

Gazdaságpolitikai monitor

2016. június

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Regős Gábor tudományos munkatárs szerkesztette.

A jelentés egyes részeit készítették: Isépy Tamás, Mándli Marinetta, Pálvölgyi Zsigmond és Regős Gábor.

A felhasznált adatbázis 2016. június 8-án zárult le.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	1
A romló gazdasági kilátások ellenére idén tovább csökkenhet az unió költségvetési hiánya	4
Romló kilátások jellemzik az USA növekedését	4
Szeptemberig változatlan maradhat a Fed irányadó rátája	5
Tovább csökkenhet az unió költségvetési hiánya	8
Érzékenyen érintheti az unióból való kilépés a brit költségvetést.....	13
A vártnál lassabban nőtt a magyar gazdaság 2016 I. negyedévében	16
A Fitch felminősítette Magyarországot.....	20
Adósságfinanszírozás.....	20
A Növekedési Hitelprogram egyes kérdéseiről	25
Biztonságban az előirányzott államháztartási hiány.....	27
Bevételek.....	28
Kiadások	30
Kamategyenleg.....	31
Egyenleg	32
Az államadósság alakulása	32
2017. évi költségvetés – Így alakul az adócsökkentés éve	33
A 2017. évi költségvetés bemutatása	33
A 2017-es költségvetés kockázatai.....	38

Vezetői összefoglaló

Bár az idei első negyedévben az USA éves növekedési rátája ismét meghaladta az Európai Unióban regisztráltat, az unió negyedévek közötti bővülése második negyedéve felülmúlja az amerikai növekedési ütemet. A globális pénzüpiacokat főként az EKB és a Fed ülései mozgatták az utóbbi hónapokban, ám a növekvő brit CDS-felár és a viszonylag gyenge font következtében egyre jobban érződött az Egyesült Királyság uniós tagságáról szóló népszavazás bizonytalanságot növelő hatása is. A következő években is tovább csökkenhet az unió aggregált költségvetési hiánya, ám a romló strukturális hiánymutatók alapján a javuló európai költségvetési folyamatok inkább konjunkturális hatások, mint a fiskális szigor eredménye. Az uniós tagállamok többsége továbbra is kontraciklikus fiskális politikát folytat, ám főként a kelet-közép-európai államokban az output gap záródását nem követte költségvetési szigorítás. Idén a további gazdasági növekedés, az alacsony kamatkörnyezet és a csökkenő költségvetési hiány hatására tovább mérséklődhet az unió adósságrátája, ami várhatóan 2017-ben is még 90 százalék fölött maradhat.

A magyar gazdaság növekedése az I. negyedévben a vártnál kisebb, 0,9 százalékos (szezonálisan és naptárhatással kiigazítva 0,4 százalékos) volt. A növekedést felhasználási oldalról a fogyasztás húzta 4,8 százalékos bővülésével: a feszes munkaerőpiac nyomán egyre inkább növekvő bérszínvonal, valamint a személyi jövedelemadó csökkentése növelte a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét. Átmeneti leállások eredményeként a nettó export nem tudott az első negyedévben pozitívan hozzájárulni a növekedéshez, és az uniós támogatások kiesése miatt a beruházások is fékeztek azt. Az infláció továbbra is kiemelkedően alacsony, az első negyedévben 0,4 százalék volt, de májusban ismét deflációt mértek a magyar gazdaságban. Előrejelzésünk szerint az infláció 2016-ban mindössze 0,4 százalékos lesz, de előrejelzésünk szerint a mutató értéke 2017-ben is csak 1,6 százalékot tesz ki, jelentősen elmaradva a jegybank céljától. A tartósan alacsony inflációs környezet ellenére sem számítunk azonban az alapkamat további csökkentésére, tehát 2017 végéig az alapkamat 0,9 százalékon tartását várjuk. Előrejelzésünk szerint a gazdaság növekedése az idén 2,1 százalékos lehet, amelyet elsősorban a fogyasztás 4,1 százalékosra várt bővülése húzhat, de kismértékben a nettó export is elősegítheti. 2017-ben magasabb, 3,2 százalékos gazdasági növekedésre számítunk, amelyhez a fogyasztás 3,4 százalékos bővülésén kívül hozzájárul majd a beruházások 3,3 százalékos növekedése, illetve a lazább fiskális politika. Várakozásaink szerint tovább csökken a munkanélküliség is, amely 2016. I. negyedévében 5,8 százalékos volt szezonálisan kiigazított adatok alapján, így a 2001 és 2003 közötti időszak átlagos szintjére, 5,8 százalékra mérséklődött. Mindezt 7 százalékkal magasabb aktivitási és 6,5 százalékkal magasabb foglalkoztatási ráta mellett sikerült elérni. Tovább folytatódik ugyanakkor a bérek emelkedése is: majdnem 7 százalékos nettó béremelkedést várunk.

Magyarország befektetői megítélése a külső hatások miatt alapvetően javult az elmúlt negyedévben: jelentősen csökkent a CDS-felár, a forint erősödött a svájci frankkal és a dollárral, míg gyengült az euróval szemben. A Fitch felminősítése nemigen gyakorolt hatást az állampapírok hozamára. Ennek két oka van: egyrészt a lépést már részben árazta a piac, másrészt pedig nagyobb hatás akkor várható, ha további hitelminősítők is befektetési kategóriába emelik a magyar államadósságot. 2015. szeptember 23. óta az új irányadó eszköz a három hónapos betét, amelynek kamata fix - a jegybanki alapkamat - és amelyet korlátlan mennyiségben tendereztet a jegybank. Az MNB a kéthetes betét április kivezetése miatt a kamatcsereügyletek 2016. júliusi kivezetése mellett döntött. A jegybanki devizatartalék 26,4 milliárd euró körüli értékre csökkent. Az összehasonlítható adatok alapján Magyarország a csökkenő devizatartalékok szintje mellett is bőven megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak.

Júniusban benyújtották a 2016. évi központi költségvetésről szóló törvény módosítását, amely a tavalyi év egészében domináló, kedvező gazdasági trendek és a kormányzati intézkedések gazdaságfehérítő hatásának eredményét vezette át a költségvetésbe. A 407 milliárd forintnyi többletbevétel jelentős részét oktatásra (110 milliárd), otthonteremtési támogatásra (50 milliárd) és egyéb infrastrukturális fejlesztésre fordít a Kormány. A módosítás fényében elkészített prognózisunk szerint továbbra is a tervezett felett realizálódhatnak a fogyasztási típusú adók és a lakossági adóbevételek, míg a gazdálkodószervek befizetései közel megegyeznek a kormányzati várakozással. A 2016. évi költségvetés elfogadása után bejelentett Családi Otthonteremtési Kedvezmény lakásépítési támogatásai során a tervezetnél nagyobb igénybevétellel számolunk, amit a nettó kamatkiadások kedvezőbb alakulása ellensúlyozhat. Összességében a kormányzati tervekben szereplő, a GDP 2 százalékát kitevő deficit alatti, 1,8 százalékos hiánnyal számol intézetünk. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 73,9 százalékos szintet várunk, ami a 2015 év végi szintnél 1,4 százalékponttal alacsonyabb.

A 2017-es költségvetés alapján a jövő évben nagy hangsúlyt kap az alapvető élelmiszerek áfakulcs csökkentése, ami a legalacsonyabb jövedelműeket segíti leginkább, míg bizonyos jövedékiadó-köteles termékek ára megemelkedik. Folytatódik a családközpontú fiskális politikai gyakorlat, amelynek célja a családosok életminőségének javítása valamint a gyermekvállalás ösztönzése: bővül az ingyenes gyermekétkeztetés köre, és emelkedik az igénybe vehető családi adókedvezmény összege is. A 2017. évi költségvetésben a maastrichti kritériumok szerint kalkulált GDP-arányos hiány 2,4 százalékkal szerepel. Számításaink szerint a költségvetés előirányzatai tarthatók, sőt, a hiány várakozásaink szerint a tervezettnél kedvezőbb lehet. Ez egyben azt is jelenti, hogy a 3 százalékos maastrichti hiánykritérium sorozatban hatodik éve teljesülhet. A 3 százalékos hiánycél elérésére ezt megelőzően utoljára 2000-ben volt példa. A jelentős, de pénzügyileg fenntartható kiadás bővülésből az ország hosszú távú versenyképességének javítása érdekében oktatásra

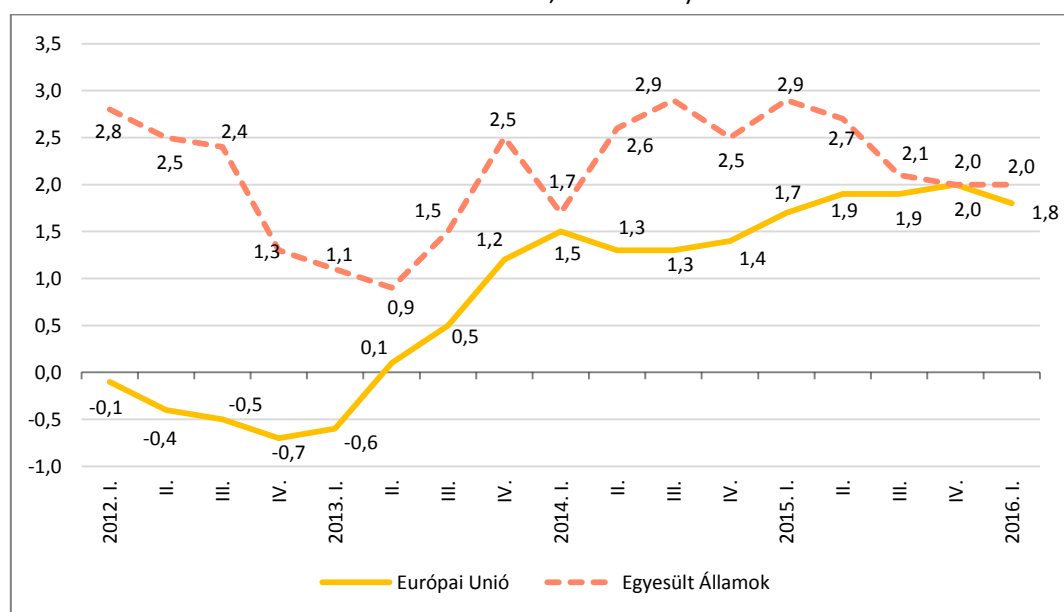
270 milliárd többlet jut, míg az egészségügyi kiadások 170 milliárd forinttal emelkednek. Előrejelzésünk szerint a megemelkedett kiadási oldal ellenére is kisebb, 2,1 százalékos GDP-arányos hiány várható.

A romló gazdasági kilátások ellenére idén tovább csökkenhet az unió költségvetési hiánya

Romló kilátások jellemzik az USA növekedését

Idén az első negyedévben bővült az USA és az unió növekedési üteme közötti különbség, az amerikai piacok által jobban figyelt negyedévek közötti növekedési adatok viszont az unióban magasabbak (1. ábra). 2015 utolsó és 2016 első negyedéve között az USA gazdasága negyedéves alapon 0,2, míg az unióé 0,5 százalékkal bővült, így az európainál kedvezőbb amerikai éves növekedési ráták főként a tavalyi második és harmadik negyedév jobb teljesítményének hatását tükrözik. Az unió gazdaságának bővülését továbbra is főként a lakossági fogyasztás húzza, ám a beruházások növekedést támogató szerepe már második negyedéve magas, ami ellensúlyozza a nettó export negatív növekedési hatását.

1. ÁBRA: AZ EU ÉS AZ USA NÖVEKEDÉSI RÁTÁJA (AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN, SZÁZALÉK)



Forrás: Eurostat

Tagállami szinten továbbra is elmondható, hogy a kelet-közép-európai gazdaságok növekedési ütemének többsége meghaladja az unióst, ám hazánk mellett az előző uniós költségvetési ciklus kifutó forrásai miatti belső keresletcsökkenés nyomán a cseh és a lengyel növekedési ráta is jelentősen visszaesett. Hazánk legfontosabb kereskedelmi partnerének, a német gazdaságnak a növekedése 0,3 százalékponttal, 1,6 százalékra nőtt, miközben a nagyobb uniós tagállamok rátái szinte változatlanok maradtak. Nagyobb, 0,5 százalékpontot meghaladó mértékben mindössze két tagállam, Észtország és Litvánia növekedési rátája nőtt, 4 százalékot meghaladó mértékben a román és a svéd gazdaság bővült. Tovább folytatódott

az Egyesült Királyság növekedési ütemének immáron hatodik negyedév óta tartó lassulása, a június 23-ai, uniós tagságról szóló népszavazás miatt megítélésünk szerint az idei év második negyedévében is folytatódhat a növekedési ráta csökkenése.

Bár az Egyesült Államok éves növekedési rátája az utóbbi két negyedévben nem változott, ám a negyedévek közötti növekedés már harmadik negyedéve lassul: a január–március közötti amerikai negyedéves növekedési adat nemcsak az európai, hanem meglepő módon a japán adatnál is alacsonyabbnak bizonyult. Az USA visszafogott gazdasági teljesítménye mögött elsősorban a beruházások éves volumennövekedésének 0,1 százalékra lassulása áll, ami messze elmarad az indikátor tavalyi átlagos 4,9 százalékos értékétől. A beruházásokon belül az üzleti célú beruházások éves volumene hat évet követően csökkent, melynek hatását a lakáscélú beruházások több mint 11 százalékos bővülése kompenzálta. A világgazdaság lassuló bővülése miatt is a nettó export továbbra sem támogatja a dinamikus gazdasági bővülést, az amerikai áruexport volumene már harmadik negyedéve csökkent. Ezzel szemben az állami költségek továbbra is támogatják a gazdasági növekedést, a tagállami és önkormányzati költségek hozzáadott értékének volumene éves alapon 2,2 százalékkal nőtt: hasonlóan magas rátát legutóbb 2002 harmadik negyedévében regisztráltak az amerikai gazdaságban.

Az Európai Bizottság előrejelzésében tovább csökkentette a világgazdaság 2016 egészére várt növekedését, ami a várakozások szerint idén 3,1, míg jövőre 3,4 százalékkal bővülhet. Az alacsony nyersanyagárak és a nyersanyagexportőr országok csökkenő importkereslete miatt mind az unióban, mind az Egyesült Államokban csökkenhet a nettó export növekedést támogató szerepe, így a gazdasági bővülés motorjai idén mindkét gazdaságban a belső tételek lehetnek. Összességében idén az Egyesült Államok gazdasága az előzőleg vártnál gyengébb, 2,3 százalékos ütemben bővülhet, míg az unió növekedési rátája ettől elmaradó, 1,8 százalékos lehet.

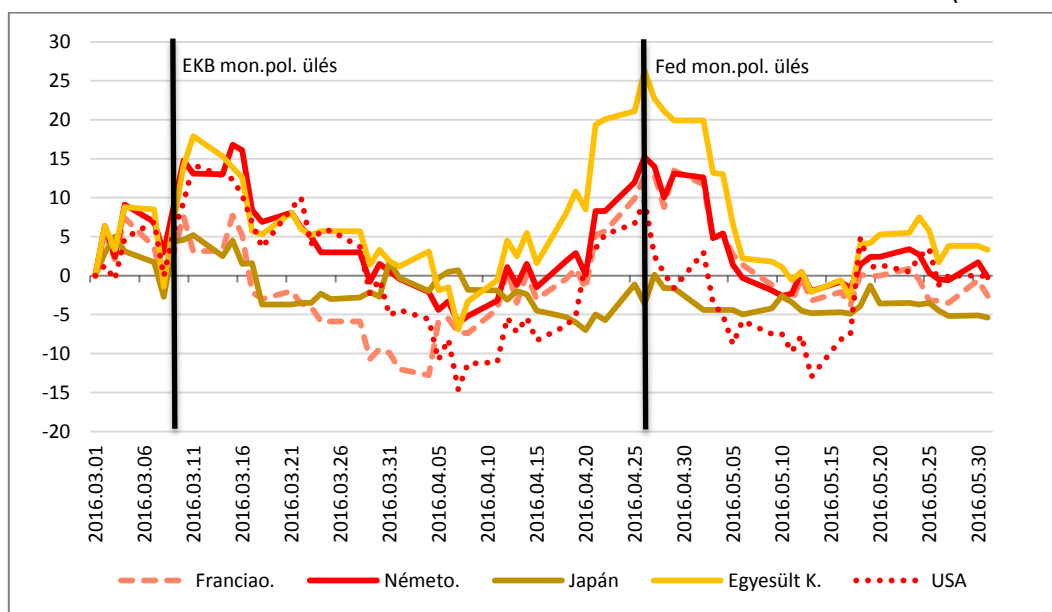
Szeptemberig változatlan maradhat a Fed irányadó rátája

Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa áprilisi és júniusi ülésén sem változtatott 0 százalékos irányadó rátáján, valamint változatlanul hagyta a 0,25 százalékos refinanszírozási és -0,4 százalékos betéti kamatlábát is. A kormányzótanács júniusi ülésén új, a reálgazdaság közvetlen élénkítését lehetővé tevő programot jelentett be: június közepétől az EKB nagyobb tagbankjai az eurózóna olyan, nem monetáris vállalatának kötvényeit vásárolhatják meg nagyobb volumenben, melyek nincsenek banki tulajdonban. Az EKB programjának célja az USA-hoz viszonyítva relatív alacsony kapitalizációjú európai tőkepiac fejlesztése, az eurózóna kis- és középvállalatainak tőkepiaci forrásokhoz segítése, valamint a vállalatok finanszírozási költségének csökkentése. Az EKB jelentős, összesen 1800 milliárd eurós mennyiségi lazítási programja ellenére az eurózóna pénzromlási üteme továbbra is alacsony, a bank legfrissebb előrejelzése szerint az inflációs ráta két éven belül sem érheti el

a 2 százalékos célértékét. Mario Draghi, az EKB elnöke szerint a kormányzótanács szükség esetén kész tovább bővíteni a márciusban kifutó program felvásárlási keretét, melynek sikeressége pár hónap távlatából még nem ítéhető meg.

Márciusi és áprilisi ülésén is változatlanul hagyta kamatkondícióit az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC). Janet Yellen, a Fed elnöknek iránymutatása alapján várhatóan a következő, júniusi és júliusi üléseket követően sem szigorodhatnak az amerikai monetáris kondíciók, főként a reálgazdaság visszafogott teljesítményének köszönhetően. Állítása szerint a következő kamatemelést a negyedévek közötti gazdasági növekedés gyorsulásának, a munkaerőpiac további javulásának és az inflációs mutató ismételt emelkedésére utaló jeleknek kell megelőzniük. A második negyedéves amerikai GDP előzetes becslésének eredményét a júliusi FOMC-ülés után publikálják, így az első kritérium miatt várhatóan leghamarabb szeptemberben kerülhet sor ismét kamatemelésre, amikor világossá válik az is, hogy a gyenge májusi munkaerőpiaci adatok átmeneti vagy strukturális problémákra utalhattak.

2. ÁBRA: A TÍZÉVES HOZAMOK ALAKULÁSA 2016. MÁRC. 1-JÉHEZ KÉPEST (BÁZISPONT)

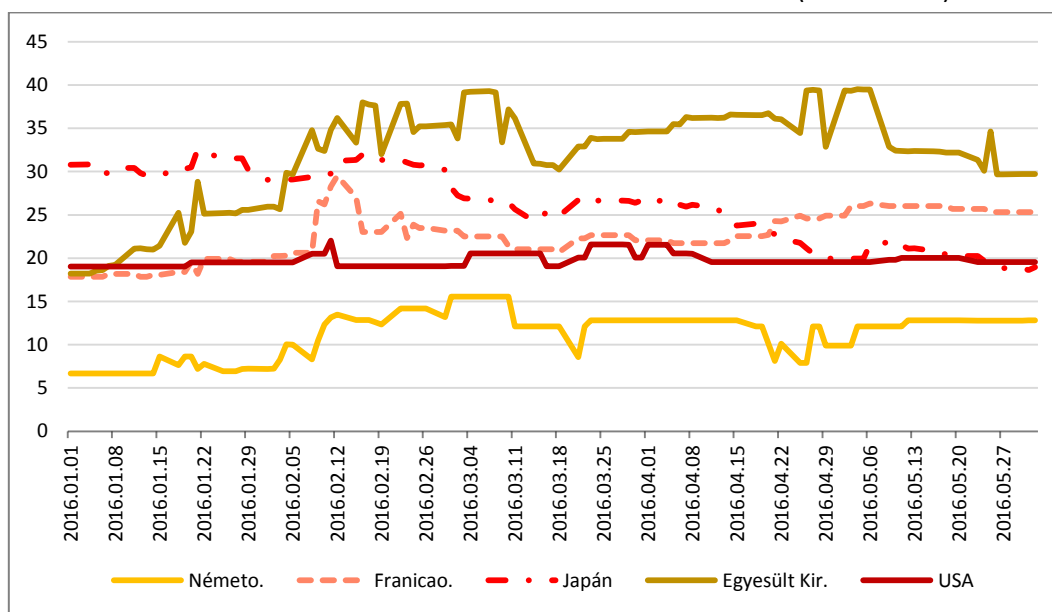


Forrás: Thomson Reuters

Március és június között a pénzügyi folyamatokat főként az EKB és a Fed döntései határozták meg. A globálisan is meghatározó európai gazdaságok tízéves állampapírhozamai az EKB március 10-ei és a Fed április 26–27-ei ülése körül emelkedtek jelentősen, utána viszont a hozamok visszatértek a március 1-én regisztrált értékükhöz (2. ábra). Érdemes kiemelni, hogy a tízéves német állampapírhozam kétszer is a március eleji 0,15 százalékos szintjének duplájára nőtt, így az utóbbi hónapokban jelentős volt a német hosszú lejáratú hozamok volatilitása. A vizsgált három hónapban a tízéves japán állampapírhozamok végig negatív, $-0,01$ és $-0,13$ százalék közötti tartományban tartózkodtak, amit a japán jegybank jelentős monetáris lazítása miatti fölös likviditás támogathatott. Az Egyesült Királyság

referenciahozamainak alakulásán egyelőre nem látszódnak az unióból való kilépésről szóló június 23-ai népszavazás miatti megnövekedett kockázatok: a brit hozamok változása szinte az egész vizsgált időszak során együtt mozgott a francia és a német referenciahozamokkal. A május végén mért 1,43 százalékos brit hozam így is jelentősen magasabb, mint a 0,15 százalékos német vagy a 0,49 százalékos francia hozam, ám alacsonyabb az 1,83 százalékra emelkedő amerikai hozamnál.

3. ÁBRA: FONTOSABB CDS-FELÁRAK ALAKULÁSA (BÁZISPONT)



Forrás: Thomson Reuters

A hosszú lejáratú brit állampapírhozamokkal szemben a szigetország kockázati felárának alakulása már tükrözi az unióból való kilépés megnövekedett kockázatát (3. ábra). A friss közvélemény-kutatási eredmények alapján az utóbbi hónapokban enyhén nőtt a kilépés valószínűsége, egyes felmérésekben a kilépésre voksolók aránya meghaladta a további uniós tagságot preferálók részarányát. A brit pénzügyminisztérium és a nagyobb nemzetközi szervezetek számítása szerint is kilépés esetén érezhetően visszaesne a szigetország és a kontinentális Európa közti kereskedelem, ami egyrészt a GDP és a foglalkoztatás visszaesését vonná magával, másrészt jelentősen csökkentené az ország külföldi működő tőkét vonzó képességét. Az országkockázat megítélése során széles körben használt brit CDS-felár fél év alatt közel a duplájára nőtt, május végén a globális szinten is jelentős, fejlett gazdaságok közül a szigetország CDS-felára a legmagasabb. Az Egyesült Királysághoz hasonlóan fél év alatt enyhén, 8 és 9 bázisponttal nőtt a francia és a lengyel felár is, miközben a magyar CDS-felár 22, az orosz 43 bázisponttal csökkent. Fél év alatt jelentősen, közel 70 bázisponttal nőtt a portugál felár, mely február első két hetében több mint 100 bázispontot emelkedett, főként a portugál Novo Banco feltőkésítése körüli bizonytalanság miatt.

A Brexit növekvő esélye ellenére február végi mélypontjához képest az utóbbi hónapokban erősödött a brit font, ám május végén még mindig 2 százalékkal volt gyengébb a dollárhoz

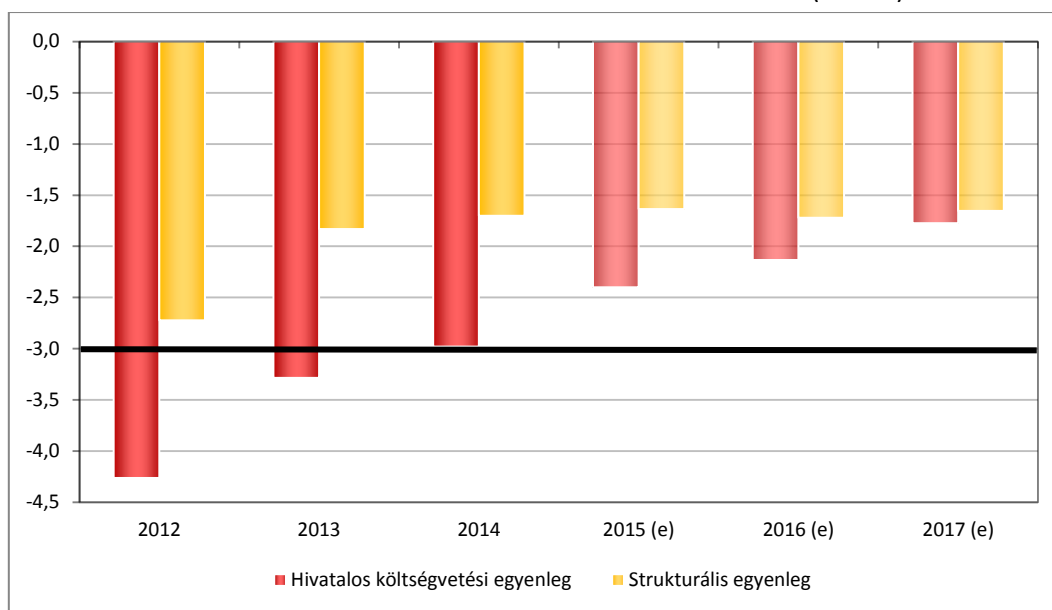
viszonyítva, mint év elején. Az elmúlt három hónapban tovább erősödött a japán jen a dollárhoz viszonyítva, az elmúlt fél év alatt közel 10 százalékkal értékelődött fel az ázsiai valuta. A jen április során látott erősödését a Fed áprilisi ülése törte meg: a kamatemelés elmaradása miatt a január 1-jei árfolyamhoz viszonyítva két nap alatt 4 százalékkal erősödött a jen a dollárhoz viszonyítva. Az év eleje óta tartó erősödés mögött főként a japán jegybank mennyiségi lazítási programjának relatív sikertelensége és az amerikai monetáris kondíciók szigorításának elhalasztása áll. Az erősödő jen miatt a versenyképesség és az exportteljesítmény növelése érdekében a japán kormányzat újabb monetáris lazítási programot várna a független japán jegybanktól, ám megítélésünk szerint a QQE lazítási program további kiterjesztése a túlzott likviditáson keresztül csak a pénzügyi kockázatokat növelné.

Március és június között a főbb európai papírokat tömörítő Stoxx 600 részvényindex értéke 2,5, míg a világ többi vezető tőzsdeindexe 6–7 százalékot emelkedett. Meglepő módon az EKB mennyiségi lazítási programjának kiterjesztése inkább a kínai Shanghai Composite és az amerikai Dow Jones Industrial Average indexek értékét növelte jelentősen. Az EKB döntését követően heteken belül az Stoxx 600 részvényindex értéke március eleji értéke alá csökkent, ami alapján a valószínűsíthető, hogy az európai részvénypiac már az év első negyedében beárzta az európai mennyiségi lazítási program havi keretösszegének 60-ról 80 milliárd euróra való növelését. A Fed áprilisi ülését követően a japán Nikkei 225 index egy hét alatt közel 7 százalékot veszített értékéből, ám a kedvező első negyedéves japán növekedési adat hatására is májusban az index értéke több mint 6 százalékkal nőtt. A Kelet-Közép-Európa vezető tőzsdei vállalatának részvényeit tömörítő CETOP 20 index értéke 3 hónap alatt mindössze 1,75 százalékkal emelkedett, miközben a hazai BUX index 12 százalékkal nőtt március és június között.

Tovább csökkenhet az unió költségvetési hiánya

Az Európai Bizottság legfrissebb, tavaszi előrejelzése az őszihez képest szinte változatlan költségvetési pályával számol, az eurózóna és a teljes unió költségvetési hiánya is visszafogott mértékben csökkenhet a következő két évben. Főként a konjunkturális hatások következtében bővülő adóbevételek és a csökkenő szociális kiadások eredményeként a tavalyi 2,1 és 2,4 százalékos hiány idén 1,9 és 2,1 százalékra csökkenhet az eurózónában és a teljes unióban, míg jövőre a hiányszámok rendre 1,6 és 1,8 százalékra eshetnek. A költségvetési egyenleggel szemben a gazdaság ciklikus és az egyszeri tételek költségvetési hiányt befolyásoló hatásait kiszűrő strukturális hiány 2016–2017 során enyhén nőhet az unióban és az eurózónában is. A strukturális hiány alapján az euróövezet javuló költségvetési egyenlege főként a gazdasági növekedés költségvetési bevételeket és foglalkoztatást növelő hatásának eredménye, a bővülő strukturális hiány alapján a valutaövezet kormányai idén enyhíthetnek az utóbbi évek fiskális szigorából.

4. ÁBRA: A HIVATALOS KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEG A GDP SZÁZALÉKÁBAN ÉS A STRUKTURÁLIS EGYENLEG A POTENCIÁLIS GDP SZÁZALÉKÁBAN (EU28)

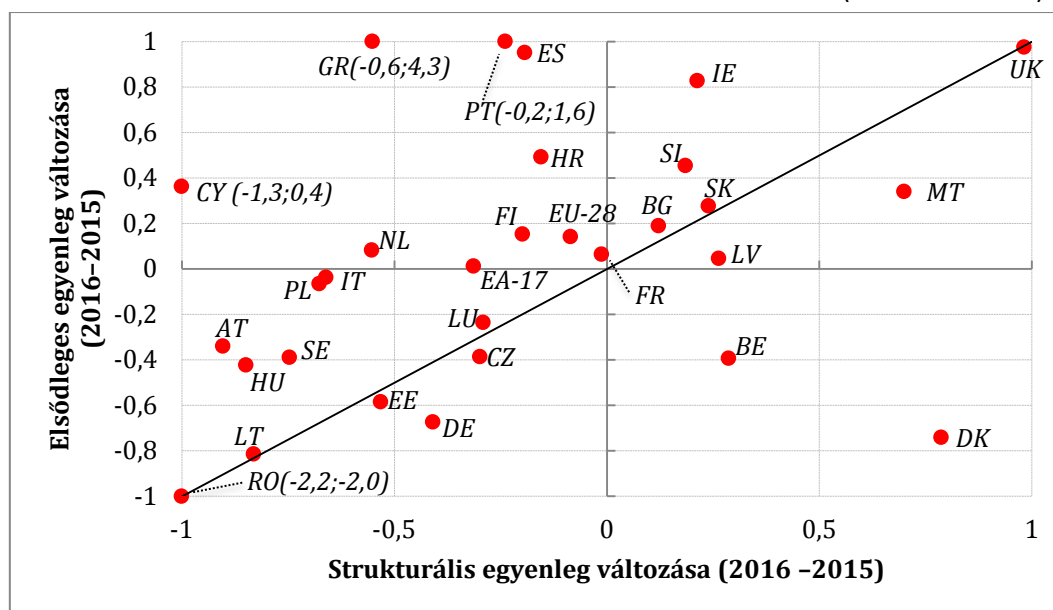


Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Spring 2016

Az unió költségvetésének kiadási oldala egyrészt a kedvező gazdasági folyamatok nyomán csökkenő szociális juttatások, másrészt a kamatkiadások mérséklődése miatt csökkenhet idén. Az EKB laza monetáris politikája miatt kialakult, historikus viszonylatban is rendkívül alacsony állampapírpiazi referenciahozamok miatt viszont a kamatkörnyezet további csökkenése korlátozott, ami miatt a kamatkiadások szintje két év alatt csak visszafogott mértékben, 2,3-ről 2,1 százalékra csökkenhet a teljes unióban. A költségvetés kiadási oldalával szemben a bevételi oldala visszafogottabb mértékben, évi 0,2–0,1 százalékponttal mérséklődhet a következő két évben, mivel több kormányzat is adócsökkentésen keresztül kívánja támogatni országának gazdasági növekedését, így a bevételek a várt gazdasági növekedés ellenére is mérséklődhetnek.

