

Gazdaságpolitikai monitor

2016. szeptember

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentés György László, vezető közgazdász általános irányítása alatt készült. 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. szeptember 8-án zárult le.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	1
A lassuló gazdasági növekedés ellenére továbbra is biztosított az uniós adósságráta dinamikus csökkenése	4
Tovább lassult az USA gazdasági növekedése.....	4
A brit népszavazás jelentősen felforgatta a pénzpiacokat.....	5
Biztató képet fest a visegrádi országok középtávú költségvetési pályája.....	8
Egységesebbé válhat az európai adórendszer	13
2,6 százalékkal nőtt a magyar gazdaság 2016 II. negyedében	15
Tovább csökkent az államadósság devizaaránya	19
Adósságfinanszírozás.....	19
A Növekedési hitelprogram egyes kérdéseiről	24
A vártnál kedvezőbben alakul az államháztartás hiánya	26
Bevételek.....	27
Kiadások	29
Kamat egyenleg	30
Egyenleg	31
Az államadósság alakulása	31
Alacsonyabban alakulhat a 2017. évi hiány is	32

Vezetői összefoglaló

A felülvizsgált amerikai növekedési adatok alapján az Európai Unió gazdaságának bővülési üteme már harmadik negyedéve meghaladja az Egyesült Államokban regisztráltat, melyben már második negyedéve csökkent a beruházások volumene. A kilépéspártiak győzelmével záruló brit uniós népszavazás hatására a brit font jelentősen gyengült az utóbbi hónapokban, miközben a bővülő globális kockázatok miatt tovább nőtt a német állampapírok iránti kereslet, aminek hatására az ország 10 éves kötvényhozama negatív tartományba süllyedt. A következő években tovább mérséklődhet az unió költségvetési hiánya, a német költségvetés továbbra is szufficites maradhat. Az unió 2015-ről 2016-ra javuló költségvetési mutatói mögött továbbra is inkább konjunkturális hatások, mint fiskális megszorítások húzódnak meg, ám 2017-től kezdve várhatóan a ciklikusan kiigazított hiánymutatók is csökkenő pályára állhatnak. A visegrádi államok elkötelezettek költségvetési hiányuk csökkentése mellett, ám a konvergencia- és a stabilitási jelentésekben bemutatott lengyel és szlovák fiskális pályát is komoly kockázat övezi. Az Európai Bizottság jelentős adóhátralék megfizetésére kötelezte az Apple-t, a döntés középtávon elősegítheti az uniós adóharmonizáció bővülését.

A magyar gazdaság teljesítménye a II. negyedévben 2,6 százalékkal (a szezonálisan kiigazított adatok szerint 1,8 százalékkal) haladta meg az egy évvel korábbit. A növekedést felhasználási oldalról most is elsősorban a fogyasztás húzta jelentős, 5,1 százalékos növekedésével. A fogyasztás immár több negyedéve tartó folyamatos bővülése elsősorban a magyar családok számára rendelkezésre álló jövedelem növekedésének köszönhető, ami három tényezőre vezethető vissza: a bérek kiugró ütemű növekedésére, a csökkenő munkanélküliségre és a személyi jövedelemadó kulcsának idén bekövetkezett 1 százalékpontos csökkentésére. Ez tehát azt is jelenti, hogy a jövedelem bővülése megalapozza a fogyasztás növekedését, így ez utóbbi nem hitelfelvétel segítségével történik, szemben például a 2008 előtti időszakkal. A II. negyedévben a nettó export is segítette a gazdaság növekedését: a kivitel 8,2, míg a behozatal 6,1 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit. Jelentősen fékezte azonban a növekedést a beruházások visszaesése. A csökkenést itt az uniós források átmeneti elapadása okozza: az előző költségvetési ciklus pályázatait már kifutottak, míg az új költségvetési ciklushoz kapcsolódó forráslehívások csak fokozatosan indulnak be. Termelési oldalon a gazdaság növekedéséhez egyaránt hozzájárult a mezőgazdaság, az ipar és a szolgáltatások jó teljesítménye.

A magyar gazdaságban az infláció továbbra is mérsékelt, nulla körüli. Ezt elsősorban a kőolaj alacsony világpiaci ára és a legfontosabb külkereskedelmi partnereink mérsékelt inflációja okozza, de hozzájárul például a sertés- és a csirke-árfájának csökkentése is. Várakozásaink szerint az infláció a teljes előrejelzési horizonton – 2017 végéig – mérsékelt marad, és nem éri el a jegybank 3 százalékos célját. Ugyanakkor nem számítunk az alapkamat további

csökkenésére, várakozásaink szerint a monetáris politika inkább nem konvencionális eszközöket fog alkalmazni.

Előrejelzésünkben továbbra is a magyar gazdaság idei 2,1 százalékos és jövő évi 3,2 százalékos növekedésére számítunk. 2016-ban a növekedés motorja továbbra is a fogyasztás és a nettó export lehet. A fogyasztás növekedését továbbra is jelentősen segíteni fogja a bérek dinamikus növekedése: a bruttó átlagkeresetek az idén 6, jövőre pedig 5,3 százalékkal növekedhetnek, melyet a minimálbér várható emelése is elősegíthet. 2017-ben az uniós támogatások ismételt felfutásával már a beruházások is pozitívan járulhatnak hozzá a gazdaság növekedéséhez. A munkanélküliség elmúlt időszakban tapasztalt jelentős csökkenése (a munkanélküliség a rendszerváltás óta nem látott szintre, 5,2 százalékra mérséklődött) várakozásaink szerint a teljes előrejelzési horizonton folytatódni fog. A munkanélküliség alacsony szintjéhez rekord-magas aktivitási ráta társul, amely még értékesebbé teszi a foglalkoztatás 2010 óta bekövetkezett változást.

Magyarország befektetői megítélése alapvetően javult az elmúlt negyedévben: csökkent a CDS felár, a forint erősödött a svájci frankkal, az euróval és a dollárral szemben is. A kedvező makrogazdasági folyamatokat a Standard and Poor's felminősítésével immáron a három nagy hitelminősítő közül kettő is elismeri a magyar gazdaság befektetésre ajánlott kategóriába sorolásával.

Az önfinanszírozási program 2016. júliusi folytatása kedvezően érintette az állampapír-piaci hozamokat. A hozamok csökkentek, így a piaci árfolyamok emelkedtek minden futamidőre, mérsékelve ezáltal a jövőbeni állami kamatkiadásokat.

A jegybanki devizatartalék 24,6 milliárd euró körüli értékre csökkent. A rendelkezésre álló adatok alapján Magyarország a csökkenő devizatartalékok szintje mellett is bőven megfelel a Greenspan-Guidotti-szabálynak, azaz a rövid lejáratú devizatartozás szintjénél jelentősen magasabb a devizatartalékok szintje (1,36).

Az államháztartás első nyolc havi hiánya 274 milliárd forint volt, ami az elmúlt 15 év legkedvezőbb január–augusztusi adata. A kedvező gazdasági trendek, a folyamatosan csökkenő munkanélküliség és az emelkedő reálbérek támogatják a hazai gazdasági szereplők fogyasztását és beruházásait, ami a kiemelkedő államháztartási folyamatokban is nyomon követhető. A gazdasági trendeket kiegészítik a kormányzat gazdaságfehérítő intézkedései, amelyek hatása szintén pozitívan befolyásolja az adóbevételeket. Mindezen hatások eredményeképp kutatóintézetünk a költségvetésben szereplő módosított előirányzaton felül további 44 milliárd forintnyi többletbevétellel számol. A többletet javarészt a gazdálkodói és a lakossági befizetések sorain prognosztizáljuk. Míg előbbit a társasági adó és az egyéb központosított bevételek hajtják, az utóbbi javarészt a személyi jövedelemadóból táplálkozik. Kiadási oldalon 64 milliárd forinttal kisebb összeget várunk, ami pozitív kockázat a költségvetés számára. A családok otthonteremtési kedvezménye lakásépítési támogatásai

során a tervezettnél nagyobb igénybevétellel számolunk, amit a nettó kamatkiadások kedvezőbb alakulása ellensúlyozhat. Továbbá a növekvő foglalkoztatás várakozásaink szerint csökkenti a közfoglalkoztatás szerepét, így becslésünk szerint a Startmunka programra szánt összeg egy jelentős részére nem lesz szükség az idei évben. Összességében a kormányzati tervekben szereplő, a GDP 2 százalékát kitevő deficit alatti, 1,7 százalékos hiánnyal számol intézetünk. Ez azt is jelenti, hogy az idei év lehet zsinórban az ötödik, amikor országunk teljesíteni tudja a 3 százalék alatt költségvetési deficit célját. A 3 százalékos hiánycél elérésére ezt megelőzően utoljára 2000-ben volt példa. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 72,8 százalékos szintet várunk, ami a 2015. év végénél 2,5 százalékponttal alacsonyabb.

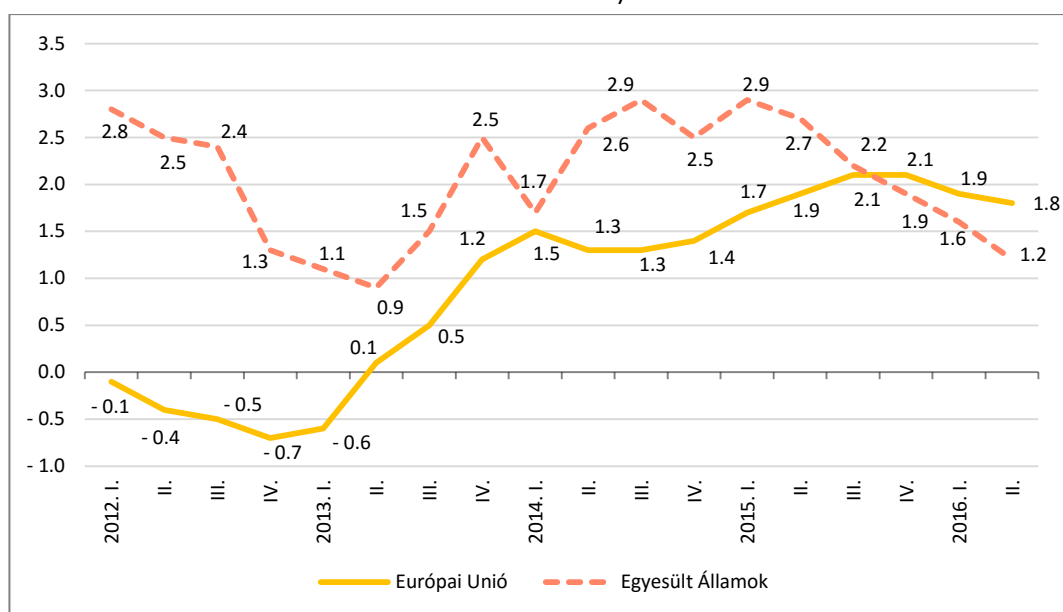
A 2017-es költségvetés alapján a jövő évben nagy hangsúlyt kap az alapvető élelmiszerek áfakulcsának csökkentése, ami a legalacsonyabb jövedelműeket segíti leginkább, míg bizonyos jövedékiadó-köteles termékek (például cigaretta) ára megemelkedik. Folytatódik a családközpontú fiskális politika, amelynek célja a családok 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 jelentős, de pénzügyileg fenntartható kiadásbővülésből az ország hosszú távú versenyképességének javítása érdekében oktatásra 270 milliárd többlet jut, míg az egészségügyi kiadások 170 milliárd forinttal emelkednek. Előrejelzésünk szerint a 2017-re tervezett kiadásbővülés ellenére is az előirányzottnál kisebb, 1,9 százalékos GDP-arányos hiány és a GDP arányában 71 százalékos államadósság-állomány várható.

A lassuló gazdasági növekedés ellenére továbbra is biztosított az uniós adósságráta dinamikus csökkenése

Tovább lassult az USA gazdasági növekedése

Idén a második negyedévben az unió növekedési teljesítménye meghaladta az Egyesült Államok gazdaságáét, sőt, az előző negyedévek statisztikai felülvizsgálata alapján – a korábban publikált adatokkal ellentétben – az unió növekedési rátája már harmadik negyedéve magasabb az amerikai gazdaságban regisztrálténál. Az unió 1,8 százalékkal bővülő gazdaságának motorja továbbra is a lakossági fogyasztás, bár a lakossági költségek növekedési hozzájárulása folyamatosan csökken. A beruházások, azon belül is az állóeszköz-felhalmozás továbbra is jelentősen támogatja a gazdasági növekedést, ráadásul az új kapacitások kiépítése középtávon is gyorsíthatja a kibocsátás bővülését. Az elmúlt negyedévben enyhén csökkent a kormányzati költségek növekedési hozzájárulása, ám az öreg kontinens gazdasága számára kedvező irányba változott a külkereskedelmi hozzáadott érték, bár a nettó export továbbra is gátja a dinamikus gazdasági bővülésnek.

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



Forrás: Eurostat

Tagállami szinten továbbra is igaz, hogy Spanyolország mellett a kelet-közép-európai országok bővülési üteme a legmagasabb. Az idei második negyedévben kiugróan jól teljesített a román gazdaság, mely éves alapon 5,9 százalékkal növekedett április és június között, ám 3 százalékot meghaladó mértékben bővült a spanyol, cseh és lengyel gazdaság is. Az unió nagyobb gazdaságai közül egyedül az Egyesült Királyság növekedési üteme

emelkedett, hazánk legfontosabb kereskedelmi partnerének, Németországnak a növekedési üteme csak enyhén változott, 1,8 százalékról 1,7 százalékra mérséklődött. Negyedéves alapon az idei első két negyedév között a román gazdaság 1,5, a magyar 1, míg a cseh, szlovák és lengyel gazdaság is 0,9 százalékos ütemben bővült. A negyedéves adatok alapján az előző uniós költségvetési ciklus forrásainak gyorsított lehívása miatti rövid távú visszaesés leginkább a lengyel és magyar növekedési adatokon látszódott, melyekben a legutóbbi két negyedéves növekedési adat közötti differencia rendre 1 és 1,5 százalékot tett ki.

Az idei második negyedévben 1,2 százalékra lassult az amerikai kibocsátás éves bővülése, összességében hatodik negyedéve csökken a gazdaság növekedési rátája. A GDP főbb fogyasztási tételei közül egyedül a lakossági fogyasztás volumene emelkedett, főként a nem tartós áruk eladásának öt éve nem látott mértékű bővülése következtében. A folyamatosan romló amerikai növekedési adat nagyban köszönhető a beruházási aktivitás visszaesésének, ami 2015 és 2016 első negyedéve között 3,4 százalékkal csökkent – ennél kedvezőtlenebb éves beruházásnövekedést legutóbb a válság közepén, 2009 utolsó negyedévében regisztráltak az Egyesült Államok gazdaságában. Az idei első negyedévről a másodikra jelentősen, 1,9-ről 0,7 százalékra esett vissza a kormányzati költségek éves volumennövekedése is, amit főként a katonai kiadásosok csökkenése és az állami szintű költségek lassuló bővülése magyaráz. Az Egyesült Államok felvevőpiacainak gyenge importkereslete következtében az amerikai exportvolumen már négy negyedév óta csökken, sőt, második negyedéve az áruexport mellett a szolgáltatásexport volumene is zsugorodik éves alapon.

Az Európai Központi Bank legfrissebb, szeptemberi előrejelzése szerint a világgazdaság idei bővülési üteme a tavalyinál alacsonyabb, 3 százalék körüli lehet, amivel párhuzamosan az eurózóna növekedési rátája is csökkenhet a következő években. A gyenge amerikai növekedési folyamat megítélésünk szerint a következő negyedévekben is fennmaradhat, ami miatt a korábban vártnál alacsonyabb, az unió növekedési rátáját alulról közelítő amerikai gazdasági bővülést valószínűsítünk.

A brit népszavazás jelentősen felforgatta a pénzpiacokat

Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa az elmúlt hónapokban nem változtatott kamatkondícióin, így március óta az EKB irányadó rátája 0 százalékos, míg a bank refinanszírozási és betéti kamatlába rendre 0,25 és -0,4 százalékot tesz ki. Az EKB Kormányzótanácsának szeptemberi ülését követő sajtótájékoztatón Mario Draghi, az EKB elnöke a jegybank mennyiségi lazítási programjának meghosszabbítását vetítette előre. A márciusban havi 80 milliárd euróra kibővített felvásárlási program 2017 márciusában fut ki, ám Draghi szerint az eurózóna június és szeptember között romló gazdasági kilátásai miatt az euróövezet gazdaságának továbbra is szüksége lehet a program nyújtotta monetáris támogatásra. Júniusi és júliusi ülésén sem változtatott irányadó rátáján az Egyesült Államok

jegybanki feladatait betöltő Fed Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC). Janet Yellen, a Fed elnökének korábbi tájékoztatása szerint a bizottság akkor szigoríthat kamatkondícióin, ha biztosítottnak látja a kamatemelés ellenére a középtávú dinamikus foglalkoztatásbővülést és gazdasági növekedést, valamint az alacsony, ám pozitív inflációs folyamatokat. Várakozásunk szerint ezért a FOMC leghamarabb novemberben, a harmadik negyedéves GDP-adatok publikálását követően hajthat végre kamatemelést, ám megítélésünk szerint – a tavalyi évhez hasonlóan – inkább decemberben változhat ismét az amerikai irányadó ráta.

Az amerikai és európai központi bankkal szemben a brit jegybanki feladatokat ellátó Bank of England a kilépést pártolók győzelmével záruló június 23-ai népszavazás várható gazdasági hatásai miatt jelentős, négy fő pontból álló monetáris lazítási csomagot szavazott meg augusztus eleji ülésén. Elsőként a BoE Monetáris Tanácsa 0,5-ről 0,25 százalékra csökkentette irányadó rátáját, amire a bank 322 éves története során egyszer sem akadt példa. Mark Carney, a BoE kormányzójának iránymutatása alapján a Bank of Japannel és az EKB-val szemben a brit jegybank nem tervezi negatív kamatláb bevezetését, így a bank irányadó rátája valószínűsíthetően elérte minimumát. Másodsorban, a Monetáris Tanács 375-ről 435 milliárd fontra emelte a jegybank brit állampapír vásárlására fordítható keretösszegét, aminek hatására augusztus közepén historikus mélypontra süllyedt a 10 éves brit államkötvény referenciahozama.

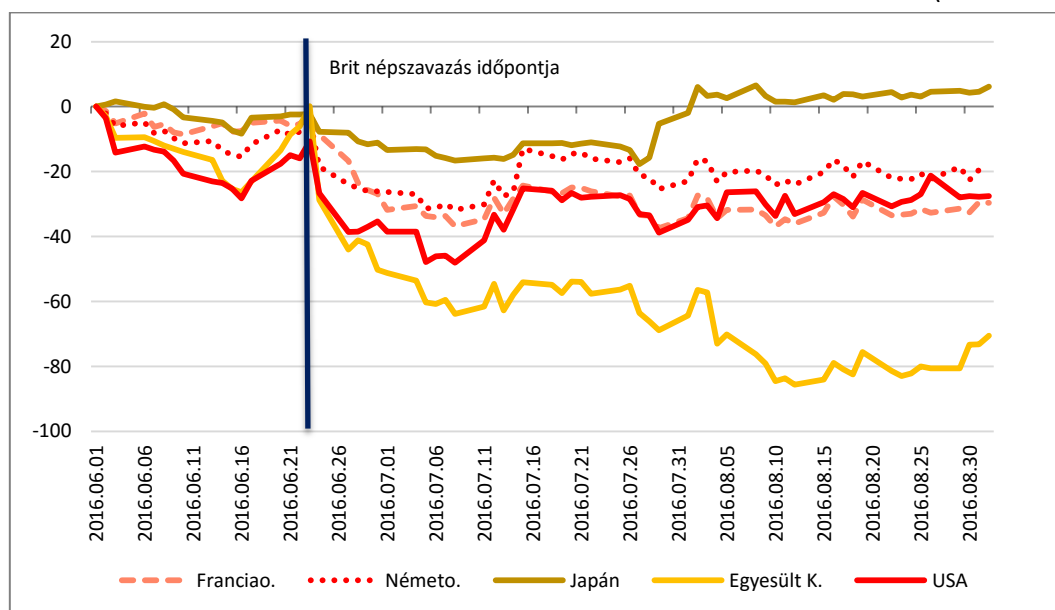
Harmadrészt, az EKB júniusban bevezetett CSPP programjához¹ hasonlóan a brit központi bank 10 milliárd fontnyi vállalati kötvényt kíván felvásárolni a következő másfél évben, amivel a jegybank közvetlenül csökkentheti a szigetországban működő nagyobb vállalatok forrásköltségét. Végül, a vállalati hitelállomány bővítése érdekében a brit jegybank 100 milliárd font értékben kínál hitelezési aktivitástól függő, kedvező kamatozású hitelkeretet a szigetország kereskedelmi bankjai számára. A program leginkább az EKB márciusban meghirdetett TLTRO II programjával rokonítható, ám több szempontból is hasonlít a korábbi brit Funding for Lending Scheme eszközhöz, illetve a hazai Növekedési Hitelprogramhoz.

Júniusról júliusra az európai kötvénypiacokat főként az unióból való kilépés körüli bizonytalanság határozta meg. Június első két hetében valamennyi nagyobb gazdaság 10 éves állampapírpiazi referenciahozama csökkent, ami alapján a befektetők a népszavazás előtt csökkenteni kívánták részvénytőke kockázati kitétségüket (2. ábra). A megnövekedett kereslet hatására június 14-én a rendkívül biztonságosnak tekintett 10 éves német állampapírok referenciahozama negatív tartományba süllyedt, amire korábban soha nem volt példa. Június vége és szeptember között egy kereskedési napot leszámítva a német 10

¹ A program keretében egy havi keretösszeg erejéig az EKB az eurózónában bejegyzett vállalatok euróalapú kötvényeit vásárolhatja meg, aminek hatására csökkentek a kötvénypiazi elvárt hozamok. A programnak köszönhetően így a vállalatok alacsonyabb kamatozás mellett bocsáthatnak ki kötvényeket, ami egyre több vállalatot ösztönözhet beruházásra és ezen keresztül kibocsátásának és foglalkoztatásának növelésére.

éves kötvényhozamok végig negatív tartományban tartózkodtak, sőt, a német kormányzat július 13-án negatív hozam mellett bocsátott ki 10 éves állampapírt, amit a G7 gazdaságai közül korábban egyedül Japán hajtott végre. A szigetország 10 éves államkötvényével már február vége óta negatív kamatláb mellett kereskednek, a hozamok csökkenését az újabb japán fiskális stimulus bejelentése, így közvetve a japán államadósság fenntarthatóságába vetett hit enyhe mérséklődése állította meg.

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

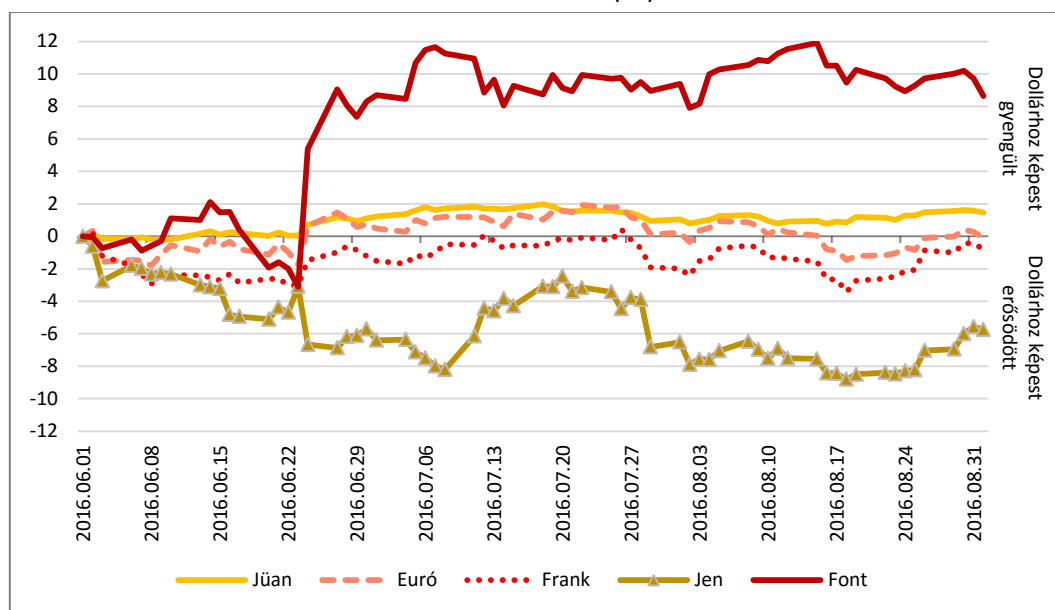


Forrás: Thomson Reuters

Némileg meglepő módon a brit népszavazás leginkább az Egyesült Királyság 10 éves hozamait csökkentette, ami alapján a kilépéssel záródó népszavazást követően inkább befelé, mint kifelé áramlott a tőke a brit kötvénypiacról. A népszavazást követően megnövekvő állampapír-kereslet egyrészt a befektetők kockázatviselési hajlandóságának csökkenését, másrészt a brit gazdaság hosszú távú stabil működésébe vetett hitet tükrözi. A brit állampapír hozam augusztus első heteiben látott jelentős csökkenését viszont a Bank of England jelentős monetáris stimulusa váltotta ki, a jövőben tovább bővülő pénzmennyiség és a jegybank irányadó rátájának csökkentése egyaránt az állampapírpiaci hozamok csökkenése irányába hatott. Összességében június és szeptember között 70 bázisponttal csökkent a 10 éves brit állampapírpiaci referenciahozam, ami messze meghaladja mind a német, mind a francia és amerikai kötvénypiacon látott hozamcsökkenés mértékét.

Az uniós tagságról szóló brit népszavazás a devizapiacra is erőteljesen éreztette hatását: június 23-áról 24-ére a font 8 százalékkal gyengül a dollárhoz képest, összességében a brit fizetőeszköz júliustól kezdve 8–12 százalékkal értékelődött le a június 1-jei árfolyamhoz képest (3. ábra). A gyengülő font alapján jelentős források hagyhatták el a brit tőkepiacot, egyúttal gyengülhetett is a font tartalékvaluta szerepe, azaz a világ jegybankjainak mérlegében tartott fontmennyiség is jelentősen csökkenhetett az utóbbi hónapokban.

3. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA 2016. JÚN. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters

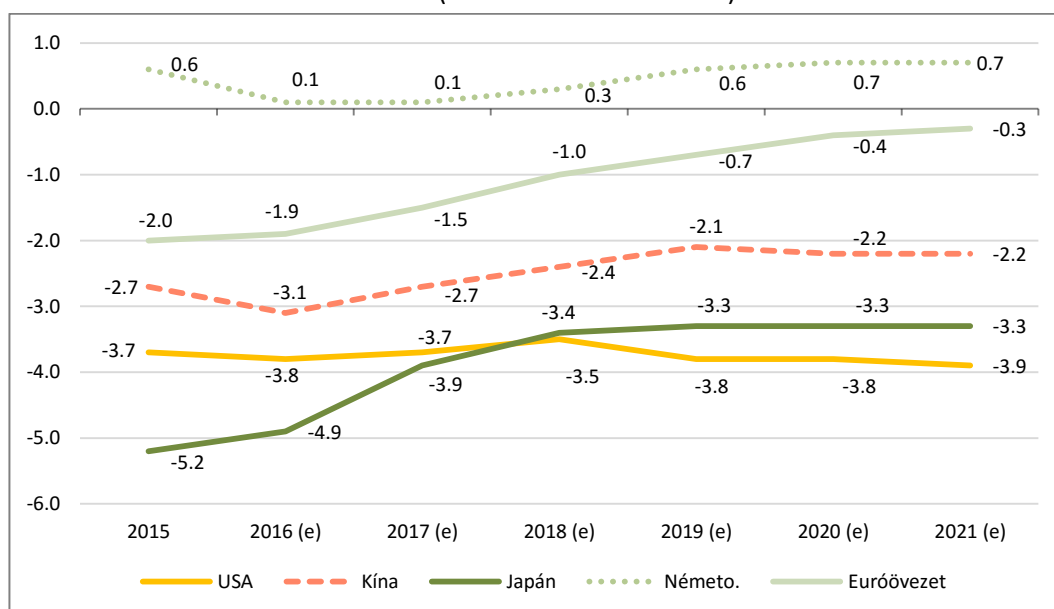
A gyengülő font ugyanakkor közel sem biztos, hogy a következő hónapokban negatív hatást fejt ki a brit gazdaságra: a font leértékelődése növeli a szigetország exportszektorának versenyképességét, miközben olcsóbbá teszi a turisták számára az országot – nem véletlen, hogy a nyár folyamán erősen nőtt az Egyesült Királyságba látogatók száma az utóbbi évekhez viszonyítva. A gyengülő árfolyam az importált infláció bővülésén keresztül ráadásul dinamizálhatja a szigetország nyomott inflációs folyamatait, ugyanakkor a bővülő infláció a csökkenő reálbéreken lassíthatja a lakossági fogyasztás további bővülését. Az idei második negyedévhez hasonlóan június és szeptember között tovább erősödött a japán jen a dollárhoz viszonyítva, ami negatív hatással lehet az ázsiai ország exportvolumenére. A jen felértékelődése miatt komoly kritika éri a Bank of Japan jelentős monetáris lazítási programját, mivel annak reálgazdaságot élénkítő hatása továbbra is kérdéses: a pénzügyi beavatkozás viszonylagos hatástalansága miatt is hirdetett meg Abe Sinzó miniszterelnök újabb kormányzati stimulust augusztusban.

Biztató képet fest a visegrádi országok középtávú költségvetési pályája

A legfrissebb, május végén publikált konvergencia- és stabilitási jelentések alapján a visegrádi államok kormányzatai elkötelezettek költségvetési hiányuk középtávú csökkentése mellett, ami globális összevetésben sem számít általánosnak. A továbbra is nyomott nyersanyagárak következtében számos nyersanyagexportőr fejlődő állam küzdhet a

következő években is magas költségvetési hiánnyal, míg a közeljövőben a világ vezető gazdaságai növekedési ütemük gyorsítása érdekében tarthatják magasan kormányzati kiadásait (4. ábra). Az IMF legfrissebb, áprilisban közzétett fiskális előrejelzése alapján a világ négy vezető gazdasága közül 2015-ről 2016-ra egyedül Japán GDP-arányos költségvetési hiánya javulhat, bár a szigetország idei hiányszáma várhatóan így is megközelíti a bruttó kibocsátás 5 százalékát. Idén várhatóan a kínai költségvetési hiány is tovább bővül, amit főként a lassabb, az infrastrukturális beruházások helyett a lakossági fogyasztásra épülő növekedési pályára való átállás kormányzati támogatása indukálhat. A Nemzetközi Valutaalap előrejelzésében a fogyasztási adók csökkentése érdemben csak az idei hiányt rontja, 2017-től ismét csökkenő pályára állhat a kínai költségvetési hiány. Megítélésünk szerint azonban a kínai fiskális pályát komoly kockázat övezi, a gazdasági növekedés további lassulása esetén könnyen fiskális lazításba kezhetnek a tartományi kormányzatok.

4. ÁBRA: A VILÁG VEZETŐ GAZDASÁGAINAK KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEGE
(A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



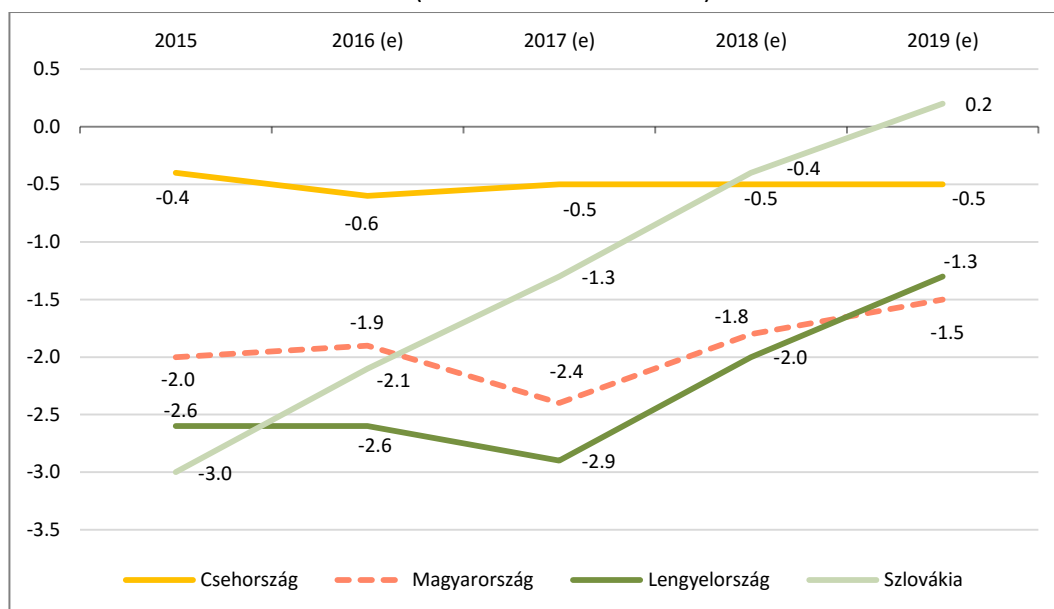
Forrás: IMF Fiscal Monitor, 2016 April

A Valutaalap előrejelzése szerint az Egyesült Államok költségvetési egyenlege a következő években is jelentős hiányt mutathat, a világ négy legnagyobb gazdasága közül 2016–2021 között egyedül az USA költségvetési hiánya romolhat. Az előző gazdaságokkal ellentétben a német költségvetés az előrejelzési horizont egészében szufficites lehet, aminek következtében a tavalyi 71-ről 2020-ra 60 százalék alá csökkenhet az unió legnagyobb gazdaságának adósságrátája. A Valutaalap számításai alapján viszont az uniós költségvetési szabályokat is meghaladó német fiskális szigor komoly növekedési áldozattal járhat, ami nem csak az ország hosszú távú növekedési pályáját, de a német kormányzati költségek pozitív tovagyrúzó hatásai miatt a kelet-közép-európai gazdaságok rövid távú bővülését is negatívan érinti.

Az IMF várakozásai szerint az euróövezet fiskális folyamatai is folyamatosan javulhatnak a következő években, mivel Németország mellett a legtöbb tagállam elkötelezett költségvetési folyamatainak fenntartható pályára állítása mellett. Ennek ellenére 2015-ről 2016-ra az eurózóna költségvetési hiánya mindössze 0,1 százalékponttal mérséklődhet, ráadásul nőhet az euróövezet kamatfizetések nélküli hiányszámot mutató elsődleges egyenlege. Tavalyhoz képest várhatóan az eurózóna konjunkturális hatásoktól szűrt ciklikus egyenlege is enyhén romolhat, ami alapján a valutaövezet költségvetési egyenlege idén a gazdasági növekedés által lehetővé tennél kevésbé javul. Így az eurózóna költségvetési hiánya idén inkább a laza monetáris kondíciók miatti alacsony államháztartási kamatkidadás és a gazdasági növekedés gyorsulása, mint megszorító jellegű intézkedések hatására csökken.

2017-től kezdve az IMF várakozásai szerint csökkenő pályára állhat az euróövezet ciklikus egyenlege is, amivel párhuzamosan az eurózóna költségvetési hiánya is dinamikusan mérséklődhet a következő években. A gazdasági növekedéssel párhuzamosan bővülő foglalkoztatás főként a magas munkanélküliséggel küzdő déli tagállamok költségvetésének kiadási oldalát mérsékelheti, miközben a tagországok költségvetési bevételeit a konjunktúra miatt emelkedő vállalati adóbefizetések gyarapíthatják. A következő öt évben folytatódhat az eurózóna GDP-arányos költségvetési kiadásainak a kibocsátásarányos bevételeknél gyorsabb ütemű mérséklődése, aminek hatására az euróövezet költségvetési hiánya nulla közelébe csökkenhet az előrejelzési időszak végére.

5. ÁBRA: A VISEGRÁDI ORSZÁGOK KORMÁNYZATAI ÁLTAL TERVEZETT KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEG (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: 2016-os tagországi konvergencia- és stabilitási jelentések

Az euróövezettel szemben a visegrádi országok többségének a következő években enyhén romolhat a fiskális egyenlege, a stabilitási jelentésében egyedül a szlovák kormányzat vázolt fel folyamatosan mérséklődő költségvetési hiányt. 2015-ről 2016-ra a tagállami

konvergencia- és stabilitási jelentések alapján egyedül a cseh költségvetési hiány nőhet, ami viszont 2017-től rendkívül alacsony, 0,5 százalékos szinten maradhat 2019-ig, az előrejelzési horizont végéig. A szlovák kormányzat a következő években dinamikusan csökkentené költségvetési deficitjét: előrejelzésük szerint a tavalyi 3-ról idén 2,1 százalékra csökken a hiánymutató, sőt, 2019-től kezdve akár szufficites is lehet északi szomszédunk költségvetése. Kormányzati várakozások szerint 2016-ról 2017-re a magyar és a lengyel költségvetési hiány is emelkedhet, ám 2018-tól kezdve mindkét gazdaság hiányszáma ismét csökkenő pályára állhat.

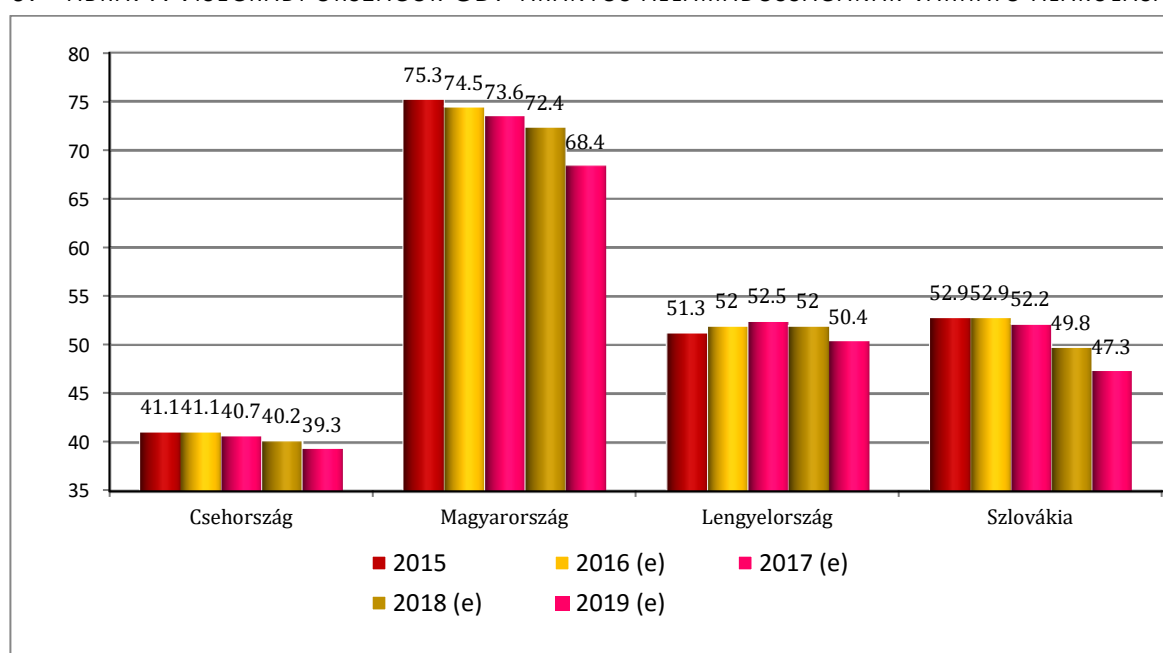
2015-ben a cseh költségvetési hiány messze felülmúlta az 1,9 százalékos várakozásokat: a mindössze 0,4 százalékot kitevő hiányszám egyrészt az uniós forrásokból megvalósuló beruházások költségvetési bevételeket növelő hatásának, másrészt a bővülő profitabilitás miatt éves szinten 6,8 százalékkal emelkedő vállalati adóbefizetéseknek a következménye. Bár idén erősen visszaeshet az uniós forrásokból finanszírozott beruházások volumene, ezt várhatóan megfelelően kompenzálhatják a privát beruházások, ami miatt az előző uniós ciklus lehívható forrásainak kifutása kevésbé veti vissza a kormányzati bevételeket. A cseh kormányzat idén három új intézkedéstől várja az adóbevételek bővülését: a számítások szerint a szociális hozzájárulási adó és a dohánytermékek jövedéki adójának növelése egyaránt 0,1–0,1, míg az újonnan bevezetett áfabefizetési szisztéma gazdaságfehérítő hatása a GDP 0,2 százalékaival bővítheti a kormányzati bevételeket. Ezzel szemben a közszféra béremelése, a megnövekvő egészségügyi kiadások és a nyugdíjak emelése összességében a kibocsátás 0,6 százalékaival emelheti a költségvetés kiadási oldalát, ami miatt 2015-ről 2016-ra várhatóan enyhén romlik a cseh költségvetési hiány. A kormányzati szektor béremelése várhatóan a következő években is nyomást helyezhet a hiánymutatóra, ám a cseh kormányzat előrejelzése szerint ezt ellensúlyozhatja az online pénztárgépek 2017-től való bevezetésének gazdaságfehérítő hatása.

