

Gazdaságpolitikai monitor

2014. december

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Lay Csaba szerkesztette.

A jelentés egyes részeit készítették: Ballér Kata, Isépy Tamás, Lay Csaba és Virováczy Péter.

A felhasznált adatbázis 2014. december 11-én zárult le.

Az előrejelzés már ESA2010 módszertan szerint készült.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	1
Mérsékeltebb ütemű uniós fiskális kiigazítás látható.....	3
A korábban véltnél lassabb gazdasági növekedés várható az EU-ban.....	3
Lezárta kötvényvásárlási programját a Fed.....	5
Mérsékeltebb ütemű konszolidáció várható idén és jövőre az EU-ban.....	9
A félidős választások miatt késik az USA 2015-ös fiskális tervezete	14
A magyar GDP-növekedés 3 százalék felett maradt	16
Nincs veszélyben a 2014. évi hiánycél és az adósságcsökkenés	19
Bevételek	20
Kiadások.....	21
Önkormányzatok	21
Intézkedések.....	23
A hiány alakulása	23
Az államadósság alakulása.....	24
Tartósan alacsony alapkamat, stagnáló CDS, erősödő forint	26
Adósságfinanszírozás.....	26
Növekedési Hitelprogram.....	31
A mérsékelt összegű tartalékok ellenére reális a jövő évi hiánycél.....	33
A 2015. évi költségvetés bemutatása.....	33
A 2015-ös kockázatok.....	39
Függelék	41

Vezetői összefoglaló

Az Európai Unió harmadik negyedéves gazdasági növekedése csaknem teljesen megegyezett az április és június között mért bővüléssel. Az Európai Bizottság novemberi felülvizsgálata alapján a korábbi előrejelzésnél lassabb gazdasági növekedés várható idén és jövőre az öreg kontinensen. A fennmaradó geopolitikai aggodalmak, valamint a gyengébb növekedési kilátások következtében a kockázatkerülés jellemezte a befektetői döntéseket az elmúlt hónapok során. Az EKB decemberben nem változtatott irányadó kamatán, ami szeptember óta a historikusan alacsonynak számító 0,05 százalékon áll. Az euróövezeti jegybank egyelőre nem terjeszti ki eszközvásárlási programját az államkötvényekre. Az Egyesült Államok jegybankja októberben véget vetett kötvényvásárlási programjának. A legfrissebb bizottsági jelentés szerint a korábbinál mérsékeltebb ütemű költségvetési konszolidáció várható idén és jövőre az Európai Unióban. A novemberi jelentés alapján csak 2015-ben tetőzhet az euróövezet GDP-arányos államadóssága. A bizottság jelenlegi előrejelzése szerint folytatódik a fiskális konszolidáció az Egyesült Államokban is, aminek következtében 4 százalék közelébe süllyed az USA költségvetési hiánya 2015-ben.

A magyar gazdasági növekedés a vártnál kevésbé gyengült 2014 III. negyedévében, így hazánk továbbra is az uniós tagországok élmezőnyébe tartozik. A 3,2 százalékos éves teljesítményt kizárólag a belső felhasználás vezérelte, ami 4,9 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez. A GDP-bővülés ütemét önmagában 1,7 százalékkal visszafogó nettó export elsősorban külső sokkok következménye. A termelési oldalon kiegyensúlyozott maradt a növekedés, a mezőgazdaság kiugró negyedévet produkált. Legfrissebb előrejelzésünk szerint 2014–2015-ben dinamikus lesz a magyar gazdaság növekedése, melynek forrása elsősorban a belső felhasználás bővülése marad. Ezen belül idén a beruházások húzzák a gazdaságot, de jövőre már a fogyasztás is hasonlóan jelentős hozzájáruló lehet. A munkaerő-piaci helyzet további javulását várjuk: bővülő aktivitást és foglalkoztatottságot, így csökkenő munkanélküliséget, ami főként az aktívabb kormányzati foglalkoztatáspolitikai hatását tükrözi. A munkaerőpiac feszesebbé válásával jövőre ismét emelkedhet a bérek növekedési üteme. Előrejelzésünk szerint az éves infláció tartósan elmarad a maginflációtól, melyet a közműdíjcsökkentések és a negatív olajársokk magyaráznak. Jövőre ugyanakkor már emelkedhet a fogyasztóiár-index az erősödő belső felhasználás és a technikai hatások következtében. A globálisan is nyomott inflációs környezet és laza monetáris politika, valamint a gazdaság ciklikus pozíciója a hazai monetáris feltételek lazításának irányába mutatnak.