Várhatóan 9 uniós tagállam csökkentheti strukturális hiányát 2015-ről és 2016-ra, melyek közül hét gazdaságban a ráta csökkenésében szerepet játszik az elsődleges egyenleg javulása is (5. ábra). Nyolc tagállamban a romló strukturális hiány az elsődleges egyenleg javulásával párosul, ahol így a költségvetési politika szigorodása elmaradt a konjunkturális helyzet által lehetővé tettől. Ezzel szemben 11 tagállamban, köztünk hazánkban is a strukturális egyenlegek romlását legalább részben expanzív, főként adócsökkentéssel élő fiskális politika magyarázza. Összességében a teljes unió elsődleges egyenlege így bár javul 2015-ről és 2016-ra, az öreg kontinens gazdasági növekedése a jelenleginél nagyobb ütemű kiadáscsökkentést is lehetővé tenné.

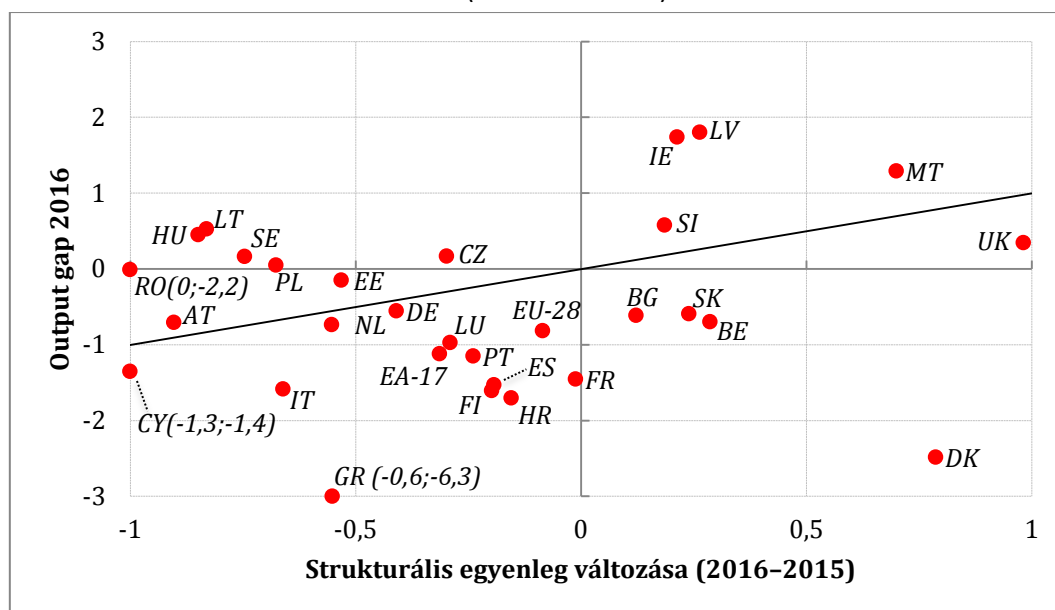
5. ÁBRA: A 2015-ÖS ÉS A 2016-OS KIIGAZÍTÁS MÉRTÉKE A STRUKTURÁLIS HIÁNYMUTATÓK ÉS ELSŐDLEGES EGYENLEGEK ALAPJÁN AZ UNIÓ TAGÁLLAMAIBAN (SZÁZALÉKPONT)



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Spring 2016, Századvég-számítás. Megjegyzés: a pozitív értékek a hiánymutatók csökkenését, a negatívak a mutatók romlását jelentik.

Az Európai Bizottság előrejelzése szerint az uniós tagállamok többsége idén is anticiklikus gazdaságpolitikát követhet, azaz fiskális eszközökkel élénkíti a nem túl lendületes gazdasági növekedést, ha a kibocsátás az elmarad potenciális szintjétől. Az anticiklikus gazdaságpolitika szellemében így a teljes unió 0,1 százalékponttal romló strukturális hiánya gazdaságpolitikai szempontból helyes, ha az a gazdaság potenciális teljesítményéhez való felzárkózását segíti. Öt, potenciális gazdasági kibocsátását meghaladó tagállam strukturális egyenlege javulhat 2015-ről és 2016-ra, azaz ezen kormányzatok a fiskális politika szigorításán keresztül fékezhetik gazdaságuk túlfűtöttségét. További 14, potenciális teljesítményétől elmaradó gazdaság folytathat anticiklikus gazdaságpolitikát strukturális hiánya csökkentésével. A maradék kilenc, többségben kelet-közép-európai gazdaságban ellenben prociklikus lehet a fiskális politika. Az anticiklikus gazdaságpolitika ajánlásával szemben hazánk mellett további négy tagállamban a már bezáródott kibocsátási rés ellenére nő a strukturális hiány, míg négy államban a gazdaság potenciális kibocsátásának elérését a kormányzat expanzív költségvetési politikával támogathatná (6. ábra).

6. ÁBRA: KONTRACIKLIKUS GAZDASÁGPOLITIKA ALAKULÁSA AZ UNIÓ TAGÁLLAMAIBAN
(SZÁZALÉKPONT)



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Spring 2016, Századvég-számítás. Megjegyzés: a pozitív értékek mind az output gap, mind a strukturális egyenleg esetén az adott mutató javulását szemlélteti.

A 2015-ös költségvetési hiány két tagállam, Horvátország és Csehország esetében csökkent jelentősen a korábbi előrejelzésekhez képest. A horvát hiányszám a korábban várt 4,2 helyett 3,2 százalékot tett ki tavaly, a javuló költségvetési egyenleg mögött az állami beruházások éves szinten mért 22 százalékos visszaesése áll. A Bizottság új előrejelzésében jelentősen pozitívabb képet festett az ország következő évekre várt fiskális pályájáról: a korábbi előrejelzéssel szemben a 2016-os, GDP-arányos horvát hiány $-3,9$ helyett $-2,7$, míg 2017-ben $-3,2$ helyett $-2,3$ százalék lehet. A jelentős javulás mögött egyrészt a közsféra bérkiadásainak csökkentése, másrészt az indirekt adók emelése miatt 4,4 százalékkal bővülő állami bevételek állnak, aminek következtében – az elérhető adatok alapján, az ország története során először – 2015-ben pozitív elsődleges egyenleget regisztráltak Horvátországban. A jelentős fiskális kiigazítás hatására a következő években is többletet mutathat a horvát költségvetés kamatfizetéstől szűrt egyenlege, ám ennek ellenére az ország 85 százalékot meghaladó GDP-arányos adósságrátája csak mérsékelt ütemben csökkenhet. A csökkenő hiányszámok ellenére továbbra is igen sérülékeny a horvát fiskális pálya, amit főként a kormányzat és a közsféra szakszervezetei közötti bértárgyalás kimenetele, valamint a lakossági svájcfrank-alapú hitelek kunára történő átváltásának gazdasági hatása veszélyeztet.

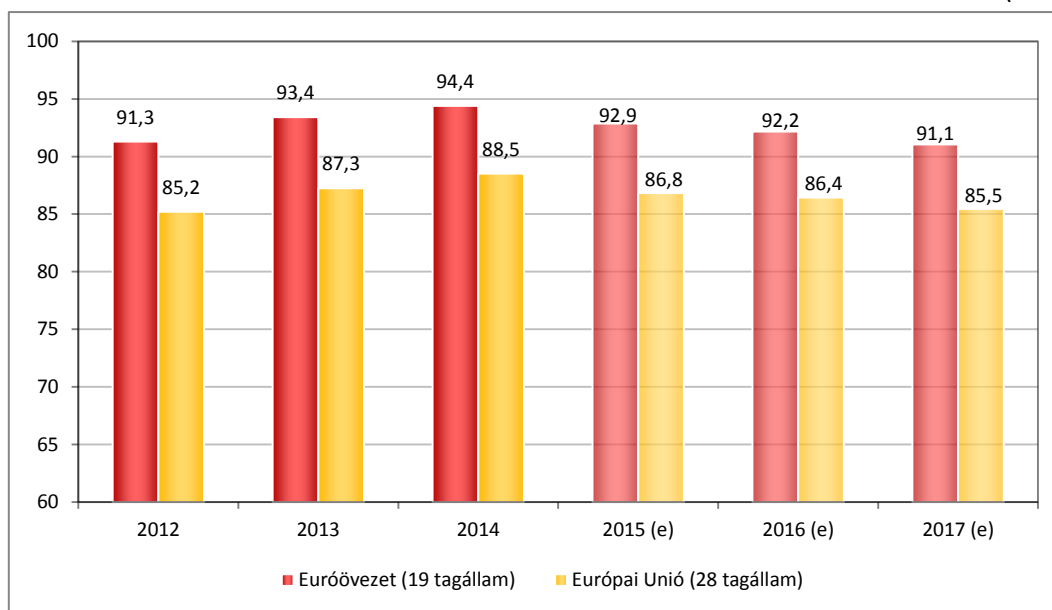
A várt 1,6 százalék helyett 0,4 százalékot tett ki a tavalyi cseh költségvetési hiány. A költségvetés kiadási oldala az EU-s források gyorsított lehívása ellenére 2014-ről és 2015-re enyhén csökkent, míg a bevételek GDP-arányos szintje a megugró társaságiadó-bevételeknek köszönhetően 40,8-ről 42,2 százalékra emelkedett. Bár várhatóan 2016-ban a

kibocsátásarányos költségvetési bevételek az uniós támogatási források visszaesése miatt ismét 2014-es szintjükre csökkenhetnek, a következő két évben is 1 százalék alatt maradhat az ország költségvetési hiánya. A lassabb növekedés miatt csökkenő társaságiadó-bevételek hiányszámot rontó hatását ellensúlyozhatja a dohánytermékek növekvő jövedékiadó-tartalmának többletbevétele, valamint a forgalmi adó beszedésének hatékonyabbá válása. A csökkenő költségvetési hiány következtében így Csehország tavaly, a nem euróvezeti uniós tagállamok közül egyedül teljesítette a Stabilitási és Növekedési Paktumban meghatározott, fenntartható költségvetésre vonatkozó uniós szabályokat. A Stabilitási és Növekedési Paktum definíciója szerint kiegyensúlyozott költségvetési egyenlegről akkor beszélünk, ha a hivatalos államháztartási hiány kevesebb, mint a bruttó hazai termék 3 százaléka, a strukturális hiány kevesebb, mint a GDP 1 százaléka, és az adósság GDP-hez viszonyított aránya 60 százalék alatt van.

A bizottság friss előrejelzése a tavalyi hiányszámot legjobban az ír gazdaság esetében rontotta, a $-1,8$ -ról $-2,3$ százalékra csökkenő várt költségvetési egyenleg mögött az állami tulajdonú bankok tőkeemelési igénye állt. Ezen egyszeri kiadás nélkül a hiányszám $-1,3$ százalékra csökkent volna a 2014-es $-3,8$ százalék után, főként a költségvetési bevételek intenzív bővülése következtében. Az éves alapon $7,8$ százalékkal bővülő ír gazdaságban a költségvetési bevételek tavaly éves alapon $9,3$ százalékkal emelkedtek a vállalati adóbevételek szinte hihetetlen, 50 százalékos növekedése következtében. A kiadási oldalt egyrészt a tovább mérséklődő állami beruházások, valamint az éves alapon 10 százalékkal visszaeső kamatkidások csökkentették: az eurózóna alacsony kamatkörnyezetének következtében Írország előtörlesztette a piacinál magasabb kamatozású IMF-hiteltartozását, mivel azt már piaci alapon is képes megújítani. Az ország dinamikus gazdasági bővülésének következtében az ír költségvetés hiánya 2017-ben 1 százalék alá csökkenhet, a tavaly közel 94 százalékot kitevő ír államadósság évi $3-4$ százalékpontos mértékben eshet a következő két évben.

Az Európai Bizottság májusi döntése alapján Ciprus, Írország és Szlovénia is kikerült a túlzottdeficit-eljárás (EDP) alól, főként magas növekedési ütemük és adósságállományuk utóbbi években mutatott dinamikus csökkenésének következtében. A Bizottság által várt strukturális reformok hiányában Spanyolország és Portugália 2017 májusáig eljárás alatt maradhat, miközben eljárás indult Belgium, Olaszország és Finnország ellen. A belga és olasz államadósság 2015-ben rendre a GDP 106 és 133 százalékát tette ki, miközben a Bizottság megítélése szerint az adósság csökkenését nem támogatja kellő mértékben az országok fiskális politikája. Bár a finn államadósság messze elmarad az előző két államtól, viszont a 2015 során 60 százalék felé emelkedő ráta a következő két évben is tovább bővíthet. Az unió nagyobb gazdaságai közül Spanyolország mellett Franciaország és az Egyesült Királyság is túlzottdeficit-eljárás alatt maradhat a következő években, így az unió öt legnagyobb gazdasága közül egyedül a német teljesítheti a Bizottság által szabott fiskális kritériumokat.

7. ÁBRA: AZ EURÓÖVEZET ÉS AZ EU GDP-ARÁNYOS ADÓSSÁGRÁTÁJÁNAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Winter 2016

A gazdasági növekedés és a tagállamok többségének visszafogott fiskális politikájának hatására az előrejelzési horizont egészében csökkenhet mind az unió, mind az eurózóna aggregált GDP-arányos adósságrátája (7. ábra). Az eurózóna adósságrátája 2015-ről és 2016-ra 0,7, míg jövőre 1,1 százalékponttal csökkenhet, melyben közel ugyanakkora szerepet játszhat a tagállamok elsődleges egyenlegének javulása, valamint a gazdasági növekedés és az alacsonyabb kamatlábak adósságrátára gyakorolt hatását kifejező „hólabdahatás”. A csökkenő uniós szintű adósságráta ellenére a tagállamok többségének nőni fog a GDP-arányos adósságállománya, bár az érintett 15 tagállamból a bővülés mértéke várhatóan mindössze 6 államban haladhatja meg az 1 százalékpontot. A legnagyobb, közel 6 százalékpontos mértékben a görög adósságráta emelkedhet 2016-ban, bár a 2,1 és 3,4 százalékpontos finn és lett rátanövekedés is magasnak mondható uniós viszonylatban. Idén adósságrátáját leggyorsabb, várhatóan 4,7 százalékpontos mértékben az ír gazdaság csökkentheti, ám 3 százalékpont körüli mértékben mérséklődhet a szlovén, máltai és portugál mutató is.

Érzékenyen érintheti az unióból való kilépés a brit költségvetést

Az Egyesült Királyság június 23-án népszavazás keretében dönt további uniós tagságáról: a júniusi közepén felvett közvélemény-kutatások alapján a kilépést támogatók aránya ismét meghaladta a bent maradásra voksolókat, bár a 10–15 százaléknyi bizonytalan szavazó miatt a szavazás végkimenetele továbbra is kérdéses. A népszavazáshoz közeledve 14 szervezet szimulálta az esetleges kilépés gazdasági következményeit: 12 számítás alapján a kilépés összességében negatívan érintené az Egyesült Királyság gazdaságát, miközben mindössze az

Economists for Brexit szervezet eredményei alapján haladná meg a kilépés okozta gazdaságpolitikai szuverenitás haszna az uniós tagság költségeit.

Az egyik legjelentősebb, független brit költségvetési kutatási intézet, az IFS számításai¹ szerint a szigetország uniós költségvetéshez való hozzájárulását messze meghaladhatja a kilépés miatti gazdasági visszaesés hatása. Bár a legfrissebb, 2014-es adatok alapján az Egyesült Királyság bruttó 18,8 milliárd fonttal járult hozzá az uniós költségvetéshez, a különböző támogatások és visszatérítések miatt a szigetország nettó befizetése csak 8 milliárd fontot, a GDP 0,4 százalékát tette ki. A kilépést támogató szervezetek szerint ez az összeg csökkenthető lenne, ha az Egyesült Királyság kilépne az unióból, és Norvégia és Svájc mintájára – a közös európai piacokhoz való hozzáférésért cserébe – csatlakozna az Európai Gazdasági Térséghez. Az IFS becslései alapján az Egyesült Királyság EGT-tagság miatti uniós költségvetési hozzájárulása 4 milliárd fontot tehetne ki a kilépést követően, ami nem sokkal marad el az uniós tagság megtartásának költségétől.

