



# Az EKB szakértőinek 2017. márciusi makrogazdasági prognózisa az euroövezetről<sup>1</sup>

*Az euroövezetben megfigyelhető gazdasági fellendülés az előzőleg vártnál kissé gyorsabban folytatódik. A várt világgazdasági fellendülés és a szilárd belső kereslet – amit az igen laza monetáris politika, az adósságleépítés terén több szektorban is megtett előrelépés, valamint a munkaerőpiaci helyzet folyamatos javulása is támogat – az előrejelzési időszakban a fellendülés folyamatosságát valószínűsíti.*

*A közelmúltbeli olajár-emelkedés a HICP-vel mért átlagos inflációt az év során várhatóan 1,7%-ra növeli. A trendinflációs nyomás ugyanakkor csak fokozatosan nő a vizsgált időszakban.*

1

## Reálgazdaság

**A rövid távú mutatók a közeljövőben folyamatosan erőteljes növekedést jeleznek.** A reál-GDP 2016 utolsó negyedében 0,4%-kal nőtt. A fellendülés egyre inkább széles alapokon nyugszik mind az egyes szektorok, mind az euroövezeti országok összehasonlításában. A munkaerőpiaci helyzet az elmúlt hónapokban tovább javult, a munkanélküliségi ráta a vártnál némivel erősebben csökkent. Míg a gazdaságpolitikai bizonytalanság nőtt, a pénzügyi és gazdasági bizonytalanság továbbra is kicsi (lásd az 1. keretes írást). Emellett a bizalom tovább javult, ami 2017 első felében reziliens növekedésre utal.

**Az előrejelzési időszakban a reál-GDP 2017-ben 1,8%-kal, 2018-ban 1,7%-kal, 2019-ben pedig 1,6%-kal nő.** A fellendülést 2013 közepe óta elsősorban a belső kereslet támogatja, beleértve az erőteljes lakossági fogyasztást és a beruházások pozitív hozzájárulását. Több kedvező tényező várhatóan tovább serkenti a belföldi keresletet a vizsgált időszakban, amit tovább erősít az EKB igen laza monetáris politikája. Az euroövezeti export a prognózis szerint az előrejelzési időszakban

<sup>1</sup> Az EKB szakértői által készített makrogazdasági prognózis a Kormányzótanácsnak a gazdasági folyamatok és az árstabilitási kockázatok értékelése során felhasznált egyik információforrása. Az EKB vagy az eurorendszer szakértői által készített prognózisokat a Kormányzótanács ugyanakkor nem látja el jóváhagyásával, és 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 kőolajár- és az árfolyam-feltevésekhez szükséges adatok gyűjtésének zárónapja 2017. február 14. (lásd a 2. keretes írást). Az egyéb adatok prognózisba való felvételének utolsó napja 2017. február 20., kivétel ez alól Németország, amely esetében a február 23-án közzétett negyedéves nemzeti számlaadatokat is figyelembe vesszük. A mostani makrogazdasági prognózis a 2016–2019-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 cikk az EKB 2013. májusi Havi jelentésében.

erősödni fog, amit a világkereskedelmi fellendülés és az euroárfolyam múltbeli gyengülése támogat.

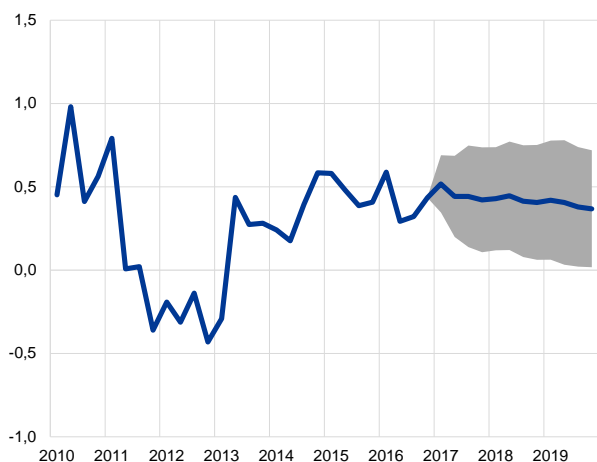
## 1. ábra

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

(negyedéves adatok)

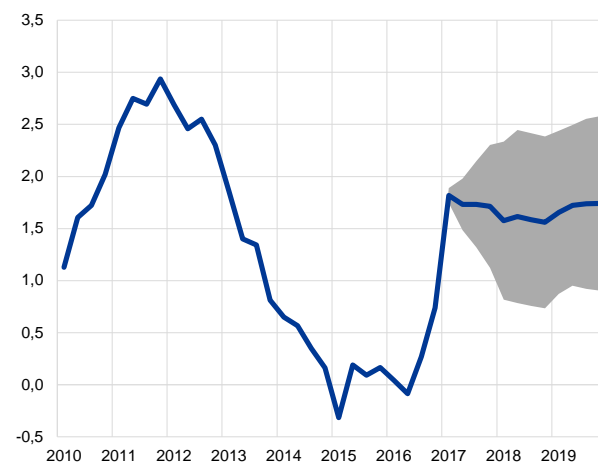
#### Euroövezeti reál-GDP<sup>2)</sup>

(negyedéves változás, százalék)



#### Euroövezeti HICP

(éves változás, százalék)



1) A prognózis alappályáját övező sávokat többéves időszak prognózisai és a tényleges adatok közötti különbség alapján határozzuk meg. A sáv szélesség az eltérések átlagos abszolút értékének kétszerese. A sávok becslési módszerét, amely rendkívüli események miatti korrekcióit 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 becslésére) című, 2009. decemberi kiadvány ismerteti.

2) Munkanappal korrigált adatok.

## 1. keretes írás

### A gazdaságpolitikai bizonytalanság jelentősége az euroövezeti gazdasági kilátások szempontjából

**Az elmúlt hónapokban megugrott a gazdaságpolitikai bizonytalanság mutatója (EPU).<sup>2</sup>** Az emelkedés valószínűleg az Egyesült Királyságnak az EU-ból való kilépését támogató népszavazással és az Egyesült Államok elnökválasztásának az eredményével van összefüggésben. Emellett valószínűleg tükrözi a több euroövezeti országban napirenden levő választások miatti bizonytalanságot is. Ebben a keretes írásban az EPU-mutatót tárgyaljuk, a bizonytalansági mutatók tágabb kontextusába helyezzük, és megállapítjuk, hogy a gazdasági kilátások szempontjából való jelentősége a jelenlegi helyzetben valószínűleg elég korlátozott.