2014 első tizenegy hónapjában az államháztartás központi alrendszerének hiánya az éves előirányzat mindössze 73 százalékát tette ki. Az elmúlt években csupán egyszer (2011-ben) fordult elő, hogy a november végi időarányos teljesítés ilyen alacsony lett volna. 2014-ben a jelentősen túlteljesülő járulékbévételek, valamint a terven aluli nettó kamatkidadások bőven ellensúlyozzák a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok jelentős kiadási

többletét. Mindezek eredményeképpen idén az eredményszemléletű hiány a rendkívüli tartalék fennmaradó részének megőrzésével számolva 0,1 százalékponttal kedvezőbb lehet a költségvetési törvényben tervezett 2,9 százalékos GDP-arányos deficitnél. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos államadósság kormányzati kommunikációban rendszerint visszatérő 1,7 százalékos mérséklődéséhez azonban a Kincstári Egységes Számla (KESZ) állományának a tavaly év végéhez hasonló mértékű csökkentésére is szükség van.

Magyarország kedvező befektetői megítélése fennmaradt az elmúlt hónapokban. A Fed eszközvásárlási programjának lezárása nem éreztette hatását. Az EKB szeptemberi döntése értelmében ugyanis a kereskedelmi bankokra továbbra is érvényes negatív betéti kamatok, valamint a Bank of Japan monetáris lazítása miatt a bankok pótlólagos likviditással rendelkeznek majd, így globálisan fennmarad a kedvező likviditásbőség. A másodpiaci hozamgörbe rövid vége – szeptember elejéhez képest – felfelé tolódott, míg a hosszú vége markánsan lefelé módosult, így laposabbá vált. A likviditásbőség hatására a hozamgörbe rövid végén a hozamok jelentősen alulmúlják a jegybanki alapkamatot, ugyanakkor a piaci szereplők egyre inkább az egy évnél hosszabb lejáratokat választják, ami az ország kockázati megítélésének javulását jelzi. Magyarország továbbra is stabilan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a devizatartalékok mértéke jelentősen meghaladja a rövid lejáratú devizakötelezettségek mértékét.

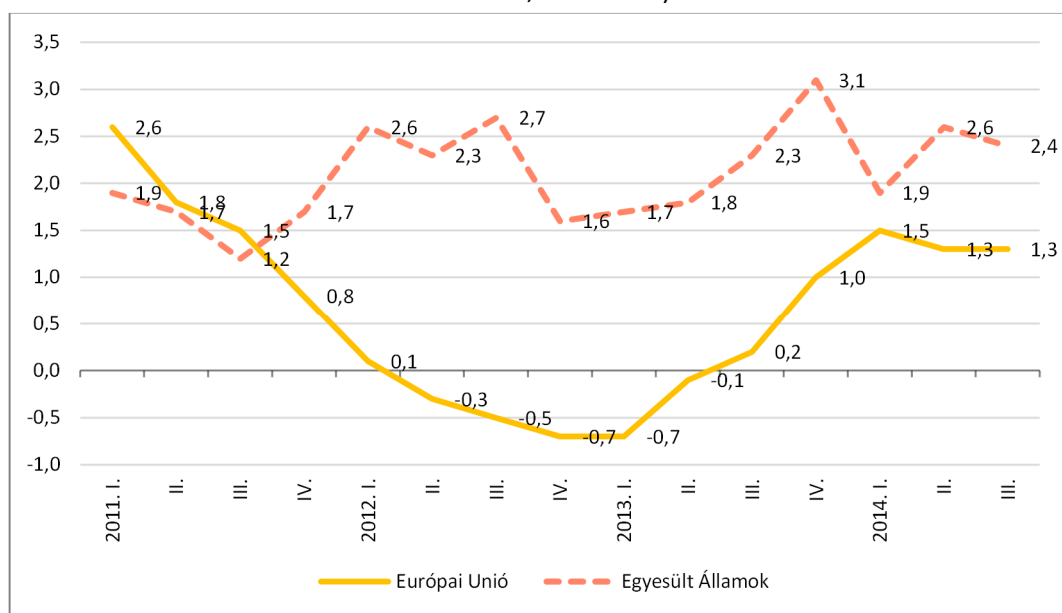
A 2015. évi költségvetést összességében reális tervezésűnek ítéljük, a GDP 0,1 százaléka ráugró pozitív kockázattal, így a jövő évi GDP-arányos ESA-hiány a kormányzati tervszám alatt, 2,3 százalék körül alakulhat. Gazdálkodói befizetések terén az előirányzathoz képest felülteljesülést várunk, ellenben az áfabevételek esetében érdemi elmaradást valószínűsítünk. Fontos továbbá hangsúlyozni, hogy a rendkívüli tartalék számottevő mértékű csökkentése nem elhanyagolható kockázatot hordoz magában egy-egy nem várt esemény bekövetkezése esetén.