Az Egyesült Királyság gazdaságának mély európai integrációja miatt a legtöbb szimuláció az unióból való kilépés esetén az szigetország kibocsátásának csökkenésével számol. Az Egyesült Királyság exportjának közel 44 százaléka uniós tagállamokba áramlik, a közös piacokhoz való hozzáférés korlátozása így negatívan érintheti az ország külkereskedelmét, ráadásul kilépés esetén az országnak számos bilaterális külkereskedelmi egyezményt kellene kötnie, az uniós tagsághoz viszonyítva jelentősen alacsonyabb alkuerő mellett. Az amerikai vállalatok gyakran a brit piacra hídként tekintettek, melynek segítségével hozzáférhetnek a közös európai piacokhoz: brit kilépés esetén a szigetország hasonló szerepe is megszűnne, és így jelentősen csökkenne a brit gazdaság külföldi működő tőkét vonzó képessége, várhatóan a szintén angol ajkú Írország javára. Hasonlóan, az eltérő pénzügyi szabályozás miatt az uniós tagság esetleges megszűnésével a londoni City könnyen elvesztheti vezető európai pénzügyi szerepét, a jelenleg az országban kezelt pénzügyi vagyon jelentős része az eurózónába áramlana. Összességében az IFS számításai szerint – az EGT-tagság költségeinek figyelembe vételével – a kilépés költségvetési nyereségét már 0,3 százalékos GDP-visszaesés esetén is meghaladná a csökkenő adóbevételek egyenleget rontó hatása.

A legtöbb szimuláció viszont 0,3 százaléknál lényegesen magasabb gazdasági visszaesésre számít, az IFS számításai szerint a kilépés miatti költségvetési bevételkiesés 2019-ben 20–40 milliárd fontot (a 2014-es GDP 1–2 százaléka) tehet ki. A kilépés hosszú távú költségvetési hatásai a GDP változásán keresztül becsülhetőek, ami 2030-ban az OECD² optimista becslése alapján is 2,7 százalékkal lehet alacsonyabb, mint az uniós tagság megtartása esetén. A szervezet központi forgatókönyve szerint viszont 5,1, a pesszimista forgatókönyv esetén

¹ Forrás: Emmerson, C. – Johnson, P. – Mitchell, I. – Phillips, D. (2016): *Brexit and UK's public finances*. Institute for Fiscal Studies, Report 116.

² Forrás: OECD (2016): *The Economic Consequences of Brexit: A Taxing Decision*. OECD Economic Policy Paper, 2016. No. 16.

pedig 7,7 százalékkal lehet alacsonyabb a Brexit melletti GDP, mint az uniós tagság megtartása esetén. Bár összességében az unióból való kilépés nagyobb szabályozói szabadságot adhat az Egyesült Királyság törvényhozóinak, ám az uniós tagság elvesztése már rövid távon is mind a gazdasági növekedés, mind a költségvetés egyenlegének romlásával járhat.

A vártnál lassabban nőtt a magyar gazdaság 2016 I. negyedévében

A magyar gazdaság 2016 I. negyedévében a megelőző negyedévekhez képest visszafogottan növekedett. Ennek oka az európai uniós támogatások felhasználásának költségvetés-ciklusváltás miatt bekövetkezett visszaesése, az ebből következő építőipari visszaesés, továbbá a feldolgozóiparban történt leállások. A háztartások fogyasztásának bővülése tovább gyorsult, viszont az uniós pénzek visszaesése közel kétötödével csökkentette az állami beruházásokat, ami a bruttó állóeszköz-felhalmozásban összességében 7,8 százalékos visszaesést okozott. A háztartási fogyasztás bővülésének erejét mutatja a nyert adatok szerinti 4,8 százalékos növekedés mellett, hogy a jelentős beruházás-visszaesés ellenére is 2,4 százalékponttal javította a belső felhasználás a növekedést, amely persze elmarad az előző negyedévi adatok képest. Tovább romló negatív folyamatok mutatkoznak a külkereskedelmi többlet alakulásában. Amíg az import egyenletesen növekedett tovább, az export növekedési üteme az előző negyedévekhez képest tovább romlott, és már másodszor múlta alul a behozatal bővülési ütemét. Ennek következtében 2016 első negyedévében a külkereskedelmi többlet már a növekedést fékező módon járult hozzá a GDP bővüléséhez, 1,2 százalékponttal visszahúzza azt.

Az ipari termelés lendülete megtört a járműipari leállások miatt (-7,5 százalékos), miközben a számítógépgyártás (8,6 százalék) és az elektronikai iparág (9,5 százalék) az általános bővülést messze meghaladó mértékben növekedett. Így a járműiparon kívüli feldolgozó ipar súlya növekedett, amely egyenletesebb feldolgozóipari diverzifikációt és mérséklődő kiszolgáltatottságot eredményez. A mezőgazdaság enyhe visszaesést produkált, ám a szektor éves teljesítményét még nagyban befolyásolja majd az időjárás alakulása. Az építőipar nagyon megérezte az uniós támogatások kifutását, miközben az otthonteremtési ösztönzők még nem éreztették hatásukat, így 28 százalékos volt az ágazati visszaesés. Nehezíti az egyik felhajtó erőről a másikra való átállást az iparágban, hogy az uniós támogatásokból finanszírozott infrastrukturális és ipari épületépítő beruházások strukturálisan jelentősen eltérő képzettséget, tapasztalatot és szakemberállományt igényelnek, mint a lakóépületépítési tevékenységek. A szolgáltató szektor tartotta a korábbi bővülés ütemét, a GDP-növekedéshez való hozzájárulása 1,6 százalékpont. A mezőgazdaság és az ipar külön-külön 0,1 százalékponttal, az építőipar 0,7 százalékponttal húzta vissza a növekedést termelési oldalról.

A munkaerőpiacot 2016 I. negyedévében is dinamikus bővülés jellemezte mind a foglalkoztatás, mind pedig az aktivitás esetében. A munkanélküliségi ráta a 2001 és 2003 közötti időszak átlagos szintjére, 5,8 százalékra mérséklődött (szezonálisan kiigazított adatok alapján). Mindezt 7 százalékkal magasabb aktivitási és 6,5 százalékkal magasabb

foglalkoztatási ráta mellett. Pozitív tendencia, hogy bár a közfoglalkoztatás volumene mérséklődött, ennek ellenére a tartósan munkanélküliek száma továbbra is gyors ütemben csökken. A bruttó átlagbér 6 százalékkal nőtt egy év alatt. A kiemelkedő mértékű emelkedésben a köz- és a versenyszférában zajló folyamatok is jelentősen közrejátszottak.

2016 I. negyedévében az infláció ismét lassult Magyarországon: míg januárban még 0,9 százalékos pénzromlást mértek az előző év azonos időszakával összehasonlítva, addig márciusra 0,2 százalékos defláció jellemezte a magyar gazdaságot. A jegybanki céltól jelentősen elmaradó inflációhoz jelentősen hozzájárult az olajárak tartósan alacsony szintje, amelynek nyomán az üzemanyagok ára több mint 10 százalékkal csökkent az egy évvel korábbihoz képest, továbbá az energiaárak változatlansága, valamint több élelmiszer (például tej, sertéshús) áfájának érdemi csökkenése. A Magyar Nemzeti Bank kommunikációja alapján ugyanakkor további kamatcsökkentésre nem számítunk, az infláció felpörgetésére esetleg nem konvencionális eszközöket alkalmazhat a jegybank.

Habár a Fed nem változtatott monetáris kondícióin, az EKB márciusban jelentős lazítást jelentett be, amelynek eredményei nyilván csak később értékelhetők. Az egyik legfontosabb újításnak tekinthető azonban, hogy az EKB tulajdonképpen fizetni is hajlandó azért (ha a bankok hitelállománya megfelelő mértékben növekszik), hogy a kereskedelmi bankok ilyen hiteleket felvegyenek, és ingyenhiteleiket a gazdaságba pumpálják.

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa a tavasz folyamán mindhárom kamatdöntő ülésén egyaránt 15 bázisponttal, összesen 45 bázisponttal, 0,9 százalékra csökkentette alapkamatának mértékét. Továbbá az önfinanszírozási program folytatásához híven korábbi bejelentésével összhangban április végével kivette a kéthetes betétet, hogy növelje a kereskedelmi bankoknál lévő pénzállományt. 2015. szeptember 23. óta az új irányadó eszköz a három hónapos betét, amelynek kamata fix - a jegybanki alapkamat - és amelyet korlátlan mennyiségben tendereztet a jegybank.

A nagy nemzetközi hitelminősítő intézetek közül a Fitch hazánk besorolását a befektetésre ajánlott kategóriába emelte stabil kilátásokkal. Ezzel megfordult a 2005 óta tartó leminősítési trend.

Legfrissebb előrejelzésünkben 2016-ra a korábbinál kismértékben alacsonyabb, míg 2017-ben a korábbinál kismértékben magasabb GDP-növekedésre számítunk. A 2016-os alacsonyabb növekedés oka elsősorban az I. negyedéves gyengébb tényadat. Az I. negyedév gyenge beruházási adatainak megfelelően idén továbbra is a beruházások visszaesésére számítunk, amelyet elsősorban a 2007 és 2013 közötti uniós költségvetési ciklus támogatásainak kifutása okoz. A vállalkozások kivárják, amíg az új ciklus támogatásainak segítségével ismét olcsóbban hajthatják végre beruházásaikat. Ennek megfelelően jövőre már a beruházások érdemi, a korábban vártnál nagyobb növekedésére számítunk, amelyet a jegybank laza monetáris politikája mellett a kormányzat beruházásai is elősegíthetnek. A

fogyasztás növekedése 2016-ban a korábban vártnál is nagyobb, 4,1 százalékos lehet, és a kedvező trend várhatóan 2017-ben is folytatódik, amikor a fogyasztás 3,4 százalékos növekedésére számítunk. A kedvező fogyasztási adatokhoz egyaránt hozzájárulnak a növekvő bérek és a csökkenő munkanélküliség, valamint a személyi jövedelemadó idei mérséklése. A bérek emelkedése az I. negyedéves adatok alapján a korábban vártnál is magasabb lehet, amelyet az egyre több ágazatban kialakuló munkaerőhiány is elősegít. A külkereskedelem várakozásaink szerint 2016-ban és 2017-ben is pozitívan járulhat hozzá a gazdaság növekedéséhez: a vártnál gyengébb I. negyedéves adat csak átmeneti megtorpanást jelezhet, az autógyárak a leállások után ismét többet termelhetnek, ami jelentősen képes befolyásolni a magyar külkereskedelem egyenlegét. Számításaink szerint a kibocsátási rés a korábbi várakozásainkkal szemben az I. negyedévben negatív lett, de 2016-ban bezáródhat, és 2017-ben már pozitív értéket vehet fel, vagyis a magyar gazdaság kibocsátása 2016-ban elérheti a potenciális szintjét, és 2017-ben meg is haladhatja azt.

Előrejelzésünk alapján a munkaerőpiac növekedése idén lelassul, majd jövőre ismét felgyorsul. A foglalkoztatottak száma 2016-ban várhatóan 4,3 millió fő marad, ami 2017-ben 30 ezer fővel emelkedhet. Ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta idén beáll a tavalyinál 1,2 százalékponttal alacsonyabb, 5,6 százalékos szintre, ami a következő évben 5,4 százalékra mérséklődik. A bruttó bérekre számos tényező kedvező hatást gyakorol, így az átlagkereset idén 5,5, jövőre 5,4 százalékkal emelkedhet. Ez reálértéken 5,1, illetve 3,8 százalékos növekedést jelent. Ennek eredményeként a nettó átlagkereset idén 6,8, jövőre 5,7 százalékkal emelkedhet. Ez reálértéken 6,4, illetve 4,1 százalékos növekedést jelent.

A maginfláció az első negyedévben és az azóta eltelt két hónapban sem indult növekedésnek. Az 1,4 százalékos maginfláció szintje várakozásaink szerint 2016-ban nem fog jelentősen növekedni, és 2017-ben is csak 2 százalékgig emelkedik majd. Korábbi várakozásainkkal szemben az infláció növekedése még nem indult el. Az első negyedéves 0,4 százalékos infláció után májusban ismét kismértékű deflációt mértek a magyar gazdaságban. Ennek megfelelően inflációs várakozásainkat lefelé módosítottuk: 2016-ra 0,4, míg 2017-re 1,6 százalékos inflációt várunk, de természetesen mindkét értéket számtalan kockázat (például az olajárak alakulása) övezi. Az alacsony inflációs környezet tartós fennmaradásához elsősorban az olajárak alacsony szintje, a mérsékelt külső inflációs környezet, a változatlan energiaárak, valamint a csökkenő inflációs várakozások járulnak hozzá. Az infláció jövőbeni alakulását a tervezett adóváltozások is befolyásolják. Az infláció csökkenése irányába hat több termékcsoporthoz (baromfi, tojás, friss tej, internet, éttermi szolgáltatások) áfájának 2017-re tervezett csökkenése, míg az inflációt növeli a cigaretta, valamint alacsony olajárak esetén az üzemanyag jövedéki adójának emelése.

A tartósan alacsony inflációs környezet ellenére sem számítunk azonban arra, hogy a monetáris politika újabb kamatcsökkentést hajt végre, az alapkamat tehát tartósan

0,9 százalékon maradhat, részben azért is, mert bár az infláció szintje a teljes előrejelzési horizonton elmarad a jegybank inflációs célsávjának az aljától is, az általában kevésbé volatilis maginflációs mutató ennél magasabb, és a jövő év második felében már elérheti a célsáv alját. Így amennyiben a jegybank mégis további lazítás mellett döntene, az inkább nem konvencionális eszközökkel történhet.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

	2015	2016	2017
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	2,9	2,1	3,2
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,2	4,1	3,4
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	1,2	-5,8	3,3
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	8,4	7,4	6,2
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,7	7,2	6,4
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	8,1	9,0	9,3
Fogyasztóiár-index (%)	-0,1	0,4	1,6
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,35	0,9	0,9
Munkanélküliségi ráta (%)*	6,8	5,6	5,4
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,2	5,5	5,4
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,4	4,9	4,7
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,8	7,2	7,9
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,0	-1,8	-2,1
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	2,0	2,2	2,3

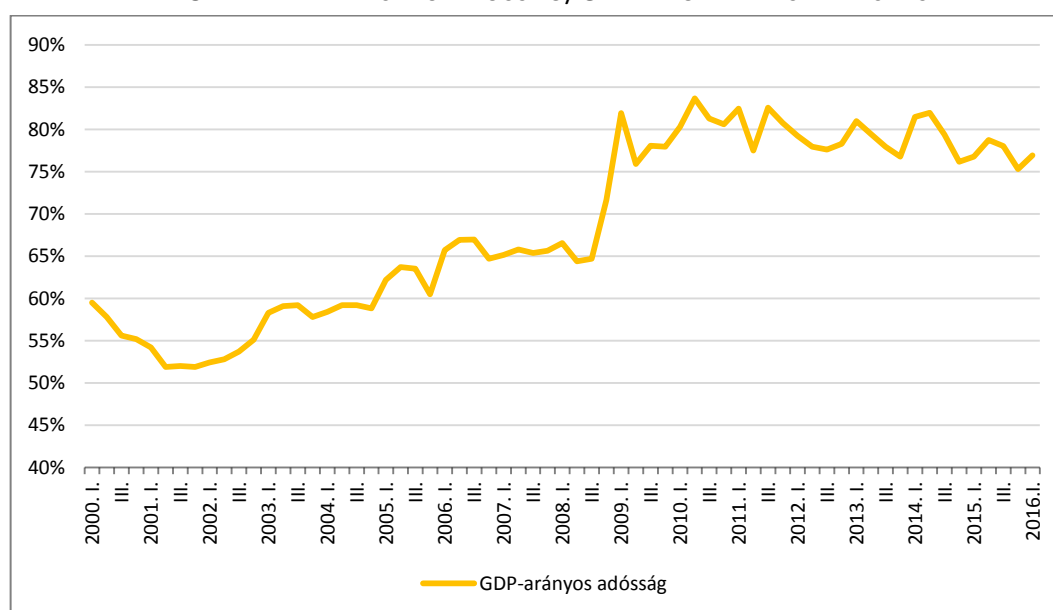
* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

A Fitch felminősítette Magyarországot

Adósságfinanszírozás

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2016 első negyedében 26 147 milliárd forint volt, ami a GDP 76,9 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 76,8 százalék után. Az adósság növekedésében a nettó hitelfelvétel játszott elsődleges szerepet, az átértékelődés hatása elenyésző volt (2 milliárd forint).

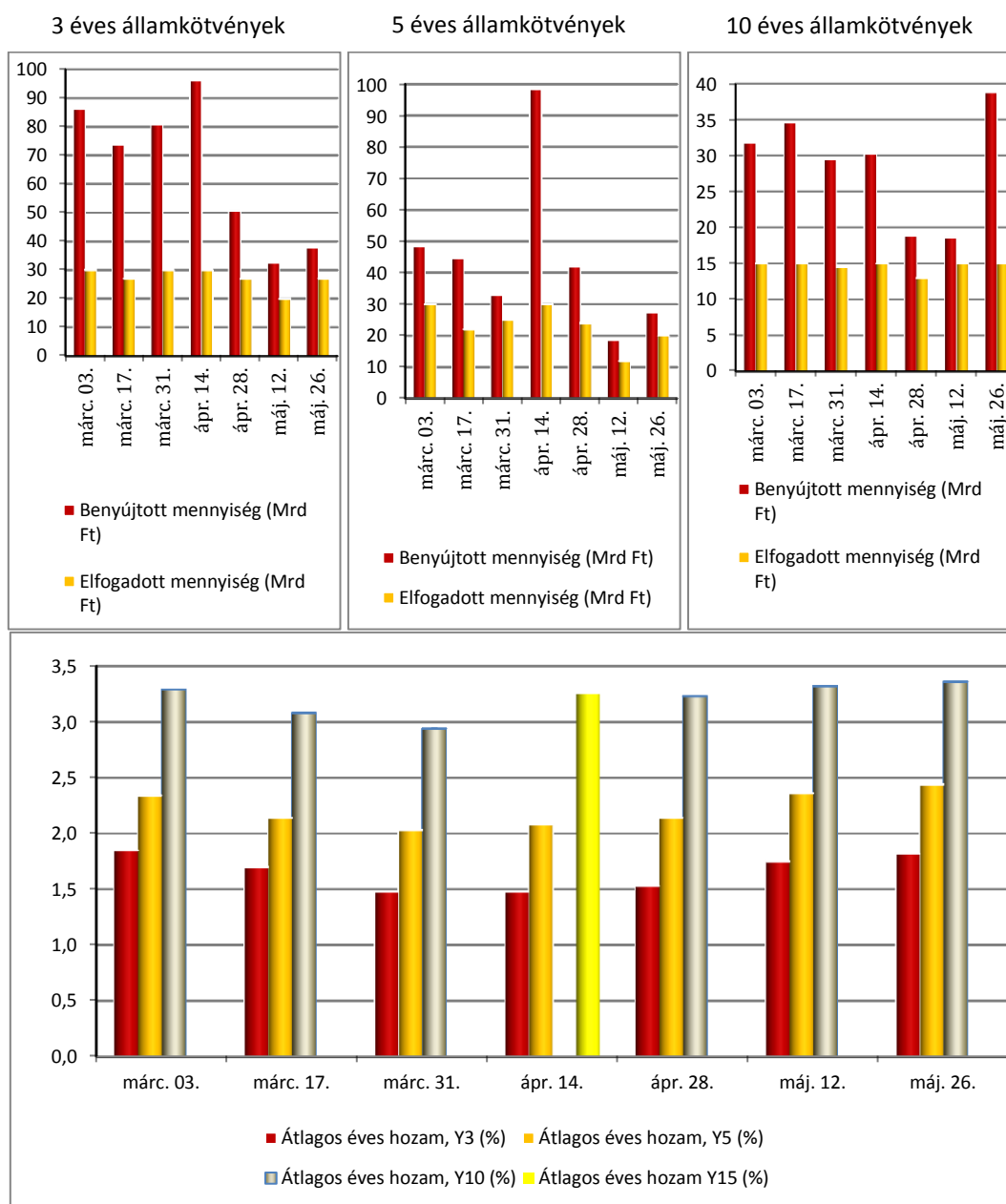
8. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

Az állampapírpiazi aukciókon elért hozamok a futamidő függvényében eltérően alakultak. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében 23 bázisponttal csökkentek, míg az egyévesnél 14 bázisponttal nőttek a hozamok. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 3 bázispontos, míg az 5 éves lejárat esetében 10 bázispontos, csekély hozamesés, míg a 10 éves állampapíroknál 7 bázispontos hozamemelkedés volt megfigyelhető. A 15 éves állampapíroknál egy alkalommal volt kibocsátás a vizsgált időszakban, amelynek hozama jelentősen (41 bázisponttal) alatta maradt az idén februári kibocsátás hozamának. A március elejétől június elejéig tartó időszakban összességében mind az állampapírok, mind a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során előfordult olyan eset (összesen 28 alkalommal), amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben csak hét alkalommal (hat alkalommal diszkontkincstárjegy-aukciónál, míg egy alkalommal az 5 éves államkötvény-aukciónál), de összességében mindkét értékpapírcsoportban a meghirdetethez képest markáns többletkibocsátás mutatkozott a március–májusi időszakban.

9. ÁBRA: AZ ÁLLAMKÖTVÉNY-AUKCIÓK MENNYISÉGI ÉS HOZAMADATAI



Forrás: ÁKK Zrt.³

Az elmúlt időszakban a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során a 12 hónapos DKJ-nél nem volt ilyen alkalom, míg a 3 hónapos DKJ-nél összesen 9 esetben haladta meg az elfogadott mennyiség a meghirdetett összeget. Az időszak egészét tekintve az ÁKK jelentős mennyiségű, 299 milliárd forint értékű többletkibocsátást hajtott végre a meghirdetett összeghez képest a diszkontkincstárjegyek esetében. Az éven túli papíroknál a vizsgált időszakban egy alkalommal (az 5 éves állampapír-aukciónál) volt olyan eset, amikor a

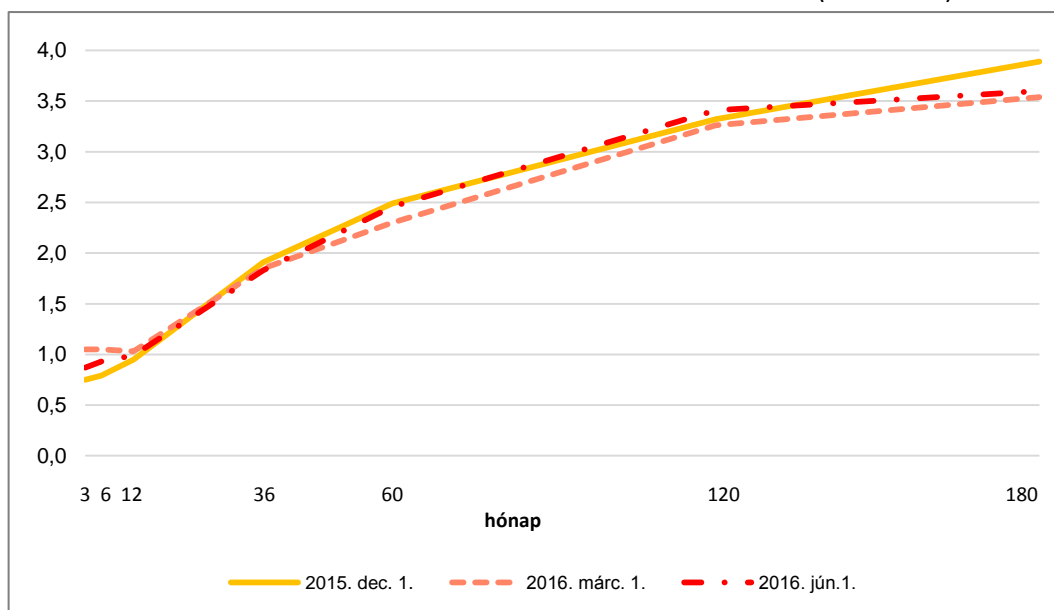
³10 éves államkötvényből 2016. április 14-én nem volt aukció. 15 éves kötvényből viszont csak ezen a napon volt aukció a vizsgált időszakban.

meghirdetettnél kevesebbet fogadott el az ÁKK. Összességében 114 milliárd forinttal többet fogadtak el a meghirdetethez képest, és további 240 milliárd forint többletkibocsátás történt.

Az MNB igyekszik a kamatcsereügyletekkel (IRS-ügyletekkel) a hosszabb hozamok felé terelni a piaci szereplőket annak érdekében, hogy a likviditás ne a rövid lejáratoknál csökkentse csak a hozamokat, hanem a hosszabb lejáratoknál is megjelenjen. Ezen az eszközön keresztül ugyanis meg tud jelenni az a likviditás a 3, az 5 és a 10 éves futamidejű kötvényeknél is, amely a jegybanki eszközből kiszorult. Tekintettel arra, hogy a jegybank 2016 áprilisában kivezette a jegybanki kéthetes betétet, így a kereslet is fokozatosan csökkent az IRS iránt. Ezért 2016. július 7-én a magyar jegybank a kamatcsereeszközt kivezeti.

A másodlagos piac hozamgörbéje az utóbbi negyedévben a korábbihoz képest csekély mértékben módosult. A hozamgörbe rövid futamidejű végén 18 bázisponttal csökkent a hozam, míg a hosszú futamidejű végén (15 éves állampapíroknál) 6 bázisponttal nőtt. A rövid hozamok 4–18 bázisponttal csökkentek, míg a hosszú futamidőkön vegyesen alakultak: 2 bázispontos csökkenésre és 16 bázispontos emelkedésre egyaránt találunk példát. Az a tény, hogy a 3 hónapos diszkontkincstárjegyek hozama mindössze 3 bázisponttal alacsonyabb a jegybanki alapkamatnál (0,9 százalék), azt jelenti, hogy a piaci szereplők a jegybanki kommunikációnak is köszönhetően nem várnak további kamatvágást a közeli jövőben az összesen 45 bázispontos kamatcsökkentések után. Ezt erősíti meg a határidős kamatmegállapodások (FRA) piaca is, ahol nem köttetnek a jegybanki alapkamatnál alacsonyabb kamat mellett üzetek még a 9 hónap múlva induló 3 hónapos futamidejű üzeteknél sem. Az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány, 3680 milliárdról 3481 milliárd forintra csökkent, amely nem jelentett nagy nyomást az euró/forint árfolyamra.

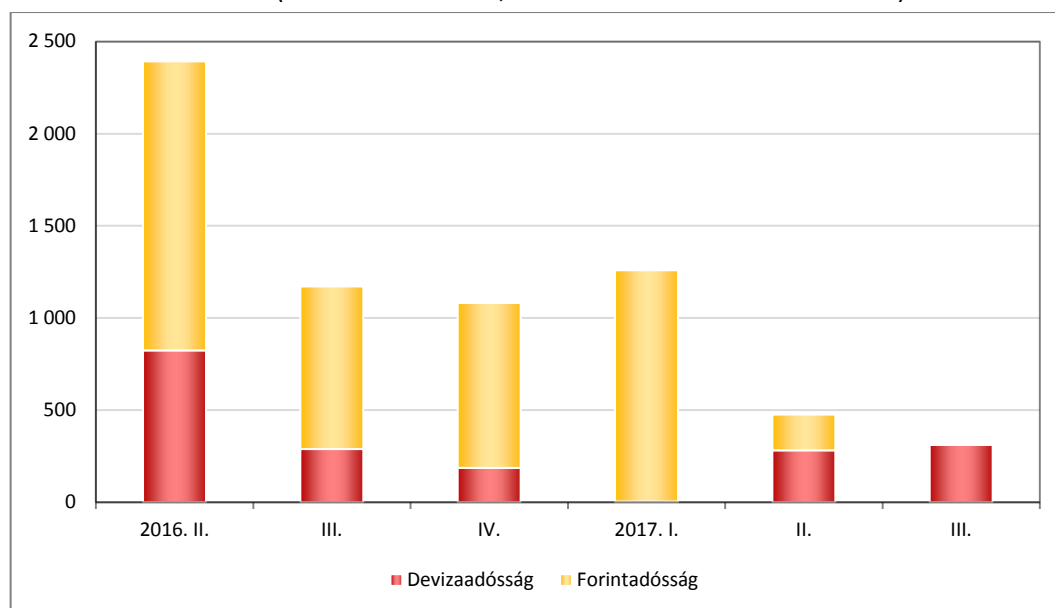
10. ÁBRA: A REFERENCIAHOZAM-GÖRBE VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: ÁKK Zrt.

Az ÁKK 2016. évi finanszírozási tervében a legelső kitüntetett célja az államadósság GDP-arányos mértékének további csökkentése. A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők és kiemelten a lakosság körében. 2016. január végére így a kifejezetten a lakoságnak szánt állampapírok állománya 4250 milliárd forintra emelkedett. Az euróban denominált prémium államkötvénnyel (P€MÁK) együtt a teljes volumen közel 4823 milliárd forint. Az államadósság devizaaránya tovább csökkent, a január végi 32,0 százalék után 2015 áprilisának végén 29,3 százaléknak felelt meg, és eleget tesz a 2016. évi finanszírozási tervben meghatározott 25–35 százalékos sávelőírásnak. A maximális devizaarány tehát 35 százalék, szemben a 2015. évi 40 százalékos aránnyal. A cél az, hogy a devizaarány tovább csökkenjen, amelyet az ÁKK a devizalejáratok jellemzően forintpiacról történő megújításával szeretne elérni.

11. ÁBRA: A KÖZPONTI KÖLTSÉGVETÉS ADÓSSÁGÁNAK LEJÁRATI SZERKEZETE
(MILLIÁRD FORINT, 2016. MÁRCIUS VÉGI ÁLLAPOT)



Forrás: ÁKK Zrt.

A központi költségvetés adósságának lejárat szerkezetét vizsgálva fontos kiemelni, hogy van 2016 II. negyedévében lejáró jelentős nagyságú devizaösszeg. Az árfolyamkockázatot (EUR/HUF) tekintve meghatározóan módosulhat a lejáró összeg forint ellenértéke.

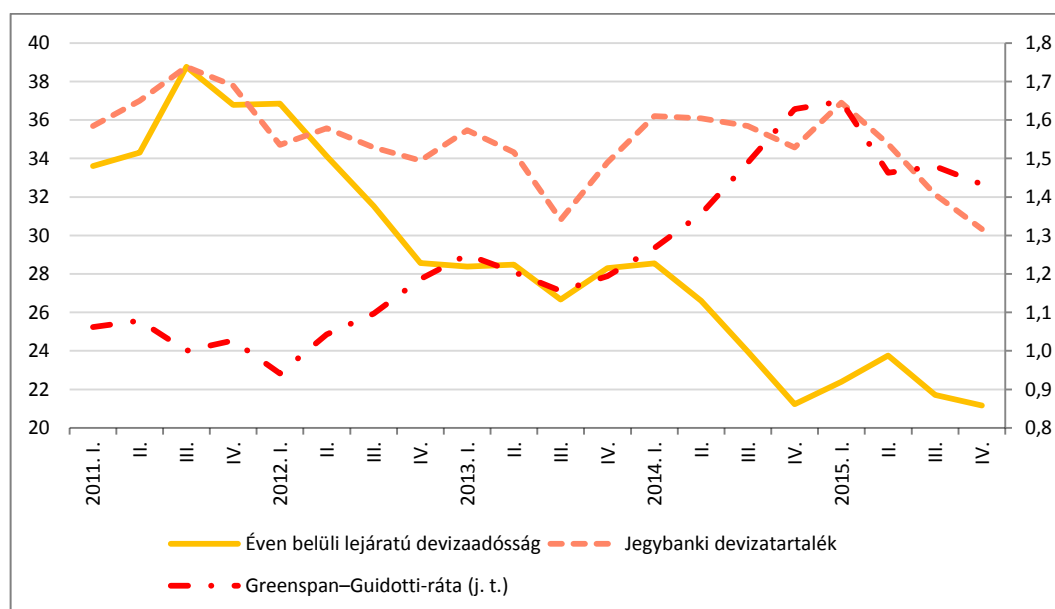
A gazdaságpolitikai döntéshozóktól különböző tervek láttak napvilágot arra vonatkozóan, hogy melyik devizában és mekkora arányban bocsásson ki az ÁKK kötvényt. Magyarországnak 2016-ban 5,2 milliárd dollárnyi devizalejáratot kell fedeznie. A tavaly decemberben megjelent finanszírozási terv szerint az ÁKK 1 milliárd eurónyi devizakötvény kibocsátásával számolt. Az NGM közlése szerint 2016 áprilisában a kínai piacon bocsátott ki devizakötvényt Magyarország 1 milliárd jüan, azaz 136,8 millió euró értékben. A futamidő 3 év, a túljegyzés 2,5-szeres volt. Az államkötvény kamata 6,25 százalékos. Az ÁKK adósságkezelési stratégiájával összhangban swap ügylet keretében a jüant euróra váltotta, ezért a jüan árfolyamváltozásának nem kitett Magyarország, továbbá a kamatfeltételek összhangban vannak az európai kondíciókkal.

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2015. szeptember vége óta az MNB devizatartalékai tovább csökkentek, és 2015. december végén 30,3 milliárd eurót tettek ki. A nemzetközi tartalékok szintjének 2015. decemberi csökkenésében az alábbi tényezők játszottak meghatározó szerepet: Az ÁKK és a MÁK devizaműveleteinek hatása közel –1,6 milliárd euró volt, melyből mintegy 1 milliárd euro a Prémium Euro Államkötvények lejáratához, míg a fennmaradó változás nagy része az ÁKK MNB-nél vezetett marginszámlájának a keresztárfolyamok változásából fakadó mérséklődéséhez kötődött. Az MNB lakossági devizahitelek forintosításához kötődő devizás swap ügyleteinek lejáratái közel 0,2 milliárd euróval, míg az egyhetes devizalikviditást nyújtó

jegybanki swap ügyletek közel 0,5 milliárd euróval csökkentették a devizatartalékokat. Emellett kisebb mértékben egyéb tényezők is hozzájárultak a tartalékok mérséklődéséhez (pl. a devizatartalék keresztárfolyam-változásokhoz köthető átértékelődése; devizakamat-fizetések).

Éven belüli devizakötelezettségekről a legutolsó adat 2015. IV. negyedévről ismert. Ez alapján Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékai jóval magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei. A mutató nevezője – a rövid lejáratú külföldi adósság – az elmúlt időszakban kismértékben csökkent. Az ennek eredőjeként kialakuló 1,43-os Greenspan–Guidotti-ráta jóformán stagnált az előző negyedévhez képest, és továbbra is nagy mozgásteret enged a jegybank számára tartalékainak további csökkentésére. A jegybanki devizatartalékokról ismert legutolsó adat a 2016. április végi 26,4 milliárd euró, amely további jelentős csökkenést takar.

12. ÁBRA: JEGYBANKI DEVIZATARTALÉK (MILLIÓ EURÓ), KÜLSŐ ADÓSSÁG (MILLIÓ EURÓ), GREENSPAN–GUIDOTTI-RÁTA ALAKULÁSA



Forrás: MNB, Századvég-számítás

A Növekedési Hitelprogram egyes kérdéseiről

A 2016-ban indult NHP III. első pillére 300 milliárd forintos keretről szól, amelynél a bankok 0 százalékon kapnak hitelt az MNB-től, míg ők maximum 2,5 százalékon⁴ hiteleznek tovább a kkv-k számára. Új elem azonban a devizahitelezés elindítása a kkv-k számára. Itt olyan vállalatok juthatnak devizahitelhez, amelyeknek a bevétele devizában keletkezik, azaz így nem nyílik, hanem záródik a nyitott devizapozíciójuk. A keret 300 milliárd forintnak

⁴ Fontos kiemelni, hogy az MFB időközben elindította a 0 százalékos kamatozású EU-hiteleit, amelyek kkv-knak szólnak, és MFB-pontokon országosan számos helyen igényelhetők a hitelek.

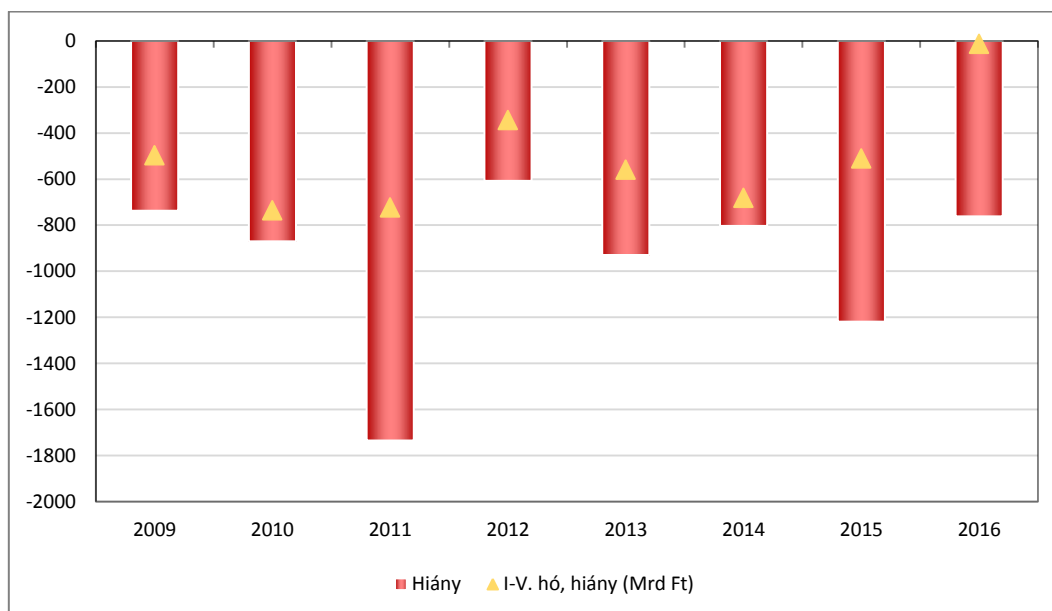
megfelelő euró. A maximálisan felvehető összeg nagysága 1 milliárd forintra csökkent a korábbi 10 milliárd forintról, annak érdekében, hogy minél több vállalkozás jusson hitelhez.

A program kommunikációjával kapcsolatban az MNB úgy döntött, hogy 60 milliárdos összeg felett ad tájékoztatást havi rendszerességgel. Ezek szerint az első öt hónapban még nem történt meg a keret tizedének lehívása sem. Az egyetlen információ, ami a keret kihasználtságáról szól, az a hazai jegybank Hitelezési folyamatok című kiadványában található, amely szerint 17 milliárd forintos a keret kihasználtsága 2016 első negyedében. Ennek az lehet a magyarázata, hogy a tervekhez és várakozásokhoz képest alacsony infláció az alacsonynak tűnő nominális kamatból a vártnál magasabb reálkamatköltséget keletkeztet. 2016. június 7-én az MNB úgy döntött, hogy megemeli az NHP III. első pillérében forintban felvehető hitel keretét 100 milliárd forintra, 400 milliárdra. A döntés indoklását a hazai jegybank 2016 júliusának elején hozza nyilvánosságra.

Biztonságban az előirányzott államháztartási hiány

2016. év első öt hónapjában az államháztartás központi alrendszere 13,2 milliárd forintos hiányt halmozott fel. Ezen belül a központi költségvetés 98,9 milliárd forintos deficittel, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 48,9 milliárd forintos, az elkülönített állami pénzalapok pedig 36,8 milliárd forintos többlettel zártak. A január–májusi teljesülés az idei év egészére előirányzott hiány mindössze 2 százalékát érte el, ami az elmúlt évekhez képest jelentősen kedvezőbb. A legfrissebb, májusi adatot vizsgálva láthatjuk, hogy az több szempontból is eltér az egy évvel korábbi eredménytől. A központi alrendszer ötödik havi egyenlege 131,7 milliárd forint többletet tett ki, ami mellett az elkülönített állami pénzalapok és a társadalombiztosítás pénzügyi adatai is aktívummal zártak. Az elmúlt év azonos időszakában az államháztartás hiánya csaknem 500 milliárd forinttal volt magasabb, amit egyrészt a gazdasági növekedés adógeneráló hatása magyaráz, másrészt 2015-ben jelentős hiánynövelő tételt jelentett az uniós kifizetések késése.

13. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ ÖTHAVI HIÁNYÁNAK ALAKULÁSA AZ ELMÚLT ÉVEKBEN*



Forrás: NGM, MÁK; * 2009–2015 között a teljesült, míg 2016-ban a tervezett hiányhoz viszonyítva

Fontos kiemelni, hogy bevételi oldalon több olyan tétel van, ami egyrészt nem időarányosan folyik be a költségvetésbe, másrészt a kiadási oldalon is sok az olyan tétel, amelyek éven belüli eloszlása nem egyenletes. Ilyen például az uniós programok a tavalyi és az idei év között jelentős eltérést okozó kiadásainak alakulása. A 2015. év volt az utolsó, amikor a 2007 és 2013 közötti költségvetési időszak forrásait még felhasználhattuk, emiatt a jelen év uniós kifizetései egyelőre jelentősen elmaradnak a bázisidőszakitól. A kormányzati kommunikáció szerint a szaktárca az új, 2014–2020 közötti időszak kifizetései felfutását a harmadik

negyedévre várja. Ez jelenti azt is, hogy a hiány időarányos lefolyása nem jelenthet – főképp az év első felében – vonatkoztatási pontot az év végi egyenlegre.

A központi alrendszer bevételei és kiadásai tekintetében csupán az év első négy hónapjára vonatkozóan rendelkezünk részletes adatokkal, így ezeket használjuk fel elemzésünk során. Fejezetünk következő részében a költségvetés teljesülését tételmélységű bontásban vizsgáljuk meg, összevetve azt az előirányzatban megfogalmazott célértékekkel és a korábbi évek azonos időszaki teljesüléseivel. Az első négy hónap részletes adataira támaszkodva makroökonómiai modellünk legfrissebb előrejelzése segítségével becslést adunk a 2016. évi – uniós módszertan szerinti és önkormányzati egyenleggel bővített – költségvetési deficitre vonatkozóan.

Bevételek⁵

A kormányzati várakozásokat felülmúló 2015. évi államháztartási tényadatok alakulása és a költségvetés tervezett módosításának fényében néhány tétel teljesülését felül kellett vizsgálnunk előrejelzésünk elkészítésekor. Összességében az általunk korábban prognosztizálnál kismértékben magasabb deficittel számolunk.

A bázisidőszakhoz viszonyítva a gazdálkodói szervek befizetései 30 milliárd forinttal emelkedtek, ami a társasági adó teljesülésére visszavezethető pozitív és a bányajáradék negatív alakulásából következik. A 2015. évben igénybe vett növekedésiadóhitel-kedvezményt 2016. és 2017. évben, 8 egyenlő részletben kell visszafizetniük a vállalatoknak, ami megemeli a várható társaságiadó-bevételeket. Másfelől a tervezett szinttől még továbbra is távol maradó olajárszint miatt a bányajáradék soron az első négy hónapban 18 milliárd forinttal kevesebb pénz folyt be, mint tavaly ilyenkor.

A növekedésiadóhitel-kedvezmény⁶ keretében a tavalyi év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőségnek köszönhetően 542 milliárd forint kedvezményt vettek igénybe a vállalatok, így ez az idei évre 271 milliárd forintos többletbevételt jelentene a költségvetés számára. Ezt lefelé korrigálja a kedvezmény beruházásokba való visszaforgatásának lehetősége. A konstrukció feltételeiből adódóan idén 20 milliárd forintos igénybevétellel kalkulálunk, így a két ellentétes folyamat eredményeként összesen a Kormány által módosított társaságiadó-bevételek teljesülését várjuk.

A bányajáradék soron 8,2 milliárd forint folyt be, ami 5,6 milliárddal alacsonyabb, mint egy évvel korábban. A hitelintézeti járadék sor bevétele 1,3 milliárd forintra esett vissza, ami a bázisidőszaki értéknél 3,3 milliárd forinttal alacsonyabb. A bányajáradék-bevételek hosszú ideje tartó csökkenése a Brent kőolaj árának tartósan alacsony szinten ragadása magyarázza,

⁵ Az előrejelzés elkészítésekor a T/10534. módosító törvényjavaslat szerinti állapotot használtuk fel.

⁶ Az adóévi adózás előtti eredménynek a megelőző adóév adózás előtti eredményét meghaladó része után az adót a következő két adóév során kell megfizetni.

a hitelintézeti járadék gyenge teljesülése mögött pedig az államilag támogatott hitelek csökkenése áll. A bankadó mértékének csökkentése miatt a pénzügyi szervezetek különadója is csökkent.

A kőolaj árának jövőbeli alakulásában nincs szakértői konszenzus, azonban az idei költségvetési előirányzat 68 dolláros hordónként árral kalkulál, amit a jelenlegi helyzetben – figyelembe véve a forward árakat – erősen felülbecsültnek tartunk. Intézetünk a bányajáradék sor 8 milliárd forintos alulteljesülésére számít. A játékadó soron alacsony teljesülést találtunk, ami miatt 15 milliárd forinttal lefelé korrigáltuk a sor bevételeit.

Az egyenleget pozitív irányba tolja az egyéb központosított bevételek sor, amely 8,4 százalékkal növekedett (11,1 milliárd forinttal). A tételen belül kiemelkedően, a bázisidőszakhoz képest 15,1 százalékos növekedést mutat az elektronikus útdíjból származó bevétel. Hasonlóan növekvő tendenciát látunk a kisvállalati adó és a kisadózók tételes adójának befizetéseinél, amik a 2015. év első négyhavi értékhez képest 31,5 és 28,9 százalékos növekedést produkáltak.

Az egyéb központosított bevételek esetében az eddigi folyamatok alapján 17 milliárd forintos felülteljesülést várunk.

A kisvállalkozói adónemeknél továbbra is azt látjuk, hogy az egyszerűsített vállalkozói adó stagnálása mellett a kisadózók tételes adója és a kisvállalatiadó-bevétel növekedése áll, ami túlmutathat az adónemek közötti átrendeződésen. A folyamat mögött állhat a vállalkozói réteg szélesedése, másfelől elképzelhető, hogy a gazdaságfehérítés mint folyamatosan jelen lévő kormányzati szándék arra sarkallja a szürkegazdasági szereplőket, hogy az új szabályokat megelőzve kifehérítsék tevékenységüket. Modellünk alapján így az egyszerűsített vállalkozói adó 8 milliárd forintos felülteljesülését és a másik két kisvállalati adónem teljesülését prognosztizáljuk.

A fogyasztásiadó-bevételek a tavalyi év azonos időszakának bevételeivel közel megegyeznek. Az általános forgalmi adó bevételei 2,2 százalékkal (20,3 milliárd forint) emelkedtek, így a fogyasztásbővülés eszerint ellensúlyozni képes az áfacsökkentésekkel (sertésstőkehús, új lakás) járó bevételkiesést. A jövedéki adó sora 7,4 milliárd forinttal emelkedett (2,6 százalék), amit az üzemanyag és a dohánytermékek kedvezőbb értékesítési adatai hajtottak. A pénzügyi tranzakciós illeték bevételei 7,6 milliárd forinttal csökkentek. Az előbbi csökkenése mögött a szeszes italok és egyéb termékek kisebb forgalma áll. 2015-ben a népegészségügyi termékadót az alkoholtermékekre is kiterjesztették, ezért 2014 decemberében készleteik felduzzasztásába kezdtek a gazdasági szereplők, ez pedig pozitívan befolyásolta az elmúlt év januárjának bevételeit. Hasonló tendenciát figyelhetünk meg idén a dohánytermékeknél, ami a csomagolásra vonatkozó jogszabályváltozás miatt következett be. A pénzügyi tranzakciós illeték csökkenése háttérben pedig az illetékköteles tranzakciók körét érintő, 2015 januárjában életbe lépő jogszabályváltozások bevételekre gyakorolt hatása húzódik meg.

A fogyasztáshoz kapcsolt adók esetében is az elmúlt évi teljesüléseket vetítettük ki az idei év egészére, majd a kapott eredményt az idei évben bevezetett intézkedéssel korrigáltuk. A fogyasztásbővülés adóbevételt generáló hatását árnyalja a tartósan alacsony olajárból következő veszteség, amely mellett meg kell említeni a sertéstőkehús és az új építésű lakások áfatartalmának 27 százalékról 5 százalékra történő lecsökkentését. Mindezen tényezőket figyelembe véve 2016-ban a költségvetés áfabevételének 47, a jövedékiadó-befizetések 30 milliárd forintos túlteljesítését, a pénzügyi tranzakciós illeték 12 milliárd forintos alulteljesülését várjuk.

A lakosság befizetéseinél, hasonlóan a fogyasztási adókhoz, szintén folytatódik az előző év kedvező gazdasági trendje. A növekvő foglalkoztatásnak köszönhetően a személyi jövedelemadó bevételei 1,7 százalékkal emelkedtek meg.

Az idei évben a személyi jövedelemadó mértéke az eddigi 16 százalékról egységesen 15 százalékra csökkent, továbbá a két gyermek után járó összes családi adókedvezmény a korábbi – gyermekenkénti – havi 10 ezer forintról 12,5 ezer forintra emelkedett. A két intézkedés személyi jövedelemadót csökkentő hatását ellensúlyozza a fogyasztásra gyakorolt pozitív hatásuk és a növekvő bérszínvonal. Összességében a lakossági befizetéseknel 31 milliárd forintos többletbevételre számítunk, 2 milliárd forint többletre a személyi jövedelemadó során, és 29 milliárd forintra az egyéb lakossági befizetések kapcsán.

Kiadások

A központi alrendszer kiadási oldala a bázisidőszakhoz viszonyítva csökkent, ami összhangban áll a kormányzati szándékkal. A csökkenés mögött egyrészt a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadások, másrészt az egyedi és normatív támogatások, a szociálpolitikai menetdíj-támogatások és a lakásépítési támogatások mérséklődése áll.

Az egyedi és normatív támogatások január–áprilisi közötti alakulását többnyire a közösségi közlekedés finanszírozására kifizetett összeg dominálta. A tétel bázisidőszakhoz képest 3,9 százalékos (5,1 milliárd forint) csökkent.

A lakásépítési támogatások 26,5 százalékos csökkenése mögött elsősorban a devizahitel-adósok tartozásállományának 2015 februárjában történt forintosítása áll. További eltérés a bázisidőszakhoz képest a 2015 júliusában kezdett Családi Otthonteremtési Kedvezmény programja, aminek hatása az idei évben kezd majd igazán kibontakozni.

A szociálpolitikai menetdíj-támogatás igénybevétele becslésünk szerint az idei évben ismét alulmúlja majd az előirányzatot, megközelítőleg 10 milliárd forinttal. Más a helyzet a lakástámogatásokkal kapcsolatban, mivel a Családi Otthonteremtési Kedvezmény kiterjesztéséről jóval a 2016. költségvetési törvény elfogadása után döntött a Kormány. Kutatóintézetünk becslése szerint emiatt a lakásépítési támogatások sora az előirányzaton

túlteljesülnek, azonban a megfelelő információ birtokában csak az év második felében, nagyobb mennyiségű igénybevétel után tudunk biztos költségvetési hatással számolni. Második negyedéves kalkulációnkban a Családi Otthonteremtési Kedvezményre vonatkozó várakozásunk 50 milliárd forinttal meghatározza a törvénymódosításban található 154 milliárd forintnyi kiadást.

A kiadási oldalon átcsoportosítás történt a Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap (NCSSZA) jövedelempótló és -kiegészítő szociális támogatásai és az államháztartás alrendszerének támogatásai között. A helyi önkormányzatok támogatását csökkentette a segélyezési ellátások járási hivatalokhoz történt áttelepítése, ami 2015 januárjától az NCSSZA kiadásai között jelenik meg. Az átcsoportosításon túl az NCSSZA kiadásait megnöveli, hogy a járási feladatokra az idei évben több forrást fordít a kormányzat, míg az önkormányzat kiadásainak csökkenését az óvodapedagógusi bérek, valamint az egyes fejlesztési jogcímek támogatásának emelése kompenzálja.

A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű módon szemlélve az előirányzatok január havi egyenlege 216,1 milliárd forinttal javult. A javuló egyenleget többnyire az európai uniós források év/év alapú változása indokolja. A bevételi és a kiadási oldalon is csökkentek az uniós forrásokhoz kapcsolódó sorok nagysága, míg a kiadási oldal szakmai fejezeti kezelésű előirányzatokon belül a hazai forrásból finanszírozott kifizetések 32,3 százalékkal felülmúlták az előző év azonos időszakát. A növekedés mögött a normatív tételek emelkedése, az egyes megyei jogú városok fejlesztése, közútfenntartás, az útdíjrendszerek működtetésére és a tömeges bevándorlás kezelésével kapcsolatos kiadásokra fordított összegek állnak.

A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásain a tavalyi évhez képest a Kormány lefelé korrigált. A változás irányát továbbra is megfelelőnek tartjuk. Korábbi várakozásunkat arra építettük, hogy a 2007–2013-as európai uniós költségvetési időszak ütemezése után a jelenlegi időszakban a forráslehívások ismét az utolsó évekre koncentrálódhatnak. Ez alapján az következett volna, hogy a 2014-ben indult új tervezési időszakhoz kötődő projektek érdemi beindulása csak 2016 második felében várható, annak minden additív következményével. Tekintettel arra, hogy a kormányzat szándéka a forráslehívások felgyorsítása, így az általunk becsült előirányzat tervszámait helybenhagyjuk.

Kamategyenleg

A kamatbevételek az év első négy hónapjában 48,7 milliárd forintos szintet értek el, a kamatkiadások pedig 284 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkiadás összességében 235,3 milliárd forinton állt. Az áprilisi halmozott teljesülés 18,8 milliárd forinttal lett

alacsonyabb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva, ami a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutásával magyarázható.

Az államadósság forint-deviza arányából és a fixváltó-arányból készített becslésünk mellett figyelembe vette intézetünk a megújuló kötvényeket és a teljes hátralévő futamidőt, így 2016-ra 43,8 milliárdos kamatkiadás-csökkenést prognosztizálunk 2015-höz képest.

Egyenleg

Figyelembe véve, hogy elemzésünk készültével párhuzamosan az Országgyűlés elé terjesztették a 2015. évi C. törvény módosítását, amelyben a jól kalkulálható többletbevételek átvezetése és azok kiadás oldali ellentételezése is megtörténik, korábbi negyedéves prognózisunkat kismértékben módosítottuk. Elemzéseink szerint az eredményszemléletű hiány esetében a költségvetési törvényben előirányzott 2 százalékos GDP-arányos deficittel szemben kismértékű eltéréssel számolunk, prognózisunk valamivel kedvezőbb, 1,8 százalékos hiányt tartalmaz.

Az államadósság alakulása

A 2016. évi államadósság esetében továbbra is a változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos állomány csökkenése az elsődleges kritérium. A 2015. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a KESZ-állomány változatlanságára vonatkozó várakozásainkra, a GDP 73,9 százalékára csökkenhet.

2. táblázat: A 2015. évi költségvetést övező kockázatok (előirányzattól való eltérés)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	-2	-0,01%
Fogyasztási adók	65	0,18%
Lakossági befizetések	31	0,09%
Bevételi oldali kockázatok	94	0,27%
Szociálpolitikai menetdíj-támogatás	-10	-0,03%
Lakásépítési támogatások	50	0,14%
Nettó kamatkiadások	-44	-0,12%
Kiadási oldali kockázatok	-4	-0,01%
Összesen	90	0,26%

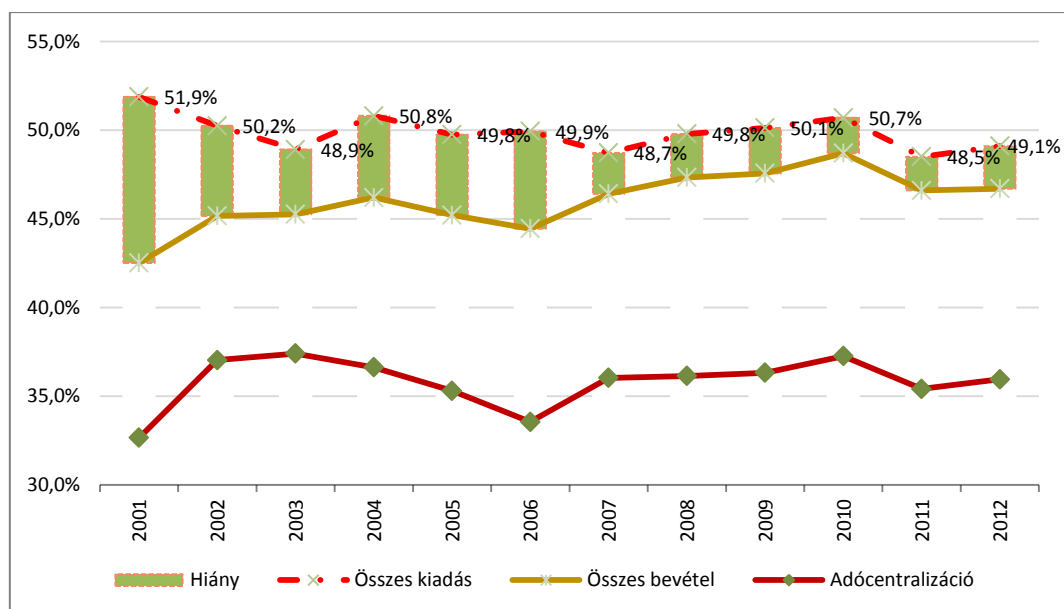
Forrás: Századvég-számítás

2017. évi költségvetés – Így alakul az adócsökkentés éve

Április végén a Kormány benyújtotta a 2017. évi költségvetési törvény tervezetét, amit június 13-án fogadott el az Országgyűlés. A költségvetési tervezettel együtt a következő évi adócsomagot is betervezték, a fejezetben szereplő elemzések alapvetően erre a két dokumentumra épülnek. Először felvázoljuk a költségvetésitörvény-tervezet és az adócsomag legfontosabb jellemzőit, sarokszámait. Ezt követően a saját 2016. évi előrejelzésünkre építve jelezzük előre a legfőbb 2017. évi tervszámokat, ami alapján körvonalazódnak a kormányzati prognózissal szembeni eltérések, és ezek alapján a legfontosabb, a költségvetési egyenleget érintő kockázatok.

A 2017. évi költségvetés bemutatása

14. ÁBRA: AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS FŐ PÉNZFORGALMI SZÁMAI A GDP SZÁZALÉKÁBAN



Megjegyzés: A 2016. és 2017. évi adatok előirányzatok, a többi tényadat. Forrás: MKOGY

A 2017. évi költségvetésitörvény-tervezet alapján a következő évben a konszolidált pénzforgalmi kiadások a GDP 49,1 százalékát, a bevételek a 46,7 százalékát teszik ki. A GDP-arányos kiadások esetében 0,6 százalékpontos, a GDP-arányos bevételek esetében valamivel kisebb, 0,1 százalékpontos növekedés figyelhető meg az idei évi előirányzatokkal szemben. Az adócentralizáció mértéke ezzel továbbra is az elmúlt évekéhez hasonló, gyakorlatilag stagnáló trendet követi.

A bevételek és kiadások különbsége, azaz a pénzforgalmi hiány a költségvetésitörvény-tervezet szerint a GDP 2,2 százaléka, ami a pénzforgalmi és eredményszemléletű hiányok

közötti átjárást biztosító, úgynevezett ESA-híd korrekciója után 2,4 százalékos GDP-arányos deficitet és 704,5 milliárdos eredményszemléletű nominális hiányt jelent.

A költségvetés tervezetében megfogalmazott célok konzekvensen illeszkednek a Kormány közép- és hosszú távú társadalmi-gazdasági stratégiájába: csökken a lakosság adóterhelése, tovább erősödik a családközpontú gazdaságpolitika. A következőkben strukturáltan foglaljuk össze a 2017. évi költségvetésitörvény-tervezet legfontosabb pontjait.

A családok helyzete

A családok helyzetét javító intézkedések a következők:

- A kétgyermekes családok esetében a családi adókedvezmény 2017-ben eléri a gyermekenként igénybe vehető havi 15 ezer forintos szintet.
- A felmenő rendszerben bevezetett ingyenes tankönyvellátásnak köszönhetően már az általános iskolák minden alsó tagozatos és a felső tagozat 5. osztályos diákjai is ingyenes tankönyvellátásban részesülnek.
- 2017-től a munkahelyi bölcsődék üzemeltetői állami támogatásra is jogosulttá válnak, amivel az állam a kisgyermekes szülők munkavállalását segíti.
- A kibővült otthonteremtési program keretében 2017-ben a családok igénybe vehetik a családok otthonteremtési kedvezményét és az ahhoz kapcsolódó kamattámogatott hitelt, csökkent az új lakások áfája, valamint kialakították a Nemzeti Otthonteremtési Községek keretét is. Mindezek mellett 2017-ben a Kormány a lakás-takarékpénztári támogatások bővítését is fokozza, tovább könnyítve a saját otthon megteremtését.

A munkahelyteremtés és a rászorulókat támogatása

A munkahelyteremtéshez és a rászorulókat támogatásához kapcsolódó legfontosabb intézkedések a következők:

- 2017-től a közfoglalkoztatás időtartama is beleszámít az álláskeresői időszakba, ennek értelmében az így foglalkoztatottak is jogosulttá válnak a Munkahelyvédelmi Akció kedvezményére tartós munkanélküliség esetén. A vállalati szektor ösztönzésével így a Kormány a leghátrányosabb munkaerőpiaci csoportok elhelyezkedését segíti.
- A gyermekétkeztetés kibővítése után 2016-tól az összes nevelési/oktatási szünetben is lehetőség nyílik a rászoruló gyermekek étkeztetésére, ami 2017-ben további forrásbevonással valósul meg.
- A legalacsonyabb jövedelmi rétegek fogyasztási kosarában nagy súllyal szereplő árucikkek – mint a tojás, a friss tej és a baromfi – áfakulcsa 5 százalékra csökken, javítva a csoport életszínvonalát.

Oktatás, egészségügy

Az oktatáshoz és az egészségüghöz kapcsolódó intézkedések a következők:

- Folytatódik a pedagógusok és a felsőoktatásban oktatói, kutatói és tanári munkakörben foglalkoztatottak béremelése.
- A tervezet többletforrásokat rendel a betegágyas ellátáshoz, és nagy hangsúlyt kapnak a szűrési és megelőzési programok.
- Az egyéb, alapvető közszolgáltatásokat biztosító ágazatokban (egészségügy, szociális és gyermekvédelmi ágazat, felsőoktatás és kulturális ágazat) dolgozó közalkalmazottak bérrendezésére is sor kerül.

Ezenfelül 2017-ben folytatódik a rendvédelmi és honvédelmi dolgozók illetményemelése, az állami tisztviselők bérrendezése, továbbá a Nemzeti Adó- és Vámhivatal foglalkoztatottainak bére is emelkedik.

Európai uniós források

A 2014–2020 között lehívható 12 000 milliárd forint fejlesztési és beruházási támogatások legalább 60 százalékát gazdaságfejlesztésre és munkahelyteremtésre fordítja a Kormány.

További források jutnak az egészségügyi és szociális ágazatok fejlesztésére, a társadalmi felzárkózást elősegítő programokra, valamint a közigazgatási és közszolgáltatási infrastruktúra modernizálására. Fontos változás, hogy a korábbinál nagyobb szerepet szán a kormányzat a visszatérítendő támogatásokra, ami a források többszöri kihelyezését teszik lehetővé.

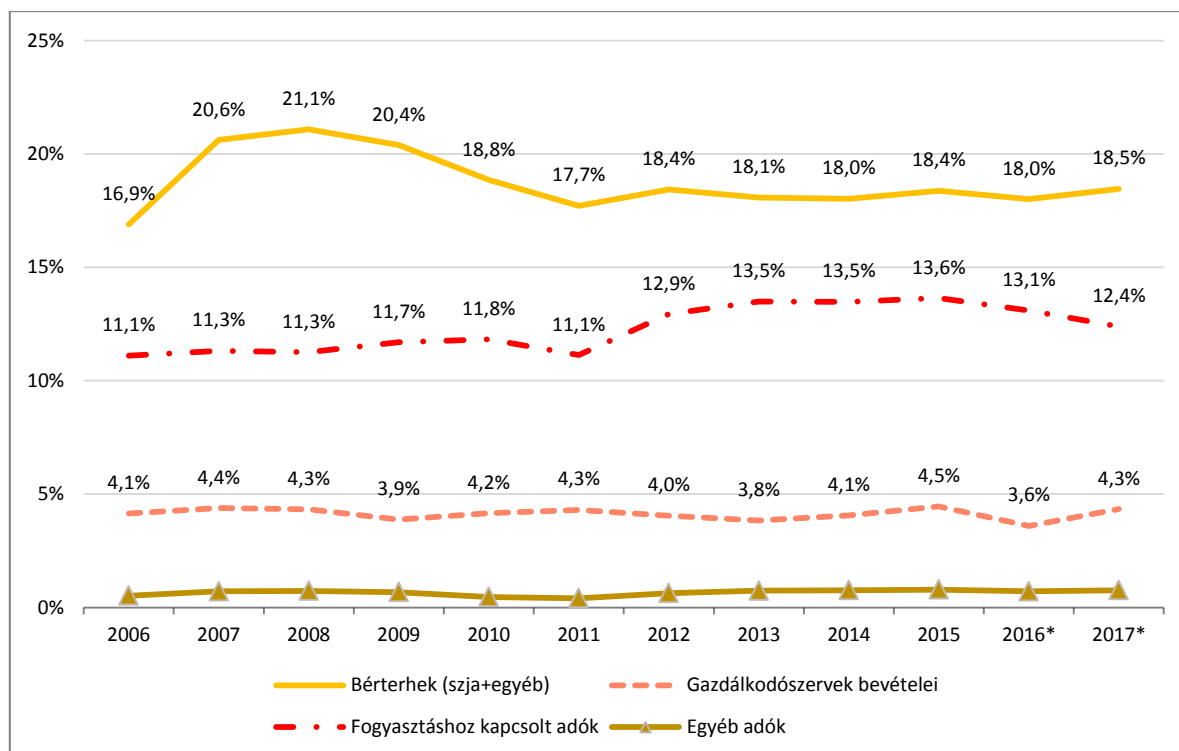
Adócsomag

A 2017. évre benyújtott adócsomag legtöbb eleme jelentős átrendeződést nem okoz. A 2017-es évben a következő adópolitikai intézkedések hoznak változást:

- A **bankadó** felső kulcsa 2017-ben 0,24 százalékról 0,21 százalékra csökken, továbbá a hitelintézetek adóalapjukat nem a 2009. évi módosított mérlegfőösszeg szerint, hanem az adóévet megelőző második adóévi éves beszámoló adataiból számított módosított mérlegfőösszeg alapján kell meghatározniuk.
- A **hitelintézeti járadék** megszűnik.
- Az **általános forgalmi adó** mértéke több termék esetében csökken:
 - 5 százalékra csökken a friss tej, a baromfi és a tojás áfakulcsa;
 - 27-ről 18 százalékra csökken az éttermi étkezés és az internetszolgáltatás áfakulcsa.
- **Jövedéki adó:** a kőolaj árának függvényében változhat az üzemanyagok adójának mértéke. Az olajár esetében az 50 dolláros küszöbértéket fogadták el: ha a kőolaj világpiacon az alábbi szint alá csökken, akkor automatikusan adóemelés lép életbe: a **gázolaj** közterhe literenként 10, a **benzíné** 5 forinttal növekszik. A **dohánytermékek**

jövedéki adóját 2017 végéig három lépésben, összesen 29 százalékkal kell megemelni uniós előírások miatt, első lépésben (szeptembertől) a jelenlegi 15 700 forint/ezer szál tételes adó 16 200 forintra emelkedik, a minimumadó ezerszállankénti 28 ezerről 28 800 forintra nő. A parlament döntött arról is, hogy a dohánytermékekre 2017-től adójeget helyett zárjeget kerül, és az e-cigaretta is bekerül a jövedéki termékek közé.

15. ÁBRA: EGYES ADÓBEVÉTELEK SZERKEZETE A GDP ARÁNYÁBAN



Megjegyzés: A 2016. és 2017. évi adatok előirányzatok, a többi tényadat. Forrás: KSH, Századvég-számítás

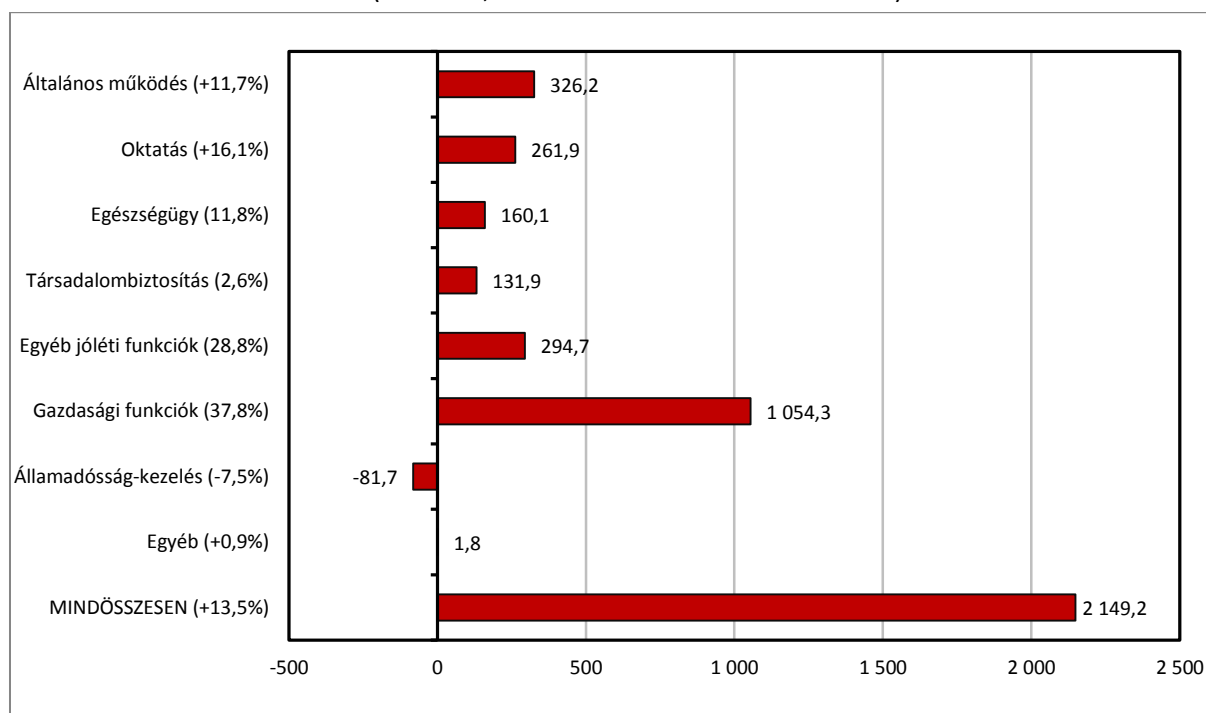
A 15. ábrán a GDP-arányos adóbevételek szerkezeti megoszlását kísérhetjük figyelemmel. A 2012-ben megemelkedett, fogyasztásra rakódó terhek kismértékű csökkenését és a bérteher azóta stagnáló trendjét látjuk. Ebből a szempontból a következő év közel stagnáló helyzetet mutathat.

Az alábbi szakaszban a 2017. évi költségvetésitörvény-tervezet konszolidált kiadásait 2016. évi összehasonlító áron számítva (az összevetést torzító tényezők kiszűrése végett), funkcionális bontás alapján hasonlítjuk össze az idej előirányzatokkal.

A 2017. évi költségvetésitörvény-tervezet az állami szerepvállalás növelését eredményezi, mivel a főbb kiadási tételek többsége növekszik a jövő év folyamán. Az előirányzatban az állam az államadósság-kezelés kismértékű csökkenésén túl minden más esetben növelte funkcionális megbontású kiadásait.

Az állami funkciók esetében minden altétel emelkedett, azonban ezek közül mégis a rendvédelem és közbiztonság soron történt GDP-arányosan is emelkedés. A 0,6 százalékos, GDP-arányos emelkedés a fegyveres és rendvédelmi dolgozók életpályamodelljéből fakad. Az állam továbbá többet költ majd az ágazati életpályamodellek folytatására. Tovább nő a rendvédelmi dolgozók, a felsőoktatásban dolgozók és a pedagógusok fizetése, folytatódik az egészségügyben dolgozók bérrendezése. A céltartalékok sor alatt a Kormány 20 milliárd forintot különített el a közszférában foglalkoztatottak bérkompenzációjára, és további 180,6 milliárd forintot az ágazati életpályák és bérintézkedések finanszírozására.

16. ÁBRA: FŐBB KIADÁSI TÉTELEK VÁLTOZÁSA 2016-BAN 2015-HÖZ KÉPEST, REÁLÉRTÉKEN
(MRD FT, KONSZOLIDÁLT ADATOK ALAPJÁN)



Forrás: MKOGY, Századvég-számítás

A jóléti funkciók mindegyike nőtt reálértéken véve. A nagy ellátórendszerek mindegyike többletforrásokhoz jut, az egészségügy 160,1, az oktatás 261,9 milliárd forinttal több forrásból gazdálkodhat. Az előbbiből a felsőfokú oktatás mellett több forrás jut a KLIK működésére, míg az egészségügy esetében főképp a bérrendezések jelennek meg.

A gazdasági funkció tétel szerű, jelentős növekedése már nemcsak reálértéken, hanem arányaiban is emelkedést jelent. A pozitív irányú változás a legtöbb altétel során jelentkezik. A közúti közlekedésre költött összegek növekedése a GDP 1,7, az egyéb gazdasági tevékenységek és szolgáltatások 1,5, a környezetvédelem 0,8 százalékos növekedését jelentik. A közlekedésfejlesztés része a Modern városok program. Ennek köszönhetően a kormányzat tervei szerint a ciklus végéig minden megyei jogú város elérhető lesz autópályán.

A funkcióba nem sorolt tételek között a legjelentősebb elem a tartalékok köre,⁷ ahol az általános tartalék⁸ 10 milliárd forintos emelkedése mellett az Országvédelmi Alap⁹ 10 milliárd forintos csökkenése látható. Jelentősen emelkedik viszont a céltartalék sora a maga 44 milliárd forintos többletével. 2016 elején többlettel zárt a költségvetés.

A 2017-es költségvetés kockázatai

A költségvetésitörvény-tervezet ismertetése után bemutatjuk az intézetünk által számszerűsített költségvetési kockázatokat. Az aktuális makrogazdasági előrejelzésünkre alapozva kivetítést készítünk a bevételek és a kiadások alakulására vonatkozóan, amit összevetünk a benyújtott javaslat előirányzataival. Az önkormányzati szektor és az ESA-híd esetében a költségvetésitörvény-javaslatban szereplő tervszámokat alapul véve számszerűsítjük, mekkora költségvetési hiány várható az általunk ismert javaslat alapján.

A bevételi oldalon a gazdálkodószervezetek befizetéseire vonatkozó előrejelzésünkben az előirányzatnál nagyobb összeg szerepel, aminek az idejű költségvetés vonatkozásában már említett növekedésiadóhitel-program az elsődleges magyarázata. A 2015. évben igénybe vett kedvezmények felét 2017-ben kell visszafizetnie a vállalatoknak, ami így jelentősen megemeli a társaságiadó-bevételeket, előrejelzésünk szerint **32 milliárd forinttal**. A 2016. évi becslésünk kivetítésekképp az egyszerűsített vállalkozói adó (**8 milliárd forint**) és az egyéb központosított bevételek sort (**14 milliárd forint**) is felfelé korrigáltuk.

A fogyasztási adókat szintén alultervezettnek tartjuk. Becslésünk szerint az általános forgalmi adó során a fogyasztásbővülés és az online pénztárgépek kiterjesztésétől várt többletbevétel ellensúlyozni képes az adócsökkentések hatását, így összességében a soron az előirányzaton felül további **9 milliárd forint bevételt** várunk. Említésre érdemes még a jövedéki adó sora, ahol a fogyasztásbővülés és az új jövedékiadó-törvény bevezetésének eredményeként **46 milliárd forint** többletbevételt várunk.

A lakossági befizetések és járulékok esetében kismértékben alacsonyabban tervezettnek találtuk az előirányzatot, vagyis pozitív kockázatot azonosítottunk. Az erősödő munkaerőpiac és a növekvő bérek együttese képes teljes mértékben fedezni az adókiengedést, ami így pozitív irányba módosítja az egyenleget. A személyi jövedelemadó esetében **11 milliárd forintos** többletre számítunk.

A kiadási oldalt vizsgálva a szociálpolitikai menettér-támogatások esetében a Kormány tervei szerint az erre fordított kiadási források stagnálnának az idejű évhez képest. Ezt, tekintettel a korábbi évek tapasztalataira, lefelé korrigáltuk, **10 milliárd forinttal alacsonyabb** kiadásra

⁷ A céltartalékok közül csak a kormányzati funkciók szerint nem bontható előirányzatok tartoznak ide, azaz a jövő évi céltartalékok, amelyeket dedikáltan a bérkompensációra és az ágazati életpályamodellekre különítettek el, a megfelelő funkciók közé sorolva be őket.

⁸ Rendkívüli kormányzati intézkedések.

⁹ Országvédelmi Alap.

számítunk ezen a soron. Továbbá a CSOK kapcsán a lakásépítési támogatások soron **69 milliárd forint** többletkiadást prognosztizálunk.

A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai esetében egyelőre a 2016. évi várakozásainkhoz hasonlóan a jövő év tekintetében is várakozó álláspontra helyezkedünk. A 2016. évi forráslehívások az év második felében indulhatnak el igazán, egészen addig a kormányzati várakozásokat helybenhagyjuk.

A nettó kamatkidadásokra vonatkozó becslésünk készítésekor nehézséget okozott az AKK Zrt. 2017. évi finanszírozási tervének hiánya, így a 2016. évi becslésünket kellett továbbvetítenünk. A kormányzati előirányzathoz képest **40 milliárd forintos eltérést találtunk** – a 2016. évi kivetítésnél ismertetett módszertan mentén –, ami így a költségvetési hiányt pozitív irányba befolyásolja.

Összegzésképpen elmondhatjuk, hogy az előirányzathoz képest előrejelzésünk 122 milliárd forinttal több bevételt, míg 19 milliárd forinttal kevesebb kiadást tartalmaz, melyek eredője 103 milliárd forintot kitevő pozitív eltérést gyakorol a kitűzött pénzforgalmi hiánycélra. Figyelembe véve a bruttó hazai termék alakulására vonatkozó várakozásunkat, ez a GDP 0,28 százalékára rúgó pozitív kockázatot jelent a 2017. évi költségvetés tervezetében. Mivel előrejelzésünk átveszi a kormányzat ESA-hídra, valamint az önkormányzatokat érintő kiadásokra vonatkozó előirányzatokat, ezért várakozásunk szerint a jövő évi GDP-arányos ESA-hiány a kormányzati tervszám alatt, 2,1 százalék körül alakulhat. 2017. végén a bruttó GDP-arányos államadósság szintjét 72 százalékra becsüljük.

3. táblázat: A 2017-es költségvetést övező kockázatok (egyenlegtől való eltérés)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	54	0,15%
Fogyasztási adók	57	0,15%
Lakossági befizetések	11	0,03%
Bevételi oldali kockázatok	122	0,33%
Szociálpolitikai menetdíj-támogatás	-10	-0,03%
Lakásépítési támogatások	69	0,19%
Nettó kamatkidadások	-40	-0,11%
Kiadási oldali kockázatok	-19	-0,05%
Összesen	103	0,28%

Forrás: Századvég-számítás