A lengyel költségvetési folyamatokat leginkább az új kormányzat családtámogatási politikája határozza meg, ami miatt várhatóan a konvergenciajelentés készítése során elfogadott programok költségeivel még nem számoló, 2,6 százalékos ideai hiányszám tovább növekedhet. Az új lengyel kormányzat által meghirdetett 500+ program az alacsony lengyel születésszámot kívánja növelni úgy, hogy a legalább két gyermeket nevelő családok anyagi helyzetüktől függetlenül, gyermekenként havi 500 zlotys (közel 35 ezer forintos) támogatásban részesülnek. Az Európai Bizottság a program 2016-os költségét a GDP 0,9 százalékára teszi, és júliusi indulása miatt így könnyen elképzelhető, hogy a lengyel költségvetési hiány idén meghaladja a 3 százalékos maastrichti kritériumot. A program költségeinek fedezésére a kormányzat a korábbi tervekkel ellentétben várhatóan nem csökkenti 2017-ben az általános áfakulcsot, valamint új adót vethet ki a kiskereskedelmi és pénzügyi szektorra. Középtávon a többi visegrádi államhoz hasonlóan Lengyelország is az adóbeszedés hatékonyságának növeléséből, valamint a gazdaság fehérítésétől várja

adóbevételei bővülését, amit a lengyel kormányzat a készpénzes forgalom korlátozásával kíván felgyorsítani. Az ország fiskális folyamatai a közeljövőben is komoly változásokon eshetnek át, mivel az új kormányzat, választási ígéretéhez híven, a következő években csökkentené az öregségi nyugdíjkorhatárt és az alacsony keresetűek adóterhelését, amiknek egyenleget rontó hatását várhatóan az áfakulcsok növelésével kompenzálná a kormány.

A visegrádi országok közül a leggyorsabb hiánycsökkentési pályát a szlovák kormányzat vázolta fel stabilitási jelentésében, a javuló hiányszám mögött leginkább a gazdasági növekedés gyorsulása és a régiós összevetésben is magas, júliusban 9,7 százalékot kitevő munkanélküliségi ráta csökkenése játszhat szerepet. A szlovák kormányzat idén tovább csökkenti az alacsony, a 380 eurós minimálbér és 494 euró közötti bruttó keresetűek egészségügyi hozzájárulását, valamint bővíti az alacsonyabb áfakulcs alá eső termékek körét: a két intézkedés együttesen közel 0,3 százalékponttal ronthatja az ország költségvetési egyenlegét. A következő két évben északi szomszédunk költségvetését két infrastrukturális beruházás, a PPP konstrukcióban finanszírozott pozsonyi körgyűrű építésének és a Jaguar Land Rover autógyár számára létesítendő ipari park kezdeti költségei is terhelik, amik összességében a szlovák GDP 1,1 százalékára rúghatnak. A közeljövőben kiépítendő új autóiipari kapacitásoknak is köszönhetően a szlovák kormányzat a kibocsátás növekedési ütemének folyamatos bővülésével számol, várakozásuk szerint a 2019-es éves GDP-növekedés 4,6 százalékot tehet ki. A gazdaság fehéredésén túl a szlovák költségvetési hiány szinte egyedül a gyors növekedés miatt bővülő adóbevételek miatt csökken, ami miatt az ország által felvázolt fiskális pálya rendkívül érzékeny a komoly kockázatokkal övezett világgazdasági növekedési folyamatokra.

6. ÁBRA: A VISEGRÁDI ORSZÁGOK GDP ARÁNYOS ÁLLAMADÓSSÁGÁNAK VÁRHATÓ ALAKULÁSA



Forrás: 2016-os tagországi konvergencia és stabilitási jelentések

A tagországi jelentések alapján valamennyi visegrádi állam adósságrátája csökkenhet 2015–2019 között, jelenleg növekvő pályán egyedül a lengyel GDP-arányos adósságállomány áll. A visegrádi négyek közül a legalacsonyabb mértékben Csehország adósságrátája mérséklődhet, ami viszont az előrejelzési horizont végén akár 40 százalék alá is csökkenhet. A gazdasági növekedés várható gyorsulásával párhuzamosan a szlovák adósságrátája 2017-ben a lengyel alá csökkenhet, ráadásul a lengyel kormányzat választási ígéreteinek beváltása a növekvő költségvetési hiányon keresztül a vártnál nagyobb mértékben bővítheti az ország adósságállományát. A régióban legnagyobb mértékben a magyar adósságállomány csökkenhet, ám a konvergenciajelentés alapján hazánk adósságrátája 2019-ben is meghaladhatja a 60 százalékos maastrichti kritériumot, ugyanakkor a folyamatosan csökkenő GDP-arányos adósságállomány miatt hazánk a közeljövőben is teljesíti a maastrichti kritériumrendszerét.

Az IMF előrejelzése szerint a világ nagyobb gazdaságai közül Németország adósságállománya csökkenhet a leggyorsabb ütemben, mely a 2015. év végi 71-ről 2020-ra 58,4 százalékra eshet. A Valutaalap várakozása szerint a nagyobb uniós tagállamok közül az olasz és a spanyol adósságrátája idén, míg a francia jövőre tetőzhet, a teljes eurózóna adósságrátája pedig folyamatosan, a tavalyi év végi 93,3 százalékról 2020-ra 85 százalék közelébe süllyedhet. Az Egyesült Államok adósságrátája idén tetőzhet, és mivel öt év alatt a ráta mindössze 1,5 százalékponttal csökkenhet, az USA adósságállománya 2020-ban is meghaladhatja egyéves bruttó kibocsátását. A következő években a japán adósságrátája kismértékben tovább nőhet, és az előrejelzési horizont egészében a GDP 250 százaléka körül ingadozhat, ami miatt továbbra is kérdéses a japán fiskális folyamatok hosszú távú fenntarthatósága.

Egységesebbé válhat az európai adórendszer

Az Európai Bizottság döntése következtében jelentősen javulhat az idei évre várt ír költségvetési hiány: a Bizottság az Apple ír leányvállalatát közel 13 milliárd euró megfizetésére kötelezte, ami nagyságrendileg az idei évre várt ír GDP 5,6 százaléka. Az adó kivetése a Bizottság trösztellenes szabályozása miatt szükséges, mivel korábban az ír kormányzat jelentős adókedvezményt nyújtott az Apple leányvállalatának, aminek hatására az amerikai vállalat 1991–2007 között mindössze profitjának 0,5–1 százalékát fizette be az ír államháztartásba. A Bizottság négy hónapot adott az ír pénzügyminisztériumnak a pontos adóhátralék kiszámítására és behajtására: bár az Apple részvények értéke a döntés hatására 0,8 százalékkal csökkent, a büntetés alig mérsékli a vállalat több 200 milliárd dolláros készpénzállományát.

A Bizottság döntése jelentős visszhangot váltott ki Írországban és az Egyesült Államokban is. Meglepőnek tűnő módon Michael Noonan pénzügyminiszter az ír adórendszer integritásának védelmében fellebbez a határozattal szemben, míg az amerikai kongresszus az

európai vállalatok extra adóztatását vizsgálta, habár a Bizottság több európai vállalatot is kötelezett már adóhátralékának megfizetésére.² Az Apple vezetése szintén fellebbez a döntéssel szemben, mivel nem sértették meg az ír adótörvényeket és valamennyi rájuk kirótt adót megfizettek. Meglátásunk szerint ugyanakkor a bizottság döntése nem is az Apple törvényellenes adózási gyakorlata, hanem az európai közösség számára összességében hátrányos ír adótörvények ellen irányult, amely törvényessé tette az amerikai vállalat rendkívül alacsony adóterhelését.

Végső soron a döntéssel a Bizottság célja az, hogy felszámolja az unión belüli, tagállamok közötti adóversenyt és növelje az uniós adórendszerek harmonizációját. A bizottság határozata hosszabb távon megítélésünk szerint Írország mellett főként Hollandiát és Luxemburgot sújthatja, melyek kedvező társasági adórendszerük miatt jelenleg is a multinacionális vállalatok kedvelt európai célpontjai. Bár ezen cégek kevés adót fizetnek az adott tagállamban, működésükön keresztül növelik annak GDP-jét és enyén a foglalkoztatását is, mivel a multinacionális vállalatok jellemzően a számukra kedvező adózási feltételeket nyújtó tagállamban működtetik európai központjukat. Az uniós adórendszer kiskapuinak megszüntetése némely elemző szerint középtávon akár enyhe recesszióval is járhat némely tagállam számára, mivel az adókedvezmény megszűnésével a multinacionális vállalatok központjukat az unión kívülre, ám uniós piacokhoz hozzáférő államokba helyezhetik.³ Az e-kereskedelem adóztatásának változtatása – aminek hatására az interneten eladott termékek a teljesítés, és nem a vállalat székhelye szerinti uniós tagállamban adóznak – korábban már jelentős költségvetési problémát okozott Luxemburnak, ami miatt annak 2015-ben 15-ről 17 százalékra kellett emelnie általános adókulcsát.

Hosszabb távon az uniós adóharmonizáció nem csak a fent említett tagállamok, hanem az Egyesült Államok fiskális folyamatait is jelentősen érinti, ami miatt az amerikai Kincstár munkatársai több ízben is egyeztettek uniós döntéshozókkal. A korábban fennálló ír jogszabályok alapján például az Apple összes 2014-es európai eladása után Írországban regisztrálta profitját, aminek mindössze 0,5 százalékát fizette be az ír költségvetésbe, miközben ennek többszörösét utalta át az amerikai anyavállalatnak kutatás-fejlesztés ösztönzése címén.

² Wall Street Journal Online: *Apple Ordered by EU to Repay \$14.5 Billion in Irish Tax Breaks*. 2016.08.30.

³ Wall Street Journal Online: *Brexit May Make U.K. More Attractive to Multinationals After EU's Apple Ruling*. 2016.08.30.

2,6 százalékkal nőtt a magyar gazdaság 2016 II. negyedében

A magyar gazdaság 2016 II. negyedében újra lendületesen növekedett. Ennek oka a turisztikai és egyéb piaci szolgáltatások iránti jelentős keresletbővülés, az ipari növekedés dinamizálódása és a mezőgazdasági termelésnek kedvező időjárás. Továbbra is komoly fékező hatást gyakorol a GDP-re az európai uniós támogatások felhasználásának költségvetés ciklus-váltás miatt bekövetkezett visszaesése a beruházások terén, ami elsősorban az építőipar folytatódó, két számjegyű csökkenésében jelenik meg termelési oldalon. Ennek következtében a bruttó állóeszköz-felhalmozás összességében 20 százalékos visszaesést mutat az egy évvel korábbi magas bázishoz képest.

A háztartások fogyasztásának lendületes bővülése az előző negyedévhez hasonló mértékben, gyorsuló ütemben folytatódott. A háztartási fogyasztás bővülésének erejét mutatja a nyers adatok szerinti 5,1 százalékos növekedés mellett, hogy míg a jelentős beruházás-visszaesés 2,8 százalékponttal rontotta a növekedést, a háztartási fogyasztás 2,5 százalékponttal javította azt. Így a közösségi fogyasztással együtt összességében 3,1 százalékponttal járult hozzá a növekedéséhez. Kedvező változás állt be a kereskedelmi többlet alakulásában is. Az export növekedési üteme újra meghaladja az importét, ami következtében újra a növekedés húzóerejévé vált a nettó export, és 2,4 százalékponttal segítette a GDP bővülését a II. negyedévben, szemben az előző negyedévekkel, ahol egyre fogyatkozott, végül visszahúzó hatásúvá vált. Az ipari termelés kezdi visszaszerezni az előző negyedévben megtört lendületét, 3,9 százalékkal növekedett. A mezőgazdaság számára kedvező volt az idei tavasz, és a tavalyi alacsony bázishoz képest 13 százalékot ugrott a kibocsátása, amelynek következtében a GDP növekedési üteméhez 0,4 százalékponttal járult hozzá. Az építőipar továbbra is szenved az uniós támogatások visszaesésétől, miközben az otthonteremtési ösztönzők még nem éreztették hatásukat. Így 24 százalékos volt az ágazat visszaesése a II. negyedévben, amely pont annyival rombolta a növekedési adatot, mint amennyivel az ipar segítette, 0,9 százalékponttal. A szolgáltató szektor tartotta a korábbi bővülés ütemét, így a GDP-növekedéshez való növekvő arányú hozzájárulása 1,8 százalékpont.

A munkaerőpiacot 2016 II. negyedében is dinamikus bővülés jellemezte mind a foglalkoztatás, mind pedig az aktivitás esetében. A munkanélküliségi ráta a rendszerváltás óta nem látott szintre, 5,2 százalékra mérséklődött (szezonálisan kiigazított adatok alapján). Pozitív tendencia, hogy csökkent a tartós munkanélküliek száma, de ez elsősorban a közfoglalkoztatás bővülésének köszönhető. A bruttó átlagbér 5,8 százalékkal nőtt egy év alatt a közsféra bérrendezéseinek és a munkaerőhiány bérfelhajtó hatása következtében. A nettó keresetek, az szja-kulcs csökkentése és az alacsony infláció miatt 7,6 százalékkal növekedtek éves szinten a második negyedévben.

2016 II. negyedévében defláció jellemezte a gazdaságot: míg áprilisban 0,2 százalékos inflációt mértek az előző év azonos időszakához viszonyítva, addig júniusban már 0,2 százalékos deflációt figyeltek meg a gazdaságban. Júliusban is 0,3 százalékkal mérséklődtek az árak, míg augusztusban 0,1 százalékos volt a csökkenés. A deflációhoz jelentősen hozzájárultak a historikusan alacsony szintre süllyedő olajárak, a mérsékelt külső infláció, valamint a sertéshús, a tej, a sajt, valamint az egyéb cikkek árának nagymértékű csökkenése. Az infláció 2018 végére érheti el a kitűzött 3 százalékos szintet. A Magyar Nemzeti Bank kommunikációja alapján a kamat változtatására 2017 végéig nem számítunk, az infláció felpörgetéséhez valószínűleg nem konvencionális eszközöket alkalmaz majd a jegybank

Sem a Fed, sem pedig az Európai Központi Bank nem változtatott a monetáris kondícióin az elemzett időszakban. A Brexit hatására azonban a Bank of England a 0,5 százalékos alapkamatát 0,25 százalékra vágta vissza, amely lépés a piaci turbulenciák kezelését és a konjunkturális kilátások kedvezőtlenebbé válásának tompítását szolgálta.

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa a nyár folyamán mindhárom kamatdöntő ülésén egyaránt változatlanul (0,9 százalékon) hagyta az irányadó kamatát. Továbbá júliusban nem konvencionális eszköztárában módosítást hajtott végre. Egyrészt a jegybank a 3 hónapos jegybanki betétet az eddigi heti gyakoriság helyett csak havonta tenderezteti. Továbbá 2016 októberétől kezdődően az MNB korlátozza a tenderen elfogadott banki ajánlatok mennyiségét. Ennek mértékéről az MNB egyelőre még nem nyilatkozott, de az egyértelmű, hogy a jövőben a jegybanki betétből kiszoruló likviditás több helyen is megjelenhet – az állampapírpiacon és a bankközi forintpiacon. Amennyiben jelentősebb összeg jelenik meg az állampapírpiacon, az lefelé nyomja a hozamokat, csökkentve ezáltal az állami kamatkidadásokat. A bankközi BUBOR-piac felé terelődő likviditás a vállalati hitelek költségének zsugorodását okozhatja a BUBOR-referenciakamaton keresztül.

Az NHP III. keretében a nyár folyamán a jegybank elkezdte közölni adatait (60 milliárd forint feletti összeg esetére ígérte ezt meg), amely szerint 2016 szeptemberének elejére leszerződött összeg nagysága elérte a 203 milliárd forintot. Az összeg nagyobbik részét a program forint lábában (147 milliárdot a rendelkezésre álló 400 milliárdból), míg kisebb összeget (56 milliárdot a 300 milliárd forintnyi euró keretéből) a deviza lábában kötötték le a mikro-, kis- és középvállalatok.

Legfrissebb előrejelzésünk legfontosabb mutatója, a GDP várható növekedése nem tér el az előző előrejelzésben szereplőtől: az idei évre 2,1 százalékos, míg a jövő évre 3,2 százalékos növekedést várunk. A prognózis változatlanságához hozzájárult, hogy a II. negyedéves adatok szerint a gazdaság I. negyedéves gyengébb növekedése várakozásunknak megfelelően átmenetinek bizonyult, és a II. negyedévben a gazdaság 2,6 százalékkal (a szezonálisan kiigazított adatok szerint 1,8 százalékkal) tudott növekedni. Változott ugyanakkor a növekedés egyes összetevőire vonatkozó előrejelzésünk. A fogyasztás növekedése az idén a

korábban vártnál is dinamikusabb, 4,6 százalékos lehet a második negyedéves kedvezőbb adatnak is köszönhetően. Ehhez idén és jövőre is hozzájárul a bérszínvonal erőteljes növekedése, a munkanélküliség csökkentése, valamint idén a személyi jövedelemadó kulcsának mérséklése, amely tényezők nyomán bővül a háztartások rendelkezésre álló jövedelme. Szintén a fogyasztás növekedésének irányába hat a háztartások óvatossági motívumának oldódása: a stabilabbá váló makrogazdasági környezet és a mérséklődő hitelproblémák nyomán a háztartások bátrabban mernek fogyasztásra költeni. Fontos hangsúlyozni azonban, hogy a háztartások fogyasztási kiadásának várható bővülése (szemben a 2008-as válság előtti időszakkal) nem eladósodásból, hanem a növekvő rendelkezésre álló jövedelemből ered. Rontottunk ugyanakkor a beruházásokra vonatkozó előrejelzésünkön: a vártnál kedvezőtlenebb II. negyedéves adat hatására az idei év egészére 9,9 százalékos mérséklődést várunk. Ehhez elsősorban az első két negyedév gyenge adata járul hozzá, amit az uniós pályázatokból érkező források átmeneti kiesése okoz: a magyar vállalkozások a jelek szerint megvárják, amíg olcsóbban tudják beruházásaikat elvégezni a közösségi források segítségével. Ugyanakkor a II. félévben az I. félévesnél némileg kedvezőbb lehet a kép, részben a Családi Otthontermelési Kedvezmény hatásának is köszönhetően. Az új lakások számának növekedését elősegítheti az új lakások áfájának és a bürokratikus terheknek az év elején bekövetkezett csökkentése. A külkereskedelemre vonatkozó előrejelzésünk alig változott júniushoz képest: a nettó export idén jelentősen hozzájárulhat a gazdaság növekedéséhez, míg jövőre ez a hozzájárulás már jelentősen mérséklődhet a beruházások importigénye miatt. Modellünk eredményei szerint a kibocsátási rés értéke a II. negyedévben – elsősorban az I. negyedéves kedvezőtlenebb növekedési adat hatására – még negatív volt, ám a III. negyedévben a kibocsátási rés már záródhat, és a gazdaság teljesítménye meghaladhatja a potenciális szintjét.

Előrejelzésünk alapján a munkaerőpiac növekedése idén tovább folytatódik, majd jövőre lelassul. A foglalkoztatottak száma 2016-ban várhatóan 4,33 millió főre emelkedik, ami 2017-ben 40 ezer fővel tovább emelkedhet. Ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta idén 5,3 százalékos szintre csökken, ami a tavalyi értéknél 1,5 százalékponttal alacsonyabb, majd 2017-ben tovább csökken 4,8 százalékra. A bruttó bérekre számos tényező kedvező hatást gyakorol, így az átlagkereset idén 6, jövőre 5,3 százalékkal emelkedhet. Ez reálértéken 6, illetve 4 százalékos növekedést jelent.

A pénzromlás üteme várakozásaink szerint továbbra is mérsékelt marad, amihez egyaránt hozzájárul az olajárak alacsony szintje, illetve a mérsékelt külső inflációs környezet. Az inflációra vonatkozó előrejelzésünket kismértékben mérsékeljük a bejövő új adatok, valamint a kedvezőbb mezőgazdasági termés miatt: a magasabb kínálat az élelmiszerek árának csökkenéséhez vezethet. Ennek megfelelően idénre 0,1 százalékos, jövőre 1,3 százalékos inflációt várunk, tehát az infláció mértéke várhatóan alacsony lesz, és elmarad a

jegybank céljától. Ezt némileg meghaladja a maginfláció várt mértéke, amely az előző előrejelzésünkhöz képest alig módosult (1,3, illetve 2,1 százalék).

Várakozásaink szerint az alapkamat szintje 2017 végéig változatlan, 0,9 százalékos lesz, azaz a jegybank az alacsony infláció ellenére sem csökkent kamatot, inkább nem konvencionális eszközöket (például a 3 hónapos betétbe befogadott pénzmennyiség korlátozása) alkalmaz majd. A változatlan kamatszint fenntartását indokolja a maginfláció alapkamatot meghaladó szintje is.

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	4,6	3,6
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	1,2	-9,9	4,3
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	8,4	7,2	6,2
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,7	6,8	6,6
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	8,1	9,8	10,0
Fogyasztóiár-index (%)	-0,1	0,1	1,3
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,35	0,9	0,9
Munkanélküliségi ráta (%)*	6,8	5,3	4,8
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,2	6,0	5,3
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,4	5,1	5,2
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,8	7,2	8,2
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,0	-1,7	-1,9
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	2,1	1,8	1,9

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.

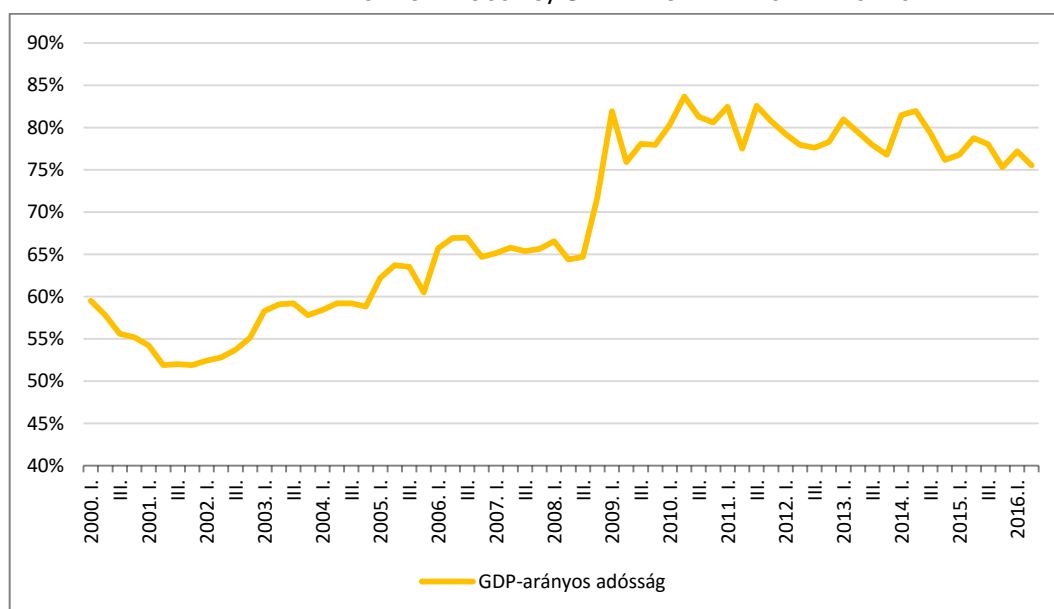
Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

Tovább csökkent az államadósság devizaaránya

Adósságfinanszírozás

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2016 második negyedévében 25 900 milliárd forint volt, ami a GDP 75,5 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 78,7 százalék után. Az adósság csökkenésében a nettó hiteltörlesztés 306 milliárdos mértékben játszott szerepet, míg a devizaadósság felértékelődése ennek hatását 58 milliárd forinttal gyengítette. Az adósság csökkenését az alacsony nettó kibocsátás mellett az is okozza, hogy Magyarország visszafizette az Európai Bizottságnak április elején a 2008-as hitelcsomag utolsó 1,5 milliárd eurós részletét.

7. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA

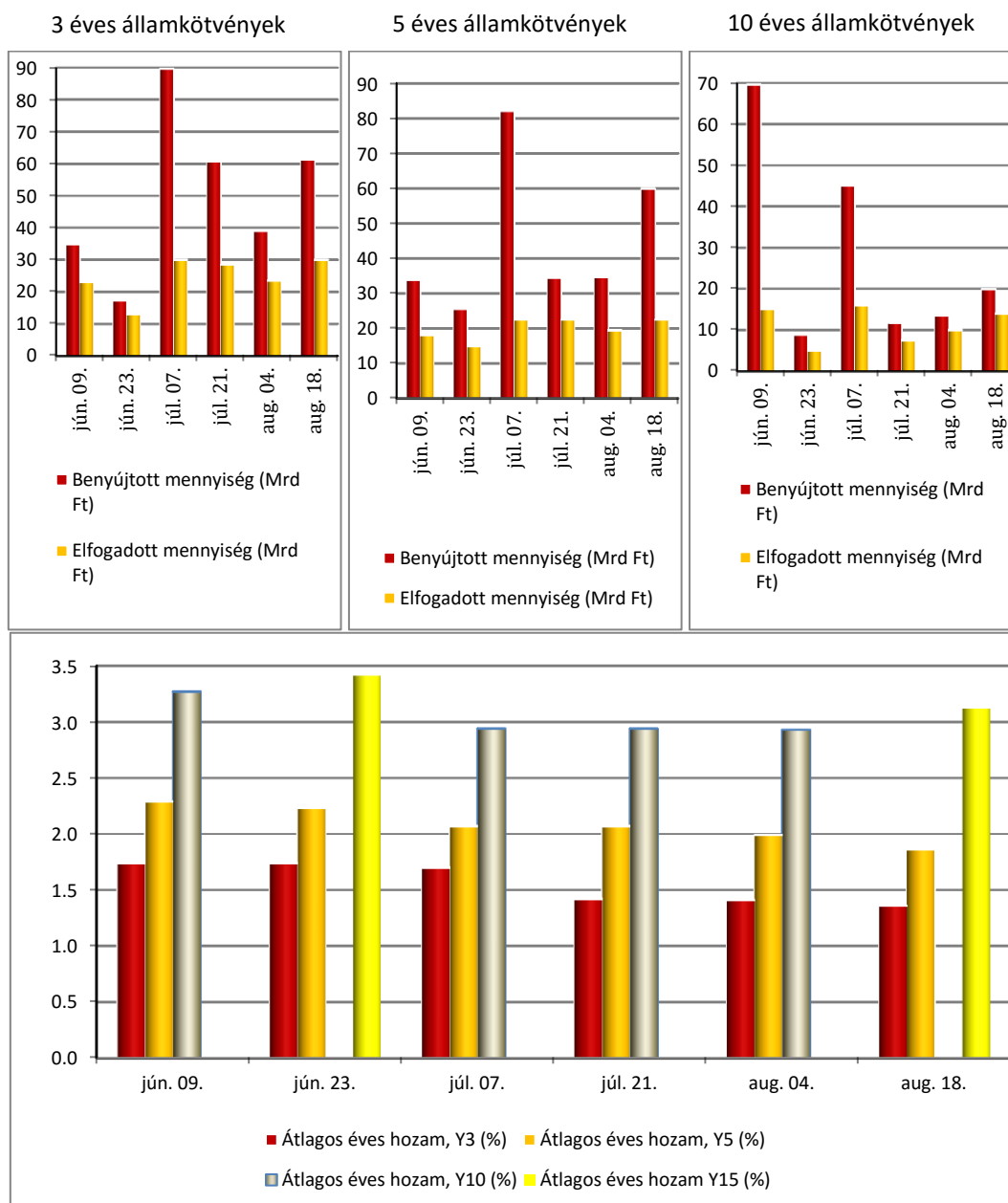


Forrás: Eurostat, MNB

Az állampapírpiazi aukciókon elért hozamok minden futamidőre estek, és a csökkenés mértéke a futamidő függvényében hasonlóan alakult. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében 51 bázisponttal csökkentek, míg az egyévesnél 33 bázisponttal estek a hozamok. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 38 bázispontos, az 5 éves lejárat esetében 40 bázispontos, míg a 10 éves állampapíroknál 34 bázispontos hozamesés volt megfigyelhető. A 15 éves állampapíroknál két alkalommal volt kibocsátás a vizsgált időszakban, amelyből az utóbbi hozama jelentősen (29 bázisponttal) alatta maradt az idén májusi kibocsátás hozamának. A június elejétől szeptember elejéig tartó időszakban összességében mind az állampapírok, mind a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során előfordult olyan eset (összesen 19 alkalommal), amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben csak hat alkalommal (öt alkalommal diszkontkincstárjegy aukciónál, míg egy alkalommal a 10 éves államkötvény aukciónál), de

össességében mindkét értékpapírcsoportban a meghirdetethez képest markáns többletkibocsátás mutatkozott a június–augusztusi időszakban.

8. ÁBRA: AZ ÁLLAMKÖTVÉNY-AUKCIÓK MENNYISÉGI ÉS HOZAMADATAI



Forrás: ÁKK Zrt.⁴

Az elmúlt időszakban a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során a 12 hónapos DKJ-nél 5 alkalommal, míg a 3 hónapos DKJ-nél nem volt olyan eset, amikor az elfogadott mennyiség kisebb volt a meghirdetett összegnél. Az időszak egészét tekintve az ÁKK jelentős mennyiségű, 337 milliárd forint értékű többletkibocsátást hajtott végre a meghirdetett

⁴10 éves államkötvényből 2016. június 23-án és augusztus 18-án nem volt aukció. 15 éves kötvényből viszont csak ezen a két napon volt aukció a vizsgált időszakban.

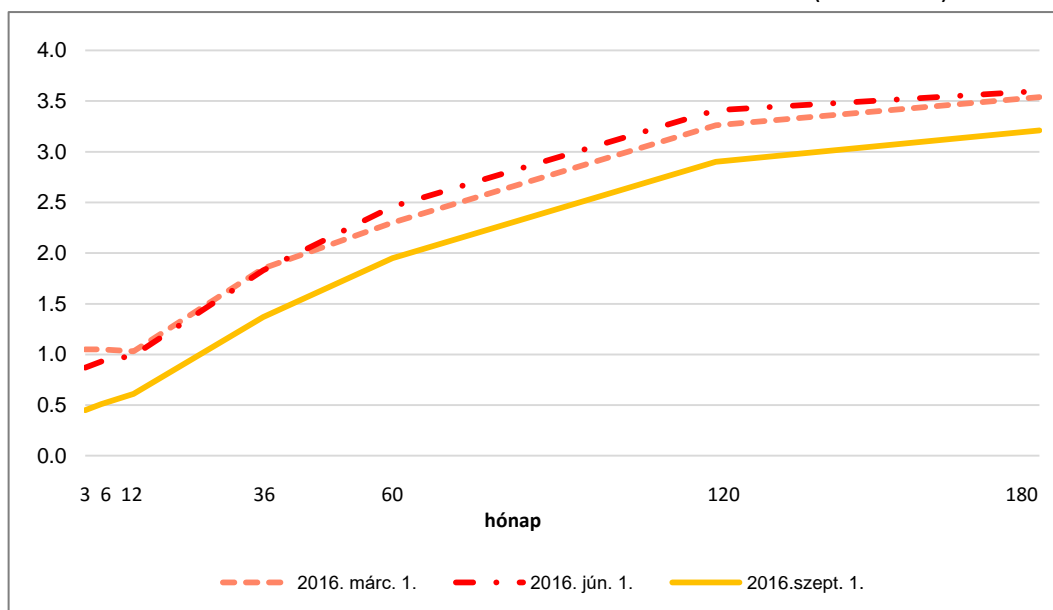
összeghez képest a diszkontkincstárjegyek esetében. Az éven túli papíroknál a vizsgált időszakban egy alkalommal (a 10 éves állampapír aukciónál) volt olyan eset, amikor a meghirdetettnél kevesebbet fogadott el az ÁKK. Összességében 83 milliárd forinttal többet fogadott el a meghirdetetthez képest, és további 84 milliárd forint többletkibocsátás történt.

Az MNB igyekszik a kamatcsere- (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 jegybanki kéthetes betétet, a kereslet is fokozatosan csökkent az IRS iránt. Ezért 2016. július 7-én a magyar jegybank a kamatcsere eszközt kivezette.

Ennek ellenére az figyelhető meg a másodlagos állampapírpiacra, hogy a hozamok a jegybanki önfinanszírozási program folytatásaként értelmezhető lépéseknek köszönhetően nem csak a rövid hozamoknál csökkentek, hanem a teljes hozamgörbe lefelé tolódott. A hozamgörbe rövid futamidejű végén 42 bázisponttal csökkent, míg a hosszú futamidejű végén (15 éves állampapíroknál) 39 bázisponttal esett a hozam. A köztes rövid- és hosszú lejáratoknál a hozamok közel azonos mértékben, 38 és 51 bázisponttal csökkentek. Az a tény, hogy a 3 hónapos diszkontkincstárjegyek hozama 45 bázisponttal alacsonyabb a jegybanki alapkamatnál (0,9 százalék) egyrészt jelentheti azt, hogy az önfinanszírozási program folytatásaként a piacon rendkívül nagy a likviditás, másrészt azt, hogy a piaci szereplők kamatvágást várnak, még ha nem is ilyen mértékűt.

A határidős kamatmegállapodások (FRA) piacán a bankok 0,7 százalékon kötnek üzleteket, azaz a jelenlegi jegybanki alapkamatnál 20 bázisponttal alacsonyabb kamat mellett üzletelnek a 9 hónap múlva induló 3 hónapos futamidejű lejáratra. Ez azt jelenti, hogy a bankok a jegybanki alapkamat további 20 bázispontos csökkentését várják a közeli jövőben. Az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány, 3481 milliárdról 3605 milliárd forintra emelkedett.

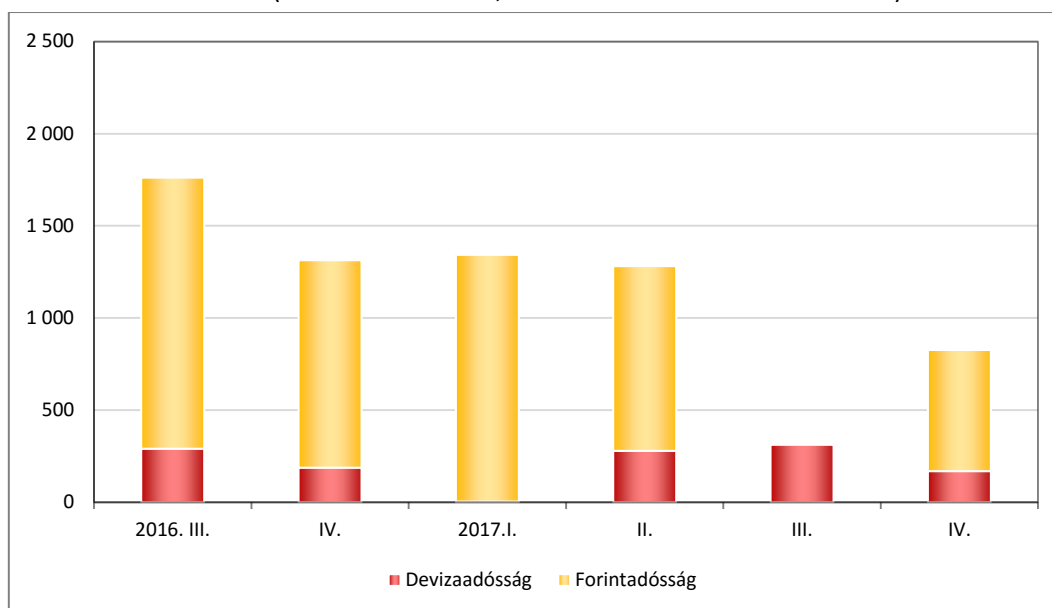
9. ÁBRA: A REFERENCIAHOZAM-GÖRBE VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK)



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. július végére így a kifejezetten a lakoságnak szánt állampapírok állománya 4542 milliárd forintra emelkedett. Az euróban denominált prémium államkötvénnyel (P€MÁK) együtt a teljes volumen közel 4828 milliárd forint. Az államadósság devizaaránya tovább csökkent, az április végi 29,3 százalék után 2016 júliusának végén 27 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.

10. 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 2016 III. és IV. negyedévében jár le a közeljövőben nagyobb devizaösszeg. Habár a külső sérülékenység jelentősen csökkent az elmúlt időszakban és az államadósság devizaaránya 27 százalékosra zsugorodott, az árfolyamkockázatot (EUR/HUF) tekintve markánsan módosulhat a lejárat összeg forint ellenértéke.

Az ÁKK által kibocsátott devizakötvények jellemzően fix kamatozásúak. Így volt ez a 2016. július 18-án lejárt euróban kibocsátott kötvénnyel is. Az euróban denominált állampapírok közül néhány nem fix kamatozású volt és korábban lejárt, továbbá az EURIBOR-hoz mint bankközi piaci referenciakamathoz voltak kötve. Az 1 milliárd eurós hitel futamideje 10,5 év volt. Az év elején fennálló tőke alig volt alacsonyabb a kezdeti tőke nagyságánál, hiszen 870 millió eurót tett ki. Az ország külső sérülékenysége csökken, ha kisebb az államadósság devizaaránya, amely az önfinszírozási program egyik alappillére. Ez a kötvény nem került megújításra devizában, azaz az ÁKK nem bocsátott ki újabb devizakötvényt, így az állomány csökkent.

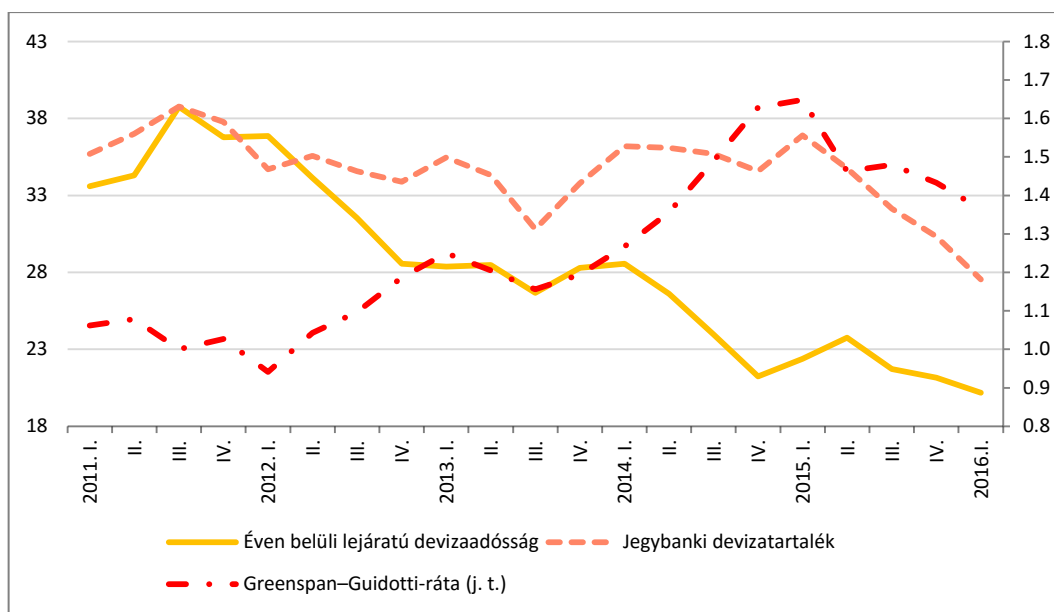
Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2016. december vége óta az MNB devizatartalékai tovább csökkentek, és 2016. március végén 33,1 milliárd eurót tettek ki. A nemzetközi tartalékok szintjének 2016. márciusi csökkenésében az alábbi tényezők játszottak meghatározó szerepet:

- Az ÁKK és a MÁK devizaműveleteinek hatása közel –1,2 milliárd euró volt, melynek nagyobb része egy angol font kötvény lejáratához, kisebb része az ÁKK MNB-nél vezetett marginszámlájának a keresztárfolyamok változásából fakadó mérséklődéséhez kötődött.

- A lakossági devizahitelek forintosításához kötődő jegybanki devizaswap ügyletek lejáratái 2,9 milliárd euróval csökkentették a devizatartalékokat.
- Emellett kisebb mértékben egyéb tényezők is hozzájárultak a tartalékok mérséklődéséhez (pl. a devizatartalék keresztárfolyam-változásokhoz köthető átértékelődése).

Éven belüli devizakötelezettségekről a legutolsó adat 2016. I. negyedévről ismert. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékai jóval magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei. A mutató nevezője pedig – a rövid lejáratú külföldi adósság – az elmúlt időszakban némileg zsugorodott. Az ennek eredőjeként kialakuló 1,36-os Greenspan–Guidotti-ráta csökkent az előző negyedévhez képest, és továbbra is nagy mozgásteret enged a jegybank számára tartalékainak további csökkentésére. A jegybanki devizatartalékokról ismert legutolsó adat a 2016. július végi 24,6 milliárd euró, amely további jelentős csökkenést jelent.

11. ÁBRA: JEGYBANKI DEVIZATARTALÉK (MILLIÁRD EURÓ), KÜLSŐ ADÓSSÁG (MILLIÁRD EURÓ), GREENSPAN-GUIDOTTI-RÁTA ALAKULÁSA



Forrás: MNB, Századvég-számítás

A Növekedési hitelprogram egyes kérdéseiről

A 2016-ban indult NHP III első pillére immáron – a jegybank június 7-i döntésének köszönhetően – 400 milliárd forintos keretről szól, ahol a bankok 0 százalékon kapnak hitelt az MNB-től, míg ők maximum 2,5 százalékon 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 megfelelő euró. A

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

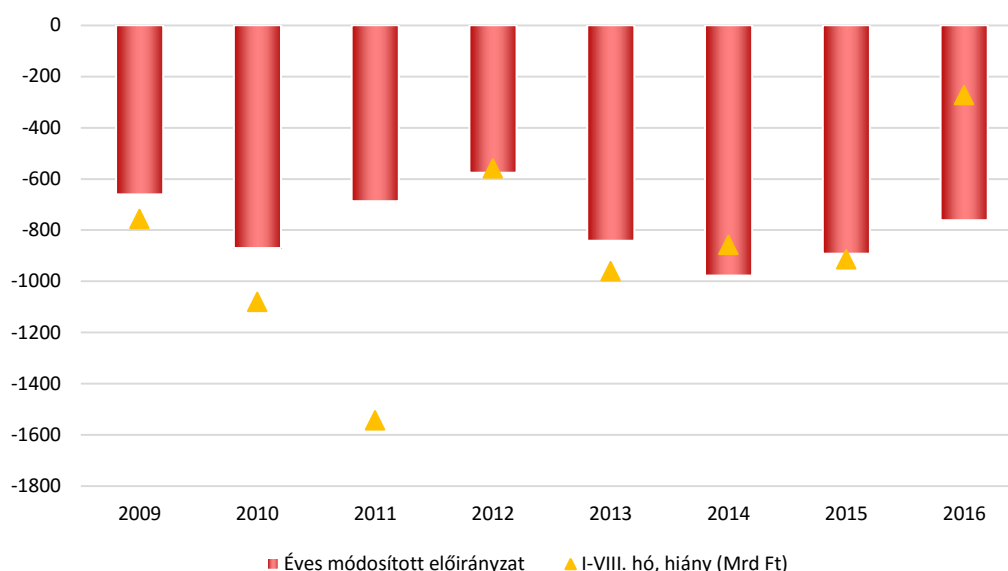
A programmal kapcsolatos kommunikációról az MNB úgy döntött, hogy 60 milliárdos összeg felett ad tájékoztatást havi rendszerességgel. Ezt a szintet 2016 júniusában érték el a kkv-k. A legfrissebb adatok szerint 2016. szeptember 2.-ig a III. pillér forint ágában 147 milliárd forintnyi hitelezés, míg a deviza ágában 56 milliárd forintnak megfelelő hitelezés történt. Az összesen 203 milliárd forintnyi szerződés, amely 8170 ügylethez és 6055 vállalkozáshoz kapcsolható, 68 százaléka új beruházási hitel, 32 százaléka pedig lízingügylet⁵.

⁵ A harmadik szakaszban forgóeszköz-finanszírozásra és hitelkiváltásra már nincs mód.

A vártnál kedvezőbben alakul az államháztartás hiánya

A 2016. év első nyolc hónapjában az államháztartás központi alrendszerének halmozott hiánya 274 milliárd forintra csökkent. A rendkívül alacsony hiány a szaktárca nyilatkozata szerint az elmúlt tizenöt év legkedvezőbb első nyolc havi adata. Augusztusban a központi költségvetés 371,7 milliárd forintos deficittel, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 25,7, az elkülönített állami pénzalapok pedig 72,0 milliárd forintos többlettel zártak. A halmozott hiányhoz a nyolcadik hónap a maga 190,8 milliárd forintos többletével járult hozzá, szemben a 2015-ös 20,8 milliárd forintos hiánnyal. Az első nyolc hónap – tavalyi évhez viszonyított – kedvezőbb teljesülése mögött a kedvező gazdasági folyamatok adóbevétel-generáló hatása és az egyéb tételek éven belül eltérő szerkezete áll.

12. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ NYOLC HAVI 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 a tavalyi és az idei év között jelentős eltérést okozó uniós programok 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. Ezekon az eltéréseken felül rendkívüli esemény volt idén augusztusban, hogy a tavaly előfinanszírozott uniós támogatások egy jelentős részét – 153,1 milliárd forintot – az Európai Bizottság az elmúlt hónapban folyósította Magyarország számára,

növelve a pénzforgalmi bevételeket. Ez a kedvező hiányban meg is mutatkozik, viszont ezt a kormány a korábbi évekre kellett könyvelnie, így ez az év végi, maastrichti hiányszámolás szempontjából irreleváns. Nem úgy az államadósság szempontjából, hiszen ezt a tételt a kormányzat annak csökkentésére fordíthatja. A másik, említésre érdemes eltérést a kiadási oldal jegyzi. Igaz, a részletes államháztartási adatokat a szaktárca csak a hónap második felében publikálja, annyi az előzetes tájékoztatás során kiderült, hogy augusztusban kiutalták a szeptemberi családi pótlékot és segélyeket is, hogy megkönnyítsék a családok számára az iskolakezdést. A megelőlegezett kiadások csak egyszeri átcsoportosításként értelmezhetők, amittől várhatóan a szeptemberi egyenleg kedvezően alakul majd.

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

Bevételek

Továbbra is folytatódnak a kedvező gazdasági folyamatok, amik a költségvetés adóbevételein is jól nyomon követhetők. Tendenciáiban a korábbi negyedévhez hasonló bevétel teljesülésre számítunk. Előrejelzésünk természetesen számszakilag módosult, hiszen az elmúlt negyedévben több tényadat is nyilvánosságra került, másfelől makrogazdasági előrejelzésünket is kiigazítottuk.

A gazdálkodói szervek befizetései a tavalyi évhez viszonyítva 7,6 százalékkal emelkedtek (55,7 milliárd forinttal), ami főképp a társasági adó- és az egyéb központosított bevételekre vezethető vissza. A *társasági adó* a tavalyi év azonos időszakához viszonyítva 38,4 százalékkal bővült, ami nominális értéken 79,1 milliárd forint bevételnövekedést jelent, szintén ezen az időhorizonton az *egyéb központosított bevételek* 21,4 milliárd forintos többletforrást produkáltak.

- ***A növekedési adóhitel-kedvezmény⁶ keretében a tavalyi év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőségnek köszönhetően 542 milliárd forint kedvezményt vettek igénybe a vállalatok. Ezt az igénybevételt követő két évben, nyolc egyenlő részben kell visszafizetniük a vállalatoknak. Így az idei évre 271 milliárd forintos többletbevétel jelentkezhetne a társasági adó soron. Mindezt azonban nem fizetik***

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

vissza teljes egészében, mert az adóhitel-kedvezményt a vállalatok egy része visszaforgatja beruházásaikba. A konstrukció feltételeiből adódóan idén 20 milliárd forintos igénybevétellel kalkulálunk, így a két ellentétes folyamat eredményeként összesen a Kormány által módosított társaságiadó-bevételek 42 milliárd forintos felülteljesülését várjuk.

- ***Az egyéb központosított bevételek esetében az eddigi folyamatok alapján 33,3 milliárd forintos felülteljesülést várunk.***

Negatívan hat a gazdálkodói befizetésekre a továbbra is alacsony olajárszint, ami miatt a *bányajáradék* soron az első hét hónapban 8 milliárd forinttal kevesebb pénz folyt be, mint tavaly ilyenkor. Az államilag támogatott hitelek csökkenése miatt a *hitelintézeti járadék* sor bevétele 2,1 milliárd forintra esett vissza, ami a bázisidőszaki értéknél 5 milliárd forinttal alacsonyabb. Gyengébb eredményt ér el a *játékadó* sor is, a bázisidőszakhoz viszonyítva 7,3 milliárd forinttal alulmúlja.

- ***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. A piac nagy átalakulásban van, az idei évben megreformálták az online szerencsejátékoknak helyet adó weboldalakat is. Ennek adóbevétel-generáló hatása egyelőre elmarad, a piaci viszonyok rendeződéséig kivárnak a fogyasztók. A felsorolt okok miatt 17 milliárd forinttal lefelé korrigáltuk előrejelzésünkben a várható bevételeket.***

A fogyasztásiadó-bevételek a tavalyi év azonos időszaki bevételével közel megegyeznek. Az általános forgalmi adó bevételei 2,1 százalékkal (35,7 milliárd forint) emelkedtek, így a fogyasztásbővülés eszerint ellensúlyozni képes az áfacsökkentésekkel (sertés-tőkehús, új lakás) járó bevételkiesést. A jövedéki adó sora 23,8 milliárd forinttal emelkedett (4,5 százalék), amit az üzemanyag és a dohánytermékek kedvezőbb értékesítési adatai hajtottak. A pénzügyi tranzakciós illeték bevételei 10 milliárd forinttal csökkentek. Az idei és a tavalyi év jövedéki adó teljesülését nehéz összevetni, azt két tényező is torzítja. Az egyik, hogy 2015-ben a népegészségügyi termékadót az alkoholdermékekre 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 részben a csomagolásra vonatkozó jogszabályváltozás miatt következett be, részben az idén szeptemberben elinduló adóemelés miatt. A pénzügyi tranzakciós illeték csökkenése háttérben pedig az illetékköteles tranzakciók körét érintő, 2015 januárjában életbe lépő jogszabályváltozások bevételre 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 adóbevétel-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 csökkentését. Mindezen tényezőket figyelembe véve 2016-ban a költségvetés áfabevételét 37,5 milliárd forinttal túltervezettnek találjuk, és a pénzügyi tranzakciós illeték 7,5 milliárd forintos alulteljesülését várjuk. A jövedékiadó-befizetések 39 milliárd forintos túlteljesítését prognosztizáljuk.