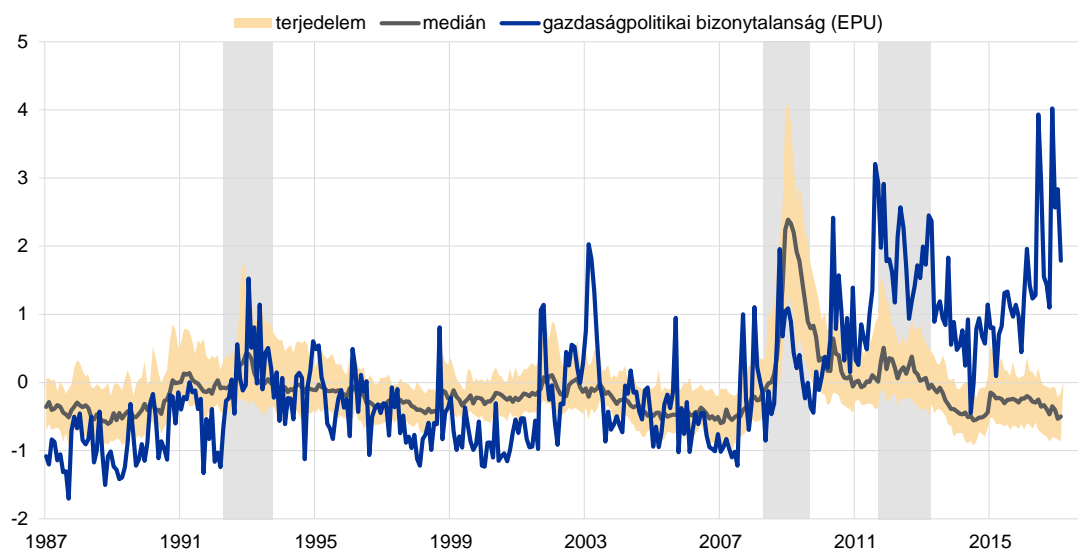
**A megemelkedett gazdaságpolitikai bizonytalanság elvben káros lehet a gazdasági teljesítményre, mivel ahhoz vezethet, hogy a vállalkozások elhalasztják, vagy meg sem hozzák beruházási döntéseiket, amíg a bizonytalanság el nem múlik.** Hasonlóképpen kedvezőtlenül befolyásolhatja a háztartások nagyobb vásárlási döntéseit. A nagyfokú

<sup>2</sup> Az EPU-mutató azoknak a vezető újságokban megjelenő cikkeknek a gyakoriságát veszi számba, amelyekben szerepelnek a „bizonytalan” vagy „bizonytalanság”, a „gazdasági” vagy „közgazdasági” szavak, továbbá több olyan gazdaságpolitikai kifejezés közül egy, mint a „hiány” vagy a „szabályozás”. További részleteket lásd: Baker, S., Bloom, N. és Davis, S., „Measuring economic policy uncertainty” (A gazdaságpolitikai bizonytalanság mérése), *NBER Working Paper Series*, No 21633, 2015. október.

bizonytalanság oda vezethet, hogy a háztartások megnövelik az elővigyázatossági megtakarításaikat. Végezetül a bizonytalanság a megemelkedett kockázati felárakból eredő magasabb finanszírozási költségeken keresztül is ronthatja a gazdasági teljesítményt, továbbá valószínűleg kevésbé ösztönzi a bankokat a háztartási és vállalati hitelkihelyezésre.<sup>3</sup>

## Az euroövezet egyes bizonytalansági mutatói

(a számtani átlagtól való szórás)



Forrás: Baker/Bloom/Davis; Consensus Economics; Eurostat; Európai Bizottság; EKB, az EKB számításai.  
Megjegyzések: a szürke sátozás a CEPR által megállapított euroövezeti recessziókat mutatja. A mintaterjedelem az euroövezetre becsült mintegy 130 (pénzügyi, előrejelzési, gazdasági és gazdaságpolitikai) bizonytalansági mutató 25–75. percentiliséjét jelöli.

**Ugyanakkor a gazdaságpolitikai bizonytalanság utóbbi időben tapasztalt növekedése ellenére a gazdasági folyamatok az euroövezetben a közelmúltban teherbíróbbnak mutatkoztak.** Az euroövezet gazdasági fellendülése a korábbinál szélesebb alapokon nyugszik<sup>4</sup>; ezenkívül túlnyomórészt a belföldi keresletre támaszkodik, aminek köszönhetően nem olyan érzékeny a külső sokkokra. Emellett az összes intézményi szektor jelenleg teherbíróbb, mint a válság előtti időszakban, mivel a tőkeáttételi mutatókat fenntarthatóbb szintre csökkentették. A háztartások és vállalatok bizalmi mutatói igen magas szinten állnak, a pénzügyi piacok pedig a jelek szerint nem áraztak be kis valószínűségű, de annál nagyobb hatású eseményekre vonatkozó kockázatot.

**Jelenleg valóban szignifikáns eltérés van a megnövekedett gazdaságpolitikai bizonytalanság és az egyéb gazdasági és pénzügyi bizonytalansági mutatók meglehetősen visszafogott szintjei között.** A diagramon az euroövezetre becsült mintegy 130 bizonytalansági mutató mediánja, a mutatók 25. percentilistől 75. percentiliséig való terjedelme és az EPU-mutató látható.<sup>5</sup>

<sup>3</sup> A bizonytalanság továbbításának különféle csatornáiról lásd bővebben: Bloom, N., „Fluctuations in uncertainty” (A bizonytalanság alatti fluktuációk), *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 28, No 2, 2014, 153–176. o.

<sup>4</sup> Lásd az „Economic growth in the euro area is broadening” (Az euroövezet gazdasági növekedésének kiszélesedése) című 1. keretes írást, *Economic Bulletin*, 1. szám, EKB, 2017.

<sup>5</sup> A téma áttekintését lásd: „The impact of uncertainty on activity in the euro area” (A bizonytalanság hatása az euroövezet gazdasági teljesítményére), *Economic Bulletin*, 8. szám, EKB, 2016. Lásd még: Haddow, A., Hare, C., Hooley, J. és Shakir, T., „Macroeconomic uncertainty: what is it, how can we measure it and why does it matter?” (Makrogazdasági bizonytalanság: mi az, hogyan mérjük, és miért fontos?) *Quarterly Bulletin*, Second Quarter, Bank of England, 2013.

Az összes mutató mediánjának az az előnye az egyes bizonytalansági mutatókkal szemben, hogy jobban megragadja a különféle bizonytalansági dimenziókat, a 25.-től a 75. percentilisig terjedő tartomány pedig a vizsgált bizonytalansági mutatók körüli bizonytalanságot a kiugró értékektől megtisztítva nézi. Látható, hogy az euroövezeti bizonytalansági mutatók mediánja, valamint 25.-től 75. percentilisig való terjedelme aktuálisan kis bizonytalanságot mutat. Az EPU-mutató ezzel szemben kiugró értéknek bizonyul, jelenleg még inkább, mint az elmúlt hat évben.

**Elképzelhető, hogy az EPU-mutató ebben a pillanatban nem jelzi feltétlenül megbízhatóan a megnövekedett bizonytalanságot.** Először is, nem tesz különbséget a belföldi gazdaságpolitikai intézkedésekkel, illetve a külső gazdaságpolitikai intézkedésekkel kapcsolatos bizonytalanságok között. Tehát ha abból indulunk ki, hogy a vállalkozások és a fogyasztók különbséget tesznek a bizonytalanság belföldi és külső forrásai között, mégpedig elsősorban a belföldi forrásokra helyezve a hangsúlyt, ez megmagyarázhatja az EPU-mutató és az egyéb bizonytalansági mutatók közötti viszonylag laza korrelációt, valamint hogy az előbbi korlátozott empirikus relevanciával bír az euroövezetbeli gazdasági trendek előrejelzésében. Másodsorban, az EPU-mutató országonként csupán két vezető újságot szemlél, ami miatt előfordulhat, hogy a minta túl kicsi ahhoz, hogy a széles nyilvánosság megítélését reprezentatív módon tükrözze. Harmadrészt, az EPU-mutató sokkal volatilisebben jelzi a bizonytalanságot az egyéb mutatóknál, gyakori megugrásokat mutatva, amikor az egyéb mutatók mérsékeltek maradnak, vagy amikor a gazdasági teljesítményt látszólag nem befolyásolja a bizonytalanság. Mindez óvatosságra int, amikor a gazdasági folyamatokat ezzel a mutatóval prognosztizáljuk.<sup>6</sup>

---

**A lakossági fogyasztás növekedési üteme az előrejelzési időszakban erőteljes marad.** Az elmúlt hónapokban a fogyasztói bizalom magas szinten maradt az általánosan javuló gazdasági várakozások és a kedvezőbb egyéni pénzügyi várakozások nyomán. Amennyiben a javuló munkaerőpiaci helyzetet is figyelembe vesszük, a lakossági fogyasztás várhatóan a közeljövőben tovább bővül.

**A rendelkezésre álló nomináljövedelem továbbra is erőteljesen bővül.** A bruttó bérek és fizetések az előrejelzési időszak során nagyobb mértékben járulnak hozzá a rendelkezésre álló nomináljövedelem bővüléséhez.

**A kedvező banki hitelfeltételek – amelyeket az EKB monetáris politikai intézkedései is megerősítenek – támogatják a lakossági fogyasztás 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. Ezenfelül szintén a fogyasztás bővülését támogatják az adósságleépítés terén elért eredmények és a háztartások nettó vagyonának jelzett növekedése, ami a lakásárak további drágulását tükrözi.

---

<sup>6</sup> Lásd még Forbes, K., „Uncertainty about uncertainty” (Bizonytalanság a bizonytalanság körül) című, a J. P. Morgan Cazenove „Best of British” konferencián Londonban 2016. november 23-án elhangzott beszédét, amelyben az Egyesült Királyság vonatkozásában hasonló konklúzióra jut.

**A magasabb olajárak ugyanakkor kedvezőtlenül hatnak a rendelkezésre álló reáljövedelemre, noha a fogyasztási hatást várhatóan részben ellensúlyozza a fogyasztás simítása.** A megtakarítási ráta 2015 közepe és 2016 közepe között emelkedett, ahogy a háztartások az olajárakhoz köthető rendkívüli bevételek egy részét félretették. Úgy becsüljük, hogy ez az átmeneti hatás 2016 második felében halványulni kezdett, és ez a tendencia várhatóan 2017-ben is folytatódik, amit felerősít az utóbbi idők olajár-emelkedése. A prognózis szerint a megtakarítási ráta az előrejelzési időszak hátralevő részében nem változik, ahogy a csökkenő munkanélküliségből, a javuló hitelfeltételekből és az alacsony kamatokból eredő lefelé irányuló nyomást ellensúlyozza a meglévő adósságleépítési igényekből és a ciklust támogató fogyasztássimításból eredő felfelé irányuló hatás.

## 2. keretes írás

A kamatlábakra, árfolyamokra és nyersanyagárakra vonatkozó technikai feltevések

**A 2016. decemberi prognózissal összevetve a következőképpen változtak meg a technikai feltevések: kissé emelkedtek a hosszú lejáratú kamatlábak, szignifikánsan magasabbak az USA-dollárban jegyzett olajárak, az effektív euroárfolyam pedig kismértékben leértékelődött.**

A technikai kamat- és nyersanyagár-feltevések a 2017. február 14-ével záruló időszak piaci várakozásain alapulnak. A rövid lejáratú kamatláb esetében a három hónapos EURIBOR-t vesszük alapul, a piaci várakozásokat pedig a határidős tőzsdei (futures) hozamok alapján becsüljük. Az alkalmazott módszertan alapján az átlagos rövid lejáratú kamatszint 2017-ben  $-0,3\%$ , 2018-ban  $-0,2\%$ , 2019-ben pedig  $0,0\%$ . Az euroövezet tízéves lejáratú államkötvényeinek nominális hozamára vonatkozó piaci várakozások 2017-ben átlagosan  $1,3\%$ -ot, 2018-ban  $1,6\%$ -ot, 2019-ben pedig  $1,9\%$ -ot jeleznek.<sup>7</sup> A 2016. decemberi prognózissal összevetve a rövid lejáratú kamatokra vonatkozó piaci várakozások nem változnak, míg a hosszú lejáratú kamatláb-várakozásokat  $10-20$  bázisponttal felfelé módosítottuk. Az eurorendszer nem pénzügyi magánszektorának kihelyezett hitelek kompozit banki kamatai 2017 során összességében nem változnak, majd 2018-ban és 2019-ben kissé emelkednek, ami egyrészt a határidős piaci hozampályát, másrészt a piaci hozamok változásának a hitelkamatokba való fokozatos átgűrűzését tükrözi.

A nyersanyagárakat tekintve, az adatgyűjtés február 14-i zárónapja előtti kéthetes periódus határidős árfolyamain alapuló feltevés szerint az éves átlagos hordónkénti Brent nyersolajár a 2016-os  $44,0$  USA-dollárról 2017-ben  $56,4$  dollárra, 2018-ban pedig  $56,5$  dollárra emelkedik, majd 2019-ben  $55,9$  dollárra esik vissza. A felvázolt pályából következően a 2016. decemberi prognózishoz képest az USA-dollárban kifejezett olajár 2017-ben  $14,3\%$ -kal, 2018-ban  $7,3\%$ -kal, 2019-ben pedig  $2,5\%$ -kal emelkedik. Az energián kívüli nyersanyagok USA-dollár-alapú ára 2017-ben erőteljesen, utána pedig mérsékelten emelkedik.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> 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 euroövezeti tízéves 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.

<sup>8</sup> 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 első negyedévéig a futures árakat követik, majd a világgazdasági teljesítménynek megfelelően alakulnak.

A bilaterális árfolyamok az előrejelzési időszakban feltehetően az adatgyűjtés február 14-i zárónapját megelőző két hétben megfigyelhető átlagos szinten tartózkodnak. Mindebből 2017–19 során 1,07 USD/EUR átlagárfolyam következik, szemben a 2016. decemberben prognosztizált 1,09 USD/EUR-ral. Az euro (38 kereskedelmi partnerhez viszonyított) effektív árfolyama a feltevés szerint 2017–19 során 1,3%-kal gyengébb, mint a 2016. decemberi prognózis feltevése.

#### Technikai feltevések

	2017. március				2016. december			
	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	1,3	1,6	1,9	0,8	1,2	1,5	1,7
Nyersolajár (USD/hordó)	44,0	56,4	56,5	55,9	43,1	49,3	52,6	54,6
Energián kívüli nyersanyagárak, USD (éves százalékos változás)	-3,9	13,2	3,5	4,6	-4,0	6,6	3,8	4,5
USD/EUR árfolyam	1,11	1,07	1,07	1,07	1,11	1,09	1,09	1,09
Nomináleggetív euroárfolyam (EER38) (éves százalékos változás)	3,7	-1,0	0,0	0,0	3,8	0,1	0,0	0,0

#### Az euroövezet lakáscélú beruházásainak fellendülése várhatóan folytatódik.

A lakáscélú beruházás markánsan élénkült 2016-ban, amit a rendelkezésre álló jövedelem erős növekedése és a kedvező finanszírozási feltételek támogattak. Előretekintve, a rendelkezésre álló nomináljövedelem előre látható növekedése, az igen alacsony jelzáloghitel-kamatszint, az egyéb befektetési lehetőségek korlátozott volta várhatóan támogatja a lakásberuházások folyamatos élénkülését. A kedvező kilátásokat támasztja alá a banki hitelfeltételek javulásával párhuzamosan az építési engedélyek emelkedő száma és a növekvő lakásvásárlási hitelkereslet. Emellett egyes euroövezeti országokban a jelek szerint lezárult a lakáspiaci korrekció, és több helyen is emelkednek a lakásárak. A néhány országban tapasztalható nagy munkanélküliség és a meglevő adósságleépítési igények azonban várhatóan továbbra is visszafogják a lakásberuházásokat. Másol a rendelkezésre álló jövedelemhez képest már most magas a lakásberuházások szintje, és a kedvezőtlen demográfiai folyamatok fékezik a prognózis szerint a lakásberuházások bővülési ütemét.

#### Várhatóan élénkülnek a vállalati beruházások.

Ezt több tényező is támogatja: a kedvező termelési várakozásoknak, a bővülő rendelésállományoknak és az eladási árakkal kapcsolatos megváltozott várakozásoknak köszönhetően folyamatosan javul az üzleti bizalom; a kapacitáskihasználtság meghaladja a válság előtti átlagos szintet; a finanszírozási kondíciók továbbra is igen támogatóak; a belföldi kereslet várhatóan reziliens marad, a külső kereslet pedig megerősödik; a több éves visszafogott beruházás után megjelent a tőkeállomány modernizálása iránti igény; a nem pénzügyi vállalati szektor már most is bőséges készpénzállományával párhuzamosan várhatóan szélesednek az árrések. Továbbá, mivel az elmúlt években a tőzsdai árfolyamok erősen emelkedtek, és az idegen tőkével végzett finanszírozás mérsékelten bővült, a nem pénzügyi vállalati szektor átlagos tőkeáttételi mutatója (adósság a teljes eszközállomány arányában) hosszú távú

összehasonlításban mélypontot ért el. A vállalati beruházások élénkülését ugyanakkor még mindig fékezik a termékpiacon merevségek, a potenciális kibocsátásnak a múltbelinél erőtlenebb növekedésére vonatkozó várakozások és a néhány euroövezeti országban fennálló adósságleépítési igények. Ehhez járul, hogy több országban is alacsony a banki jövedelmezőség és nagyok a banki mérlegek nem teljesítő hitelállományai, ami folyamatosan akadályozza néhány helyen a banki ágazat közvetítőképességét.

### 3. keretes írás

#### A nemzetközi környezet

**A világgazdasági növekedés várhatóan tovább élénkül.** A legfrissebb adatok igazolják a világgazdasági teljesítmény 2016 második felében várt javulását, továbbá rövid távon a folyamatos növekedésre utalnak. Ugyanakkor mind a fejlett, mind a feltörekvő piacgazdaságokra vonatkozó kilátások továbbra is vegyes képet mutatnak. A fejlett gazdaságok közül az Egyesült Államokban a kedvező pénzügyi feltételek, a javuló munkaerőpiaci helyzet és a fiskális politikai stimulusok várhatóan támogatják a gazdaságot, az Egyesült Királyság gazdaságára a megnövekedett bizonytalanság gyakorol lefelé irányuló nyomást, Japánban pedig az expanzió üteme várhatóan mérsékelt marad. A feltörekvő piacokon néhány nagy gazdaságban megfigyelhető reziliens növekedés, valamint néhány nagyobb nyersanyagexportőr országban a mély recesszió fokozatos enyhülése képezi a világgazdasági növekedés fő támaszát, ugyanakkor a fokozatosan lassuló kínai gazdaság továbbra is fékező erő. Az olajár-emelkedés összességében várhatóan korlátozottan befolyásolja a világgazdasági teljesítményt, ugyanakkor az olajtermelő országok teljesítményét valamelyest támogatja. Ezekre a gazdaságokra az olajárak 2014 utáni jelentős csökkenésével összefüggésben továbbra is (például a fiskális konszolidáció terén) tetemes kiigazítási igénnyel jellemezhető időszak vár. A nyersanyagimportőr országok fogyasztói ugyanakkor az alacsonyabb megtakarítási ráták révén várhatóan semlegesítik a sokk egy részét. Az euroövezet nélkül tekintett világkereskedelem a prognózis szerint gyorsul: a 2016-os 3,1%-ról 2017-ben 3,5%-ra, 2018-ban és 2019-ben pedig 3,8%-ra, ami az előző prognózishoz képest kissé felfelé módosult.

#### A nemzetközi környezet

(éves változás, százalék)

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

1) Az import súlyozott átlagaként számítva.

2) Az euroövezet kereskedelmi partnerei importadatainak súlyozott átlagaként számítva.

#### **A világkereskedelem 2016 második felében javult, lendülete az előrejelzési időszakban várhatóan kitart.**

Középtávon a világkereskedelem várhatóan az erősödő világgazdasági növekedésnek megfelelően bővül (lásd a táblázatot). A 2016. decemberi prognózissal összehasonlítva az euroövezet külső keresletét 2017-re 0,4 százalékponttal felfelé módosítottuk, majd a későbbi időszakban lényegében nem változtattuk.

**Az euroövezeten kívülre irányuló exportot a prognózis szerint támogatja a világgazdasági kereslet élénkülése és a kissé gyengébb euroárfolyam.** A külső kereslet várhatóan az egész időszakban megőrzi az utóbbi időre jellemző lendületét, ahogy az importkereslet mind a fejlett országokban, mind a feltörekvő piacgazdaságokban (így Oroszországban és Brazíliában is) erőre kap. Az Egyesült Királyság visszafogott importnövekedése ugyanakkor fékezi az euroövezet külső keresletének lendületét. A prognosztizált ütemek általánosan jóval a válság előtt mért szintek alatt maradnak. Az euroövezeten kívülre irányuló export elsősorban 2017-ben gyorsabban nő, mint a külső kereslet, amit a gyengébb euroárfolyam támogat. Az euroövezeten kívülről származó import várhatóan gyorsabban növekszik, mint az övezeten kívülre irányuló export, megfelelően a historikus összeresleti rugalmasságnak. A folyó fizetési mérleg többlete az előrejelzési időszakban általánosan a GDP 3,1–3,3%-a között állapodik meg.

**A negatív kibocsátási rés a csak mérsékelt potenciális kibocsátásnövekedés hatására várhatóan kitaróan szűkülni fog az előrejelzési időszakban.** A potenciális kibocsátás növekedésére adott becslés kevéssel 1% felett lesz a vizsgált időszakban, és ezzel egyértelműen az előre jelzett mintegy 1,7%-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-komponens hozzájárulása várhatóan emelkedik, ami a munkaképes korú népességnek a migránsok beáramlásával összefüggő bővülését, valamint az aktivitási ráta szerkezeti reformoknak betudható növekedését tükrözi. 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 foglalkoztatás a vizsgált időszakban a prognózis szerint nő, bár fokozatosan veszít 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 egyre inkább korlátozó tényező, ami fékezi a foglalkoztatás növekedését, és az egy munkavállalóra jutó munkaórák számának emelkedéséhez vezet. A foglalkoztatásbeli fejlemények azzal járnak, hogy a munkaerő-termelékenység növekedési üteme a 2016-os 0,4%-ról 2019-ben 0,8%-ra nő, ami mind a tőke, mind a munkaerő növekvő kihasználásával párhuzamos ciklustámogató hatásokat tükröz. A munkanélküliségi ráta várhatóan csökken, bár nem olyan gyorsan, mint a közelmúltban, mivel a foglalkoztatásnövekedés erősebben lassul, mint az aktív népesség bővülése.

**A 2016. decemberi makrogazdasági prognózissal összehasonlítva a reál-GDP növekedését 2017-ben és 2018-ban némileg felfelé módosítottuk.** A közeljövőben kissé erősödő külső kereslet, a gyengébb euroárfolyam és a kedvezőbb gazdasági hangulat a becslések szerint bőven ellensúlyozza a magasabb olajáraknak a gazdasági teljesítményre gyakorolt kedvezőtlen hatását.



**A rövid távú inflációs prognózist az olajárak közelmúltbeli emelkedésének következtében jelentősen felfelé módosítottuk, így 2017 és 2019 között átlagosan 1,7%-os infláció várható.** Az energiaár-infláció és az energiaárakat nem tartalmazó infláció alakulása azonban eltérő. 2016 és 2017 között az energiaárak várhatóan 1,2 százalékpontot tesznek ki a HICP-vel mért infláció erősödéséből. Az energiaárak inflációjában bekövetkező éles – számottevő negatívról nagymértékű pozitív ráta irányába történő – fordulatért a magasabb infláció irányába mutató bázishatás és a kőolajár közelmúltbeli jelentős emelkedése felelős. A határidős tőzsdei (futures) olajárgörbének az időszak során lényegében lapos pályája azonban arra enged következtetni, hogy az energiakomponens 2018-ban és 2019-ben kevésbé emeli a teljes inflációt.

**Az energiaárak inflációjával szemben az élelmiszer- és energiakomponens nélkül vizsgált HICP-infláció várható erősödése az időszak folyamán sokkal fokozatosabb lesz.** Az energia- és élelmiszerárak nélküli HICP-infláció előreláthatólag 2017-ben átlagosan 1,1% lesz, majd 2018-ban 1,5%-ra, 2019-ben pedig 1,8%-ra emelkedik. A fokozatos növekedés mögött elsősorban a fajlagos munkaerőköltségnek a gazdasági fellendülés bővülésével és megszilárdulásával párhuzamosan valószínűsíthető növekedése áll. A kihasználatlan munkaerőpiaci kapacitások csökkenése és azoknak a válsághoz köthető tényezőknek a fokozatos visszaszorulása, amelyek a bérnövekedést az elmúlt években visszafogták, várakozásaink szerint ahhoz vezet, hogy az egy munkavállalóra jutó jövedelem, valamint a termelékenység mérsékeltbb prognosztizált javulását figyelembe véve a fajlagos munkaerőköltség is újra növekedésnek indul. Emellett az olajárak újbóli erősödése a magasabb termelési költség és a nominálbérekre gyakorolt hatás révén közvetve erősíti a felfelé irányuló költségoldali nyomást. A haszonkulcsok várhatóan egyenletesen emelkedni fognak, amit valamelyest fékez az emelkedő munkaerőköltség és a cserearány közelmúltbeli romlása.

**A külső ároldali nyomás irányában bekövetkezett fordulat mögött meghúzódnó legfontosabb tényező az olaj és az energiahordozókon kívüli nyersanyagok árának emelkedése.** Miután az importárak négy éven keresztül csökkentek, ami különösen a nyersanyagárak múltbeli erőteljes visszaeséséhez köthető, 2017-ben éves növekedési ütemük várhatóan pozitív tartományba kerül. Az importárak alakulásában bekövetkezett fordulat kulcseleme az olaj és az energiahordozókon kívüli nyersanyagok árának élénkülése. Idővel várhatóan a fokozatosan emelkedő globális inflációs nyomás is erősíti ezeket a folyamatokat. A nyersanyagárak hatásán túlmenően meglátásunk szerint a globális szabad kapacitások csökkenése miatt is lassan emelkednek a globális termelési költségek. A globális ároldali nyomás mindazonáltal a prognózis szerint mérsékelt marad, aminek háttérében az áll, hogy a világgazdaságban még mindig jelentősek a kihasználatlan kapacitások, és éles verseny áll fenn az alacsony költségű országokkal.

**A javuló munkaerőpiaci helyzet az előrejelzési időszakban várhatóan egyre inkább tetten érhető a munkaerőköltség emelkedésében.** Az egy munkavállalóra jutó jövedelem 2016. évi növekedési üteme várakozásunk szerint 1,3%-ra

emelkedik, a 2019-es érték pedig eléri a 2,4%-ot. A látványos emelkedés mögött elsősorban a munkaerőpiaci feltételek előre jelzett javulása áll, valamint az euroövezet egyes pontjain fokozódó munkaerőhiány. Ezenkívül az infláció közelmúltbeli jelentős erősödése, ami a reálbér-növekedés meredek visszaesésével járt, rövid távon csökkenti a negatív másodkörös hatások kockázatát. Egyes országokban, ahol a bértárgyalások folyamata meghatározó mértékben visszatekintő elemet tartalmaz, a magasabb infláció idővel pozitív hatással is lehet a nominálbérek alakulására. 2017-re azonban a magasabb infláció kialakult bérekre gyakorolt felfelé mutató hatásának esélyét visszafogja, hogy több országban a 2017-re kialakult béreket már rögzítették. Ezenkívül meg kell jegyeznünk, hogy egyes országokban a bérek inflációhoz indexálásának mértéke a közelmúltban jelentősen csökkent. Sőt, bizonyos euroövezeti országokban a megmaradt bérindexálási rendszerek az importált energiahordozók árán kívüli inflációt veszik alapul, amely eddig nem emelkedett jelentős mértékben. Az infláció hatásán túlmenően, az előrejelzési időszak alatt egyre kevésbé kell majd visszafogni a bérnövekedést azokban az országokban, ahol erre az árversenyképesség visszanyerése miatt volt szükség. Ez elősegíti a bérek növekedését. A válság alatt az övezet bizonyos országaiban végrehajtott munkaerő-piaci reformok fékező hatása a ciklikus fellendülés előrehaladásával és kibontakozásával valószínűleg szintén kevésbé lesz hangsúlyos. A bérnövekedés összetételi hatásból eredő fékeződése a gazdasági fellendüléssel párhuzamosan hasonlóképp mérséklődik, hiszen a foglalkoztatás bővülése várhatóan a szektorok egyre szélesebb körében érezteti majd hatását, és az elmúlt évekkel ellentétben egyre kevésbé összpontosul majd az alacsony termelékenységű, és ennek megfelelően alacsony bérezésű szektorokra.

**A profitráták előreláthatólag tovább növekednek az előrejelzési időszakban, a nemrégiben tapasztaltnál hasonló vagy annál kissé lassabb ütemben.**

Az előrejelzési időszakban várhatóan pozitívan hat a profitrátákra a folyamatos gazdasági fellendülés. Rövid távon azonban az olajárak közelmúltbeli emelkedése visszafoghatja a haszonkulcsokat, mivel a vállalatok nem feltétlenül hárítják át teljesen a megnövekedett költségeket, különösen mert a profitrátákra is láthatólag kedvezően hatott az olajár korábbi esése. Emellett a haszonkulcsok emelkedését az előrejelzési időszakban mérsékelni fogja a fajlagos munkaerőköltségek növekedésének várható gyorsulása.

**A 2017-ben várható HICP-inflációt jelentősen, a 2018-ban várható pedig kismértékben felfelé módosítottuk a 2016. decemberi prognózishoz képest.**

Az energiaárakat is tartalmazó 2017. évi HICP-infláció jelentős felfelé módosítása a 2016. decemberi prognózisban feltételezettnél magasabb olajárnak tudható be. Ezután a 2016. decemberi prognózisban szereplőnél sokkal laposabb futures olajárgörbéből 2018-tól az energiakomponens kismértékű lefelé irányuló módosítása következik. Ezzel szemben az energia- és élelmiszerárak nélküli HICP-inflációt enyhén felfelé módosítottuk 2018-ra és 2019-re. Ez a magasabb olajárakból adódó közvetett és másodkörös hatásoknak tudható be, valamint az alacsonyabb euroárfolyam felfelé irányuló hatásainak. Az említett felfelé mutató hatások várakozásaink szerint valamelyest erőteljesebbek lesznek, mint az energiaárakat is tartalmazó HICP-infláció lefelé módosításának hatása 2018-ban, és lényegében ellensúlyozza az energiakomponens miatti lefelé irányuló módosításokat 2019-ben.

**A fiskális politika prognózisunk szerint 2017 és 2019 között összességében semleges lesz.** A fiskális politika irányultságát a pénzügyi szektor kormányzati támogatásával csökkentett, ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg változásával mérjük. A 2016-os enyhén expanzív fiskális politika háttérében elsősorban diszkrecionális költségvetési intézkedések álltak, a nem diszkrecionális, jórészt a nem adójellegű bevételek kismértékű csökkenésével összefüggő tényezők ezzel szemben kisebb szerephez jutottak.

**Az előrejelzési időszakban mind az államháztartási hiány, mind az államadósság csökkenő pályán lesz.** 2017 és 2019 között a tovább csökkenő kamatköltségek és a ciklikus komponensben bekövetkező javulás a költségvetési hiány további csökkenését vetíti előre, az üzleti ciklussal kiigazított elsődleges egyenleg pedig prognózisunk szerint lényegében változatlan marad. Az előrejelzési időszakban az államadósság fokozatos csökkenését főként a növekedés és a kamatláb közötti kedvező különbség támogatja. A prognosztizált elsődleges többlet szintén kedvezően hat a jelzett adósságpályára.

**A 2016. decemberben publikált prognózissal összehasonlítva a költségvetési hiányra vonatkozó kilátások kedvezőbbek, a GDP-arányos államadósság pályája pedig lefelé módosult.** A 2017–19-es időszak hiánymutatójára vonatkozó javuló kilátások egyrészt a 2016. évről áthúzódó pozitív hatásnak tudhatók be, másrészt pedig a várhatóan alacsonyabb elsődleges kiadásoknak. A GDP-arányos államadósság lefelé módosulása az említett kedvezőbb költségvetési kilátásokat tükrözi, valamint a növekedési ráta és a kamatláb közötti különbségnek az adósságcsökkenéshez való nagyobb hozzájárulását (főként 2017-ben), amelynek háttérében az euroövezet nominális GDP-jére vonatkozó kedvezőbb kilátások állnak.

## 1. táblázat

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

(éves változás, százalék)

	2017. március				2016. december			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
<b>Reál-GDP<sup>1)</sup></b>	1,7	1,8	1,7	1,6	1,7	1,7	1,6	1,6
		[1,5–2,1] <sup>2)</sup>	[0,7–2,7] <sup>2)</sup>	[0,5–2,7] <sup>2)</sup>	[1,6–1,8] <sup>2)</sup>	[1,1–2,3] <sup>2)</sup>	[0,6–2,6] <sup>2)</sup>	[0,4–2,8] <sup>2)</sup>
<b>Lakossági fogyasztás</b>	1,9	1,4	1,4	1,4	1,7	1,5	1,5	1,4
<b>Kormányzati fogyasztás</b>	2,0	1,1	1,0	1,1	2,0	1,3	1,1	1,1
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás</b>	2,5	2,8	3,2	2,8	3,0	3,1	3,1	2,7
<b>Export<sup>3)</sup></b>	2,9	4,3	4,1	4,0	2,7	3,7	3,9	4,0
<b>Import<sup>3)</sup></b>	3,5	4,6	4,4	4,2	3,3	4,1	4,3	4,1
<b>Foglalkoztatás</b>	1,3	1,0	1,0	0,8	1,4	1,1	0,8	0,8
<b>Munkanélküliségi ráta (a munkaerő százalékában)</b>	10,0	9,4	8,9	8,4	10,0	9,5	9,1	8,7
<b>HICP</b>	0,2	1,7	1,6	1,7	0,2	1,3	1,5	1,7
		[1,4–2,0] <sup>2)</sup>	[0,9–2,3] <sup>2)</sup>	[0,8–2,6] <sup>2)</sup>	[0,2–0,2] <sup>2)</sup>	[0,8–1,8] <sup>2)</sup>	[0,7–2,3] <sup>2)</sup>	[0,9–2,5] <sup>2)</sup>
<b>HICP energia nélkül</b>	0,9	1,2	1,6	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
<b>HICP energia és élelmiszer nélkül</b>	0,9	1,1	1,5	1,8	0,9	1,1	1,4	1,7
<b>HICP energia, élelmiszer és közvetettadó-változás nélkül<sup>4)</sup></b>	0,8	1,1	1,5	1,8	0,8	1,1	1,4	1,7
<b>Fajlagos munkaerőköltség</b>	0,9	1,1	1,4	1,6	0,8	1,0	1,3	1,5
<b>Egy munkavállalóra jutó jövedelem</b>	1,3	1,8	2,1	2,4	1,2	1,7	2,1	2,4
<b>Munkatermelékenység</b>	0,4	0,7	0,7	0,8	0,3	0,6	0,8	0,9
<b>Államháztartás költségvetési egyenlege (GDP %-ában)</b>	-1,6	-1,4	-1,2	-0,9	-1,8	-1,6	-1,5	-1,2
<b>Strukturális költségvetési egyenleg (GDP %-ában)<sup>5)</sup></b>	-1,7	-1,5	-1,4	-1,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,4
<b>Államháztartás bruttó adóssága (GDP %-ában)</b>	89,3	88,0	86,4	84,5	89,4	88,5	87,3	85,7
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP %-ában)</b>	3,4	3,1	3,2	3,3	3,2	3,1	3,0	3,1

1) Munkanappal korrigált adatok.

2) A prognózist övező sávokat a több év során készített prognózisok és a tényleges eredmények különbözetei 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 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 nem a kibocsátási rés aggregált mérőszámából számítjuk. A KBER-módszertan alapján a ciklikus elemeket a különböző bevételi és kiadási tételekre külön számítjuk. A témakör részletesebb tárgyalása megtalálható az EKB 2012. márciusi *Havi jelentésének* „Cyclical adjustment of the government budget balance” (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 alapozási jelzőszáma) című keretes írásában.

## 4. keretes írás

### Érzékenységi és forgatókönyv-elemzések

---

**Az egyes prognózisok nagymértékben támaszkodnak a legfontosabb változók alakulására adott technikai feltevésekre.** Mivel a szóban forgó változók közül néhány komoly mértékben befolyásolhatja az euroövezeti prognózisokat, a rájuk vonatkozó kockázatok elemzését megkönnyíti, ha megvizsgáljuk mennyire érzékenyek az alternatív feltevéspályákra. Ez a keretes írás néhány fontos alapfeltevést és a prognózisok ezekkel szembeni érzékenységét taglalja. Azt is megvizsgálja, hogy az újonnan megválasztott amerikai kormányzat lehetséges intézkedéseinek milyen következményei lehetnek az amerikai, az euroövezeti és a világgazdaságra.

#### 1) Alternatív olajpálya

**Az alternatív olajármodellek tanúsága szerint megvan a kockázata annak, hogy a kőolajárak a futures árfolyamokból következőnél gyorsabban emelkedhetnek az előrejelzési időszakban.** Az alapprognózis háttérében álló, a futures piacon alapuló technikai feltevések meglehetősen stagnáló olajpályát jeleznek, ennek alapján a hordónkénti Brent nyersolajár 2019 végéig várhatóan 56 USA-dollár körül ingadozik. Ez a pálya összhangban van a világgazdasági kőolajkereslet mérsékelt élénkülésével, amely a világgazdasági élénkülés erősödéséhez kapcsolódó forgatókönyv. A határidős (futures) kőolajpiacok viszont láthatólag nem árazták be az OPEC-megállapodás tartósan felfelé mutató hatását, ami valószínűleg a rekordmennyiség közelében tanyázó készleteknek és a palaolaj-kitermelés lehetséges bővülésének tudható be. Az EKB szakértői által az előrejelzési időszakban várható kőolajpálya becslésére alkalmazott alternatív modellkombináció<sup>9</sup> jelenleg a technikai feltevésnél magasabb olajárakat jelez a vizsgált időtávon. Az alapprognózisnál 12,4%-kal magasabb olajárakat jelző alternatív pályának 2019-re való megvalósulása kismértékben visszafogná a reál-GDP növekedését, ugyanakkor (2017-ben 0,1 százalékponttal, 2018-ban és 2019-ben pedig 0,2 százalékponttal) gyorsabb HICP-vel mért inflációval járna.

#### 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 folytatott, 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 kevésbé fokozatos emelése. Mindez különösen emelkedő amerikai inflációs várakozásokat tükrözhet, expanzív fiskális politika és feszes munkaerőpiac mellett. Az euro alternatív árfolyampályája a 2017. február 14-i USD/EUR árfolyamra vonatkozó opciókból számított, kockázatsemleges sűrűségi adatokból származó eloszlás 25. percentiliséen alapul. A pálya alapján az euro a dollárhoz képest 2019-ben fokozatosan 0,98 USD/EUR-ra gyengül, amely 7,6%-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 tükrözi az effektív árfolyamváltozást. A feltevés eredményeképpen az effektív euroárfolyam fokozatosan lefelé mozdul az alappályától, és 2019-ben ennél 4%-kal alacsonyabb szintre kerül. E forgatókönyv esetében több szakértői makrogazdasági modell eredményeinek átlaga 2017-ben nagyobb reál-GDP-növekedést (évi 0,1–0,3 százalékponttal magasabb ütem), és

<sup>9</sup> 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 HICP-inflációt (2017-ben 0,1 százalékponttal, 2018-ban és 2019-ben pedig 0,3-0,4 százalékponttal magasabb ráta) jelez előre.

### **3) Az új amerikai kormányzattal kapcsolatos gazdaságpolitikai forgatókönyvek, és ezek következményei az amerikai, az euroövezeti és a világgazdaságra nézve**

**Az úgynevezett „rendeltetésihely-alapú, határkiigazított, cash-flow-bázisú adóra” (destination-based border-adjusted cash flow tax, DBCFT) vonatkozó republikánus párti javaslat gyökeresen felforgatná az Egyesült Államok társaságiadó-rendszerét, ami komoly következményekkel járna az amerikai kilátásokra nézve, továbbá az euroövezeti és a világgazdaságra is átgűrűzhetne.**<sup>10</sup> Ez a forgatókönyv a javasolt adóreformnak az amerikai, az euroövezeti és a világgazdaságra gyakorolt lehetséges hatását taglalja.

**Az adópolitikai javaslat négy fő eleme:** (i) az úgynevezett határkiigazítás, azaz az exportból származó bevételek levonhatók az adóalapból, de az importköltségek már nem; (ii) áttérés a származásihely-alapú rendszerről (amelyben a vállalatok a származási hely alapján adóznak, azaz, ha az Egyesült Államokban tartják eszközállományukat) a rendeltetésihely-alapúra (amelyben a vállalatok csak az egyesült államokbeli értékesítésükből származó haszon után fizetnek adót). Ebből az következik, hogy az Egyesült Államokon kívüli értékesítésből származó haszon a továbbiakban nem adóköteles, függetlenül attól, hol található a vállalat eszközei. A változás a nyereség „adóparadicsomba” menekítése helyett arra ösztönzi a vállalatokat, hogy az Egyesült Államokba csoportosítsák át külföldi adóköteles jövedelmüket. A további két összetevő: (iii) a társasági adó kulcsának csökkentése, 35%-ról 20%-ra; (iv) adóösztönzők az egyesült államokbeli új beruházásokhoz. Ez lehetővé teszi a beruházási kiadások teljes összegű levonását és a kamatköltségek jövedelemadó-alapból való levonhatóságának megszüntetését.

**Az exportőröknek nyújtott támogatás és az importőrök megadóztatása következtében jelentősen javulna az Egyesült Államok versenyképessége, ugyanakkor visszaesne az importkereslete, így emelkedhetne az amerikai GDP.** Ezt azonban valószínűleg részben ellensúlyozná az USA-dollár felértékelődése. Ugyanakkor élénkülne az amerikai infláció, hiszen az importőrök részben érvényesítenék a magasabb adóteherből származó pluszköltséget a belföldi árakban, az erősebb gazdasági teljesítmény és a bővülő foglalkoztatottság pedig a belföldi bérek emelkedését eredményezné. A magasabb infláció ugyanakkor a lakossági fogyasztás reálértékének mérséklődéséhez vezethetne. Az adóreform összességében az Egyesült Államok gazdasági egyensúlyának átrendeződését hozhatná magával: a külkereskedelmi mérleg hiánya csökkenne, míg a fogyasztói jólét a háztartások fogyasztásának visszaesésével párhuzamosan mérséklődhetne.

**A határkiigazítás következtében negatív átgűrűző hatások érnék a világ többi részét.** Az Egyesült Államok külső keresletét két, egymással ellentétes hatás érné. Egyfelől az alacsonyabb adókulcs miatti fiskális élénkítés növelné az amerikai keresletet és ezzel együtt a behozatalt. Másfelől, az amerikai importra kivetett új adó következtében, a külföldön előállított termékek és szolgáltatások kevésbé lennének versenyképesek az Egyesült Államokban. Összességében, amennyiben az árfolyamváltozások nem egyenlítik ki teljes egészében, a határkiigazítás által

<sup>10</sup> Lásd: „A better way – our vision for a confident America” (Jobb irány – a magabiztos Amerikát szolgáló jövőképünk), 2016. június 24., a [https://abetterway.speaker.gov/\\_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf](https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf) címen.

előidézett piactorzítás valószínűleg bőven ellensúlyozná a költségvetési élénkítés amerikai behozatalra gyakorolt pozitív hatását.

**Az amerikai határkiigazítással szembeni összehangolt ellenlépések esetén a világkereskedelem szignifikánsan jobban visszaesne, míg az Egyesült Államok gazdaságát érintő kedvező hatás gyengülne.** A határkiigazítás bevezetéséből eredő jelentősen negatív világgazdasági hatás fényében lehetséges az Egyesült Államok elleni retorzió. Ha ez történne, például az amerikai termékekre külföldön kivetett vámok formájában, a romló árversenyképesség miatt hátrányosan érintené az Egyesült Államok GDP-növekedését. A belföldi adókulcs csökkentésének amerikai gazdaságra gyakorolt pozitív hatása azonban ellensúlyozhatná a kereskedelmi ellenlépések negatív hatását. A világkereskedelem mindazonáltal e szerint a forgatókönyv szerint jelentősen erősebben esne vissza.

**Ami az euroövezetbe való átgűrűzést illeti, a nettó gazdasági hatások az amerikai gazdaságpolitikai sokk transzmissziós csatornáinak erejétől függenének, valamint a sokkhatásnak a világgazdaságba való átgűrűzésétől és az Egyesült Államokon kívüli gazdaságpolitikai válaszlépésektől.** A retorzió elmaradása esetén az euroövezeti GDP-t érő hatás egyértelműen negatív lenne. Az Egyesült Államok összes kereskedelmi partnerének cserearánya romlana, beleértve az euroövezetét is. Összességében visszaesne az euroövezeti termékek és szolgáltatások iránti külső kereslet, valamint csökkennének a versenytársak árai, így romlana az euroövezeti export iránti kereslet.

**Az Egyesült Államokkal szembeni ellenlépések esetén az euroövezeti GDP-re gyakorolt negatív hatás enyhébb lenne.** Előfordulhat, hogy az exporttámogatásnak az amerikai gazdaság versenyképességét erősítő hatását – bizonyos mértékig – ellensúlyoznák a többi ország által kivetett kétoldalú importvámok. Az amerikai importkereslet csökkenéséből eredő közvetlen negatív hatás a külföldi növekedésre gyakorolt kedvezőtlen hatásokkal párosulva viszont valószínűleg az euroövezeti külső kereslet és GDP visszaesését eredményezné.

**A világgazdaságba való átgűrűzést valószínűleg felerősítené, ha az USA-dollár erőteljes árfolyammozgása és a szűkülő pénzügyi lehetőségek miatt súlyos pénzügyi feszültségek keletkeznének a feltörekvő piacgazdaságokban.** A felvázolt forgatókönyvek az amerikai dollár korlátozott erősödését feltételezik, valamint azt, hogy nem gyűrűzik át további pénzügyi hatás a feltörekvő piacokra. Amennyiben az USA-dollár erősödése súlyos pénzügyi nehézségekhez vezetne ezekben a gazdaságokban, az átgűrűző világgazdasági hatások lényegesen negatívabbak lennének.

---

## 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 szakértői makrogazdasági prognózisával nem lehet összevetni, mivel véglegesítésük más-más időpontra esik. Ezenkívül a fiskális, pénzügyi és külgazdasági változókra – például a kőolaj és az egyéb nyersanyagok ára – vonatkozó feltevéseket eltérő (részben meg nem nevezett) módszerekkel alakítják ki. Végül a munkanap-korrekciónál alkalmazott módszerek is eltérnek a különféle előrejelzésekben (lásd a táblázatot).

**Ahogy a táblázatban látható, a más intézményektől az euroövezet reál-GDP-jének növekedésére és HICP-vel mért inflációjára adott prognózisok jellemzően az EKB szakértői prognózisait övező sávokon belül vannak (a táblázat zárójeles adatai).**

Az euroövezeti reál-GDP növekedésére és a HICP-inflációra vonatkozó előrejelzések összehasonlítása

(éves változás, százalék)

	Adatközlés időpontja	GDP-növekedés			HICP-infláció		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
<b>Az EKB szakértői prognózisa</b>	2017. március	1,8 [1,5–2,1]	1,7 [0,7–2,7]	1,6 [0,5–2,7]	1,7 [1,4–2,0]	1,6 [0,9–2,3]	1,7 [0,8–2,6]
<b>Európai Bizottság</b>	2017. február	1,6	1,8	-	1,7	1,4	-
<b>OECD</b>	2017. március/ 2016. november	1,6	1,6	-	1,2	1,4	-
<b>Euro Zone Barometer</b>	2017. február	1,5	1,6	1,4	1,5	1,5	1,6
<b>Consensus Economics Forecasts</b>	2017. február	1,6	1,5	1,3	1,6	1,4	1,6
<b>Hivatásos előrejelzők felmérése (SPF)</b>	2017. január	1,5	1,5	1,5	1,4	1,5	1,6
<b>IMF</b>	2017. január/ 2016. október	1,6	1,6	-	1,1	1,3	1,5

Forrás: Az Európai Bizottság 2017. téli európai gazdasági előrejelzése; az IMF 2017. januárban aktualizált világgazdasági előrejelzése (reál-GDP); az IMF 2016. októberi világgazdasági előrejelzése (HICP); az OECD 2017. márciusi időközi gazdasági előrejelzése (reál-GDP); az OECD 2016. novemberi gazdasági előrejelzése (HICP); a Consensus Economics 2017. februári előrejelzései; MJEconomics a 2017. februári Euro Zone Barometer esetében; az EKB hivatásos előrejelzőkkel készített, 2017. 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 (2017)

Postacím: 60640 Frankfurt am Main, Németország  
Telefonszám: +49 69 1344 0  
Weboldal: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

ISSN 2529-4539 (pdf)  
EU-katalógusszám QB-CE-17-001-HU-N (pdf)