Mérsékeltebb ütemű uniós fiskális kiigazítás látható

A korábban véltnél lassabb gazdasági növekedés várható az EU-ban

Az Európai Unió gazdasági teljesítményét tükröző harmadik negyedéves adatok csak minimális mértékben változtak az előző negyedévi növekedési statisztikákhoz képest: éves szinten az unió és az euróövezet is a II. negyedévben látott 1,3 és 0,8 százalékos bővüléssel megegyező növekedést jelzett a július–szeptemberi időszak között. A negyedéves GDP-mutató esetében pedig mindössze 0,1 százalékpontos gyorsulás volt látható, így 0,3 és 0,2 százalékos növekedést regisztráltak a két térségben. A júliusi–szeptemberi időszakban a készletfelhalmozáson kívül a GDP összes komponense támogatta az unió gazdasági bővülését. A legnagyobb mértékben a végső fogyasztási tételek járultak hozzá a gazdaság év/év növekedéséhez, míg a bruttó állóeszköz-felhalmozás szerepe jelentősen visszaesett az előző negyedévekhez képest. A szektorokat vizsgálva az ipar növekedése tartotta magát éves bázison, miközben a tertiér szektor gyorsuló ütemű bővülést mutatott 2014 harmadik negyedében.

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



Forrás: Eurostat

Az USA gazdasága 2014 harmadik negyedévében 3,9 százalékkal növekedett az előző időszakban mért 4,6 százalékos évesített alapú bővülés után. A tavalyi év azonos időszaka óta először fordult elő, hogy minden felhasználási tétel támogatta a gazdaság bővülését. A fogyasztás és a kormányzati kiadások rendre 2,2 és 4,2 százalékkal emelkedtek, míg a legnagyobb bővülés a beruházások esetében figyelhető meg (5,1 százalék). Az idei évben

először a nettó export is támogatta a GDP növekedését. Az első és második negyedévben látott 1,7 és 0,3 százalékpontos visszafogó hatást követően a külkereskedelem 0,8 százalékponttal járult hozzá a gazdaság bővüléséhez a július–szeptemberi időszak alatt. A harmadik negyedéves adatok alapján a növekedési különbség az Egyesült Államok és az Európai Unió között jelentős maradt.

Az Európai Bizottság novemberben közzétett előrejelzése meglehetősen pesszimistább képet fest a növekedési kilátásokról a májusi jelentéshez képest.¹ Mivel idén nem történt meg a várt fellendülés, a bizottság lefelé módosította a 2014-es előrejelzését. Az elmúlt időszakban a bizalmi indikátorok folyamatosan romlottak, amit az aktivitást mérő indexek csökkenése is követett. Gyengülni látszik a belső kereslet, de a legnagyobb probléma a beruházások kapcsán észlelhető, ami mindeddig egyáltalán nem tudott a növekedés motorjává válni. Annak ellenére, hogy a hitelezési feltételek folyamatosan enyhülnek, a gyengülő üzleti bizalom és a csökkenő keresleti kilátások a magánszféra beruházásainak élénkülését hátráltatják. Ezzel szemben az alacsony infláció miatt tovább bővülő reáljövedelem és a munkaerő-piaci helyzet stabilizálódása a fogyasztás növekedését segítheti. A tavaly elkezdődött bővülés a közösségi fogyasztásban idén is folytatódik, míg a nettó export semleges hatással lehet a növekedésre. Ennek megfelelően a bizottság számításai szerint 2014 egészében az EU GDP-je 1,3 százalékkal, az euróövezet pedig 0,8 százalékkal növekedhet. A tagországok között idén még jelentős marad a növekedési különbség: míg Horvátországban 0,7 százalékos visszaesés várható, addig Írországban 4,6 százalékos növekedés lehet. Az Egyesült Államok esetében is kissé lefelé módosították a 2014-es kilátásokat, ami továbbra is az év eleji zord időjárás hatásával magyarázható. Összességében 2014-ben az USA kibocsátásának a tavalyi évvel megegyező, 2,2 százalékos növekedésére számít a bizottság.

Előrébb tekintve, 2015-ben az igen alkalmazkodó monetáris politika, a magánadósságok csökkentése terén elért eredmények, valamint az alapvetően semleges költségvetési irányvonal egyre jobban kedvezhet az uniós belföldi keresletnek. A magánberuházás – többek között a javuló keresleti kilátásoknak és a felzárkózási hatásoknak köszönhetően – fokozatosan helyreáll, bár ezt a folyamatot a hatalmas kihasználatlan kapacitások eleinte hátráltathatják. A háztartások fogyasztása a jelek szerint szerény mértékben növekedhet, miközben a közösségi fogyasztás az ideinél várhatóan kisebb mértékben támogatja a növekedést jövőre. A világkereskedelem mérsékelt növekedését tekintve a nettó export minden bizonnyal csupán elhanyagolható mértékben járul majd hozzá a GDP növekedéséhez. Mindezek következtében az unió 1,5, az euróövezet 1,1 százalékkal bővülhet 2015 során, amikor már az összes tagországban bővülés várható. Emiatt a tagállami növekedési különbségek is csökkenhetnek. Az amerikai gazdaság továbbra is a belső keresletnek – ezen belül is az élénkülő üzleti beruházásoknak – köszönhetően 3,1 százalékos bővülést regisