeten kívülre irányuló exportra gyakorolt kedvezőtlen hatása és a magasabb hosszú lejáratú kamatlábak hatása.

1. ábra Makrogazdasági prognózis¹⁾

(negyedéves adatok)

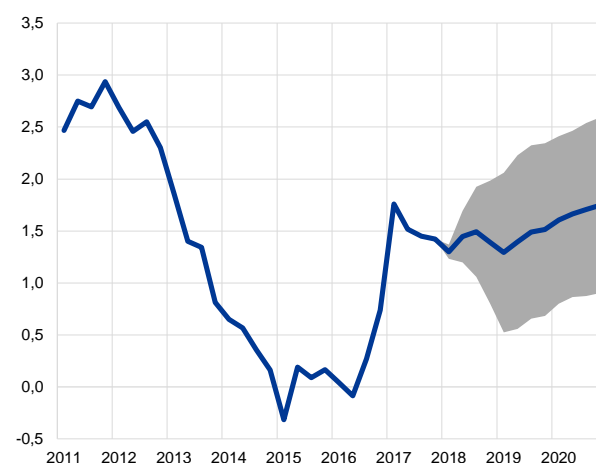
Euroövezeti reál-GDP²⁾

(negyedéves változás, százalék)



Euroövezeti HICP

(éves változás, százalék)



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

2) Munkanappal korrigált adatok.

A HICP-vel mért infláció várhatóan csak az előrejelzési időszak vége felé fog emelkedni, mivel az energiaárakat is tartalmazó HICP-infláció 2018-as és 2019-es csökkenése nagyjából ellensúlyozza a trendinfláció erősödését. A HICP-vel mért infláció 2018-ban és 2019-ben átlagosan 1,4% lesz, 2020-ban pedig 1,7%-ra erősödik. Ami az összetevőket illeti, noha az energiaárakat is tartalmazó HICP-infláció a következő hónapokban várhatóan erősödik – ami a közelmúlt olajár-emelkedését és a magasabb infláció irányába mutató bázishatásokat tükrözi –, 2018 végétől meredeken csökken, és 2019 közepére eléri a nulla körüli értéket. A HICP-ben foglalt energiaárak innentől változatlan pályája az olajár-futures-görbe lefelé irányuló pályájának és az energiaadók felfelé mutató hatásának az eredője. Az élelmiszerárakat is tartalmazó HICP-infláció esetében mérsékelt ütemű növekedésre számítunk az előrejelzési időszakban, amelyet a nemzetközi élelmiszer-jellegű nyersanyagárak feltételezett emelkedése és a dohánytermékekre kivetett adók emeléséből származó felfelé irányuló hatás támogat. Az árak alappályájára nehezedő nyomás a prognózis szerint emelkedni fog, ahogy a gazdaság a potenciális növekedési ütemet meghaladóan bővül, és nő a pozitív kibocsátási rés. Különösen az egyre feszesebb munkaerőpiaci helyzet erősíti a bérnövekedést – amihez néhány országban jelentős munkaerő-kínálati korlátok járnak –, és az ezzel járó költségemelkedés a jelenlegi, élénk növekedéssel jellemezhető környezetben átgyűrűzik az árakba. Az utóbbi időszak olajár-emelkedése és az energiahordozókon kívüli nyersanyagárak feltételezett emelkedése várhatóan átmeneti, felfelé irányuló közvetett hatást gyakorol a trendinflációra. Noha az euroárfolyam közelmúltbeli erősödése várhatóan leszorítja az inflációt, ezt bizonyos mértékig ellensúlyozza a jelenlegi igen lendületes euroövezeti növekedés, mivel ehhez köthetően megnőtt a vállalatok árképzési ereje az euroövezetben. Az élelmiszer- és energiakomponens nélkül vizsgált HICP-infláció összességében 2020-ra fokozatosan 1,8%-ra emelkedik.

A munkaerőpiac szűkülésével és a bérnövekedést néhány országban az elmúlt években fékező intézkedések lecsengésével a bérnövekedés markáns gyorsulása várható az előrejelzési időszakban. Az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedési üteme várakozásunk szerint a 2017. évi 1,6%-ról 2020-ban 2,7%-ra emelkedik. 2019-ben átmeneti lassulásra számítunk, ami egy franciaországi fiskális intézkedésnek tudható be – egy adóhitelt (CICE) a munkáltatói társadalombiztosítási járulék állandó érvényű csökkentésére konvertáltak.⁶ A fajlagos munkaerőköltség növekedési üteme várhatóan az egy munkavállalóra jutó jövedelem növekedéséhez hasonló mértékben erősödik (a 2017. évi 0,8%-ról 2020-ban 1,8%-ra), tekintettel arra, hogy a termelékenységnövekedés üteme az előrejelzési időszakban nagyjából változatlan lesz. A bérnövekedés gyorsulása mögött elsősorban a munkaerőpiaci feltételek előre jelzett javulása áll, valamint a fokozódó munkaerőpiaci szűkülés és az euroövezet egyes pontjain jelentős munkaerőhiány. A ciklikus lendületen túl a teljes inflációnak a 2017-ben a megelőző

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

három évhez viszonyítva megfigyelhető jelentős gyorsulása várhatóan szintén hozzájárul a magasabb bérnövekedéshez az olyan euroövezeti országokban, ahol a bérezési folyamatok múltbeli adatokra épülő indexálást vagy várakozásokat is magukban foglalnak. Ezenkívül fokozatosan megszűnnek a válsághoz köthető, a béreket fékező tényezők – mint a bérezés visszafogásának szükségessége, amely néhány országban a válság után az árak versenyképességének visszanyerése céljából volt jelen, valamint a nominálbér lefelé irányuló merevsége miatt a válság alatt felgyülemlett bérvisszafogás hatása –, ahogy az euroövezeti országok gazdasága egyre szélesebb körben folyamatosan élénkül. Végezetül, egyes országokban elhalványul a társadalombiztosítási járulékokat csökkentő intézkedések bérvisszafogó hatása, mivel ezek az elkövetkező néhány évben fokozatosan lejárnak, és várhatóan véget ér a bérbefagyasztás a közsférában.

Az előrejelzési időszak első részében a profitráták várhatóan valamivel gyorsabban nőnek, mint tavaly. A profitráták nemrégiben megindult határozott erősödése a külkereskedelem alakulásának kevésbé kedvezőtlen feltételeit, valamint a gazdaság ciklikus javulását tükrözi. Utóbbi a folyamatos gazdasági expanzió tükrében várhatóan folytatódni fog. A folyamatot azonban fékezi – különösen a tárgyidőszak vége felé – a fajlagos munkaerőköltség növekedésének és az egységnyi nettó közvetett adóknak a prognosztizált emelkedése.

Az importár-infláció 2017-ben ismét felerősödött, és várhatóan pozitív marad a tárgyidőszak során, bár mérsékeltebb lesz, mint a közelmúltban. Az importárak 2017. évi meglehetősen erőteljes emelkedése elsősorban az olajárakban bekövetkezett fordulatnak tudható be, valamint az energiahordozókon kívüli nyersanyagárak alakulásának. Az importár-növekedés 2017 utáni lassulása hasonlóképpen az olaj- és más nyersanyagárak feltételezett mérsékelt alakulásával hozható összefüggésbe. Az euro felértékelődése azonban enyhíti azt a hatást, amelyet a nyersanyagárak alakulása és a világszerte fokozatosan emelkedő inflációs nyomás fejt ki az euroövezeti importárakra. Általánosabban, a globális trendinflációs nyomás várhatóan fokozatosan erősödni fog az előrejelzési időszak során, ahogy a világgazdasági termelési költségek a globális szabad kapacitások csökkenésével párhuzamosan emelkednek.

A HICP-inflációs kilátásokat a 2017. decemberi prognózishoz képest 2019-re kismértékben lefelé módosítottuk. Míg 2018-ra az USA-dollárban kifejezett magas olajár-feltevések ellensúlyozzák a magasabb euroárfolyam inflációra gyakorolt fékező hatását, 2019-re az euro felértékelődésének hatásai játszanak majd meghatározó szerepet, ami valamivel alacsonyabb várható HICP-inflációval jár.

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 ellentételezték a közvetettadó-

emelések és a kormányzati fogyasztás visszafogottabb növekedése. 2018-ban a 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 jelenlegi államháztartási kiadások visszafogott bővülése. A fiskális politikára 2019 és 2020 között átlagban semleges irányt prognosztizálunk, mivel a közvetlen adók és a társadalombiztosítási járulékok további csökkentését várhatóan ellentételezik az államháztartási kiadások további visszafogása.

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 kamatfizetések 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. decemberi előrejelzéshez viszonyítva a fiskális kilátások kissé alacsonyabb deficitre és GDP-arányos adósságrátára engednek következtetni, amit elsősorban a kedvezőbb makrogazdasági folyamatok támasztanak alá.

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 a néhány fontos alapfeltevést övező bizonytalanságot és a prognózisok ezekkel szembeni érzékenységét mutatja be.