A lakosság befizetéseinél, hasonlóan a fogyasztási adókhoz, szintén folytatódik az előző év kedvező gazdasági trendje. A növekvő foglalkoztatásnak köszönhetően a személyi jövedelemadó bevételei az alacsonyabb kulcs ellenére is 1,4 százalékkal (14,2 milliárd forinttal) emelkedtek meg. Az illetékbecsítések is növekedtek 16,2 százalékkal (12,6 milliárd forinttal), ami az illetékköteles javakkal szemben is megemelte keresletét.

- ***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. Össességében a lakossági befizetéseknél 34 milliárd forintos többletbevételre számítunk, 24 milliárd forint többletre a személyi jövedelemadó során és 10 milliárd forintra az egyéb lakossági befizetések kapcsán.***

Kiadások

A központi alrendszer kiadási oldala a bázisidőszakhoz viszonyítva csökkent. E mögött egyrészt a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatokban megjelenő uniós kiadások, másrészt a kisebb tételek (mint az egyedi és normatív támogatások, a szociálpolitikai menetdíj-támogatások és a lakásépítési támogatások) mérséklődése mellett a kamatkiadások csökkenése áll.

Az egyedi és normatív támogatások január–augusztus közötti alakulását többnyire a közösségi közlekedés finanszírozására kifizetett összeg dominálta. A tétel a bázisidőszakhoz képest 5,4 százalékot (11,7 milliárd forint) csökkent.

A lakásépítési támogatások hosszú időszak után először emelkedtek, ha még csak 0,5 százalékkal is. A 2015 júliusában indult családok otthonteremtési kedvezménye programja elkezdett kibontakozni, azonban a lakásépítési támogatásoknak egyelőre még csupán az egész évre tervezett módosított előirányzat 42,3 százalékát fizették ki.

- ***Az elmúlt időszakban a legtöbb nagy kereskedelmi bank nyilvánosságra hozta a a családok otthonteremtési kedvezményével kapcsolatos információit. A piaci információkat figyelembe véve kutatóintézetünk továbbra is fenntartja korábbi***

becslését. Ennek megfelelően a módosított előirányzaton felül 50 milliárd forintos felülteljesülésére számítunk.

A központi költségvetési szerveket és fejezeti kezelésű előirányzatokat nettó módon szemlélve megállapíthatjuk, hogy 143 milliárd forinttal kedvezőbben alakul az idei egyenleg. A javulás mögött többnyire az európai uniós források év/év alapú változása áll. A bevételi és a kiadási oldalon is csökkentek az uniós forrásokhoz kapcsolódó értékek, míg a kiadási oldal szakmai fejezeti kezelésű előirányzatain belül a hazai forrásból finanszírozott kifizetések 35,6 százalékkal felülmúlták az előző év azonos időszakát. Ez azt jelenti, hogy azokat a beruházásokat, amiket a Kormány eredetileg európai uniós forrásból szándékozott finanszírozni, azt most kénytelen saját forrásból (adóbevételekből) kifizetni. Többek között a normatív tételek emelkedése, az egyes megyei jogú városok fejlesztése, közútfenntartás, az útdíjrendszerek működtetése és a tömeges bevándorlás kezelése is ezek közé a kiadások közé tartozik.

- ***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 forrásle hívások 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 forrásle hívások felgyorsítása, így az általunk becsült előirányzat tervszámait egyelőre helyben hagyjuk.***

A Nemzeti Foglalkoztatási Alap alá tartozó Startmunka-program során idén egy jelentős kiadásbővülést irányoztak elő. Jelenleg a sor alatt 19,6 milliárd forinttal több kiutalás történt, mint a tavalyi év azonos időszakában, azonban ez csak az előirányzat 47,8 százaléka. 2015-ben január–augusztus között az előirányzott kiadások 56,4 százaléka áramlott ki, így azt a következtetést vonhatjuk le, hogy idén alul fog teljesülni az előirányzat.

- ***Részben a munkapiaci feszesség miatt nincs szükség olyan mértékű programbővítésre, mint arra számítani lehetett, így ez intézetünk számítása szerint 70 milliárd forintnyi megtakarítást jelent az idei évben a költségvetésnek.***

Kamat egyenleg

A kamatbevételek az év első nyolc hónapjában 68,7 milliárd forintos szintet értek el, ami az év egészére előirányzott kamatbevételek 93 százaléka. A kamatkiadások ugyanezen időszakban 662,6 milliárd forintot tettek ki, ami az előirányzott összeg 63,2 százaléka. A kettő különbözeteként így a nettó kamatkiadás összességében 593,9 milliárd forinton áll. Az

augusztusi halmozott teljesülés 18,8 milliárd forinttal lett magasabb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva, ami a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutásával magyarázható.

- ***Az államadósság forint-deviza arányából és a fix-változó arányból készített becslésünk mellett figyelembe vette intézetünk a megújuló kötvényeket és a teljes hátralévő futamidőt, így 2016-ra 73,7 milliárdos kamatkiadás-csökkenést prognosztizálunk 2015-höz képest. A várható csökkenés az előirányzathoz képest 9,5 milliárd forint megtakarítást jelent az idei költségvetés számára.***

Egyenleg

Az elmúlt negyedévhez képest kismértékben változott hazánk makrogazdasági környezete, másrészt az év végéhez közeledve egyre több tényadat áll az előrejelző kutatók rendelkezésére. Az elérhető információink alapján ezért újra elkészítettük az államháztartásra vonatkozó előrejelzésünket. Fentebbi becslésünk altételeit mutattuk be, beleszőve az aktuális magyar gazdasági helyzet ok-okozati összefüggéseibe. Összefoglalva elemzésünket: kutatóintézetünk szerint az eredményszemléletű hiány a költségvetési törvényben előirányzott 2 százalékos GDP-arányos deficittől kismértékben eltérhet, prognózisunk valamivel kedvezőbb, 1,7 százalékos hiányt tartalmaz.

Az államadósság alakulása

A 2016. évi államadósság esetében továbbra is a változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos állomány csökkenése az elsődleges kritérium. Korábbi előrejelzésünket korrigálnunk kellett, ugyanis az államháztartás augusztusi helyzetéről nyilvánosságra hozott előzetes adatok szerint az Európai Bizottság 153,1 milliárd forintot utalt át a hazai költségvetésnek. Ez az összeg ugyan ebben az évben érkezett meg hozzánk, azonban csak a pénzforgalmi egyenleget érinti, mivel az elmúlt uniós költségvetési ciklushoz kötődik a támogatás. Az eredményszemléletű hiányt érintetlenül hagyva így államadósság-csökkentő tételként vettük számba ezt az összeget. A 2015. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a KESZ-állomány változatlanságára vonatkozó várakozásainkra, a GDP 72,8 százalékára csökkenhet.

2. *táblázat: A 2016. évi költségvetést övező kockázatok (előirányzattól vett eltérés)*

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában
Gazdálkodói befizetések	26	0.14%
Fogyasztási adók	-6	-0.02%
Lakossági befizetések	24	0.10%

Bevételi oldali kockázatok	44	0.22%
Lakásépítési támogatások	50	0.14%
Nemzeti Foglalkoztatási Alap kiadásai	-70	-0.20%
Kiadási oldali kockázatok	-20	-0.06%
Nettó kamatkiadások	-9,5	-0.03%
Összesen	107.8	0.3%

Forrás: Századvég-számítás

Alacsonyabban alakulhat a 2017. évi hiány is

Elmúlt negyedéves előrejelzésünket az Országgyűlés elé benyújtott költségvetésitörvényjavaslatra és a benyújtott módosító javaslatokra alapoztuk. Az eltelt három hónapban már elfogadták a törvényt, így a 2017. évi államháztartási folyamatokat már erre tudtuk alapozni. Az önkormányzati szektor és az ESA-híd esetében a költségvetési törvényben szereplő tervszámokat alapul véve számszerűsítjük, mekkora költségvetési hiány várható az általunk ismert javaslat alapján.

A bevételi oldalon a gazdálkodó szervezetek befizetéseire vonatkozó előrejelzésünkben leginkább a már a 2016. évi előrejelzésnél említett növekedési adóhitel-kedvezmény gyakorol hatást. A 2015. évben igénybe vett kedvezmények felét 2017-ben kell visszafizetnie a vállalatoknak, ami így jelentősen megemeli a társasági adó bevételeket, előrejelzésünk szerint az előirányzatot felül még **31 milliárd forinttal**. A 2016. évi becslésünk kivételésképp az egyéb központosított bevételek sort (**35 milliárd forinttal**) is felfelé korrigáltuk. Az olajárszint alakulásában az idei év második felére várt trend folytatódására számítunk, enyhe emelkedéssel, ezért az előirányzott bányajáradékot elfogadjuk.

A következő évben a fogyasztási adók sora ismét átalakul. Folytatódik az idei évből már megismert áfacsökkentés, január 1-jétől 5 százalékra csökken a friss tej, a baromfi és a tojás áfakulcsa, 27-ről 18 százalékra az éttermi étkezés és az internetszolgáltatásé. A jövedéki adó esetében emelésről beszélhetünk, változik az üzemanyagok és a dohánytermékek adótartalma. A kőolaj árfolyamának függvényében változhat az üzemanyagok adójának mértéke. Az olajár esetében az 50 dolláros küszöbértéket fogadták el: ha a kőolaj világpiaci ára ez alá a szint alá csökken, akkor automatikusan adóemelés lép életbe: a gázolaj közterhe literenként 10, a benziné 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 az ezer szálankénti 28 000-ről 28 800 forintra nő. Becslésünk szerint az általános forgalmi adó során a fogyasztásbővülés és az online pénztárgépek kiterjesztésétől várt többletbevétel enyhíteni képes az adócsökkentések hatását, így összességében a soron az előirányzathoz képest **33 milliárd forinttal kevesebb bevételt**

várunk. Említésre érdemes még a jövedéki adó sora, ahol a fogyasztásbővülés és az új jövedékiadó-törvény bevezetésének eredményeként **52 milliárd forint** többletbevételt várunk.

A lakossági befizetések és járulékok esetében kismértékben alultervezettnek találtuk az előirányzatot, vagyis pozitív kockázatot azonosítottunk. Az erősödő munkaerőpiac és a növekvő bérek együtt képesek teljes mértékben fedezni az adókiengedést, ami így pozitív irányban módosítja az egyenleget. A személyi jövedelemadó esetén **36 milliárd forint**os felülteljesülésre számítunk.

A kiadási oldalt vizsgálva látjuk, hogy a Kormány jövőre ugyanannyi forrást különít el szociálpolitikai menetdíj-támogatásra, amennyit az idei évben is. Ezt – tekintettel a korábbi évek tapasztalataira – lefelé korrigáltuk, **10 milliárd forinttal alacsonyabb** kiadásra számítunk ezen a soron. A csok esetében igaz, hogy a júniusi, költségvetést módosító törvény már egyszer megemelte a lakásépítési támogatások előirányzatát, ugyanakkor eredeti becslésünket fenntartjuk, így ezenfelül további **68 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 munkaerőpiaci folyamatok kivetítése természetesen nem csak a 2016. évi Startmunka program kiadási sorát érinti, hanem a 2017. évet is. Kutatóintézetünk előzetes becslése szerint a növekvő foglalkoztatásnak köszönhetően kisebb igény lesz a közfoglalkoztatásra, így **2017-ben 67 milliárd forint költségmegtakarításra számíthatunk**.

A nettó kamatkidadásokra vonatkozó becslésünket az elmúlt negyedévhez képest változatlanul hagytuk. A kormányzati előirányzathoz képest **40 milliárd forinttal kevesebb kiadást várunk** – a 2016. évi kivetítésnél ismertetett módszertan mentén –, ami így a költségvetési hiányt pozitív irányba befolyásolja.

Összefoglalva megállapítható, hogy az előirányzathoz képest előrejelzésünk 120 milliárd forinttal több bevételt, míg 47 milliárd forinttal kevesebb kiadást tartalmaz. Az eltérések eredője 167 milliárd forint, ami pozitívan befolyásolja a 2017-re kitűzött államháztartási hiánycélt. Figyelembe véve a bruttó hazai termék alakulására vonatkozó várakozásunkat, ez a GDP 0,44 százalékára rúgó pozitív kockázatot jelent a 2017. évi költségvetés tervezetében. Mivel előrejelzésünk átveszi a kormányzat ESA-hídra, valamint az önkormányzatokat érintő kiadásokra vonatkozó előirányzatait, ezért várakozásunk szerint a jövő évi GDP-arányos ESA-hiány a kormányzati tervszám alatt, 1,9 százalék körül alakulhat. 2017 végén a bruttó GDP-arányos államadósság szintjét 71 százalékra becsüljük.

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

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában
Gazdálkodói befizetések	66	0.2%
Fogyasztási adók	19	0.1%
Lakossági befizetések	36	0.1%
Bevételi oldali kockázatok	121	0.3%
Szociálpolitikai menetdíjtámogatások	-10	0.0%
Lakásépítési támogatások	68	0.2%
Nemzeti Foglalkoztatási Alap kiadásai	-67	-0.2%
Kiadási oldali kockázatok	-9	0.0%
Nettó kamatkidadások	-40	-0.1%
Összesen	170	0.5%

Forrás: Századvég-számítás