1) Alternatív olajpálya

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

Az alapprognózis hátterében álló, a futures kőolajpiacokon alapuló technikai feltevések csökkenő olajpályát jeleznek, amely szerint a hordónkénti Brent nyersolajár 2020 végére 58 USA-dollárra becsülhető. A futures olajárak pályája a markánsan növekvő világgazdasági kőolajkeresletnek felel meg, amely az erősödő világgazdasági élénküléshez társuló forgatókönyv. A kínálati tényezőket illetően, a geopolitikai tényezőket, továbbá az OPEC és egyes nem OPEC-tag országok közötti, a kitermelés visszafogását célzó megállapodást részben ellensúlyozza a palaolaj-kitermelés fokozása az Egyesült Államokban. Az EKB szakértői által a kőolajárak előrejelzési időszakban várható pályájának becslésére alkalmazott alternatív modellkombináció⁸ jelenleg a technikai feltevésnél

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

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.

magasabb olajárakat jelez. Az alapprognózisnál 13,5%-kal magasabb olajárakat jelző alternatív olajár pályának 2020-ra való megvalósulása kismértékben visszafogná a reál-GDP növekedését, ugyanakkor a HICP-infláció valamivel (2019-ben 0,2 százalékponttal, 2020-ban pedig 0,3 százalékponttal) gyorsabb emelkedését vonná maga után.

2) Alternatív árfolyampálya

Ez az érzékenységi elemzés az euroárfolyam további erősödésének a hatását vizsgálja, amelynek az euro irányában folyamatosan javuló befektetői hangulat a hajtóereje. Ez a

foratókönyv a 2018. február 13-i USD/EUR árfolyamra vonatkozó opciókból számított, kockázatsemleges sűrűségből származó eloszlás 75. percentilisének alapul. A pálya alapján az euro a dollárhoz képest 2020-ban fokozatosan 1,42 USD/EUR-ra erősödik, amely 14,6%-kal haladja meg az adott évi alapfeltevést. A megfelelő nomináleffektív euroárfolyamra vonatkozó feltevés historikus szabályszerűségeket tükröz: az USD/EUR árfolyam változása 50%-ot éppen meghaladó elaszticitással felel meg az effektív árfolyam változásának. Az exogén árfolyamsokot feltételező foratókönyv esetében több szakértői makrogazdasági modell eredményeinek átlaga 2018-ban 0,1 százalékponttal, 2019-ben 0,5 százalékponttal, 2020-ban pedig 0,2 százalékponttal alacsonyabb reál-GDP-növekedést jelez. A HICP-vel mért infláció 2018-ban, 2019-ben és 2020-ban 0,1, 0,5, illetve 0,4 százalékponttal lenne alacsonyabb. Meg kell jegyezni, hogy a fent becsült növekedési és inflációs hatások kizárólag tisztán exogén árfolyamsok esetén állnak fenn.

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 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		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020
Az EKB szakértői prognózisa	2018. március	2,4	1,9	1,7	1,4	1,4	1,7
		[2,1–2,7]	[0,9–2,9]	[0,7–2,7]	[1,1–1,7]	[0,6–2,2]	[0,8–2,6]
Európai Bizottság	2018. február	2,3	2,0	-	1,5	1,6	-
OECD	2017. november	2,1	1,9	-	1,5	1,7	-
Euro Zone Barometer	2018. február	2,3	1,9	1,6	1,6	1,6	1,7
A Consensus Economics előrejelzései	2018. február	2,3	1,9	1,3	1,5	1,5	1,7
Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)	2018. január	2,3	1,9	1,7	1,5	1,7	1,8
IMF	2017. október / 2018. január	2,2	2,0	-	1,4	1,7	1,8

Forrás: Az Európai Bizottság 2018. téli időközi európai gazdasági előrejelzése; az IMF 2018. januárban aktualizált világgazdasági előrejelzése (reál-GDP); az IMF 2017. októberi világgazdasági előrejelzése (HICP); az OECD 2017. novemberi gazdasági előrejelzése; a Consensus Economics 2018. februári előrejelzései; a Consensus Economics 2020-as adatai a 2017. októberi hosszú távú előrejelzésből származnak; MJEconomics a 2018. februári Euro Zone Barometer esetében; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített, 2018. januári felmérése.

Megjegyzések: Az eurorendszer és az EKB szakértőinek makrogazdasági prognózisai, valamint az OECD-előrejelzések egyaránt munkanappal igazított éves növekedési ütemek, ezzel szemben az Európai Bizottság és az IMF 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, 2018

Levelezési cím: 60640 Frankfurt am Main, Németország

Telefonszám: +49 69 1344 0

Honlap: www.ecb.europa.eu

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

ISSN 2529-4539 (pdf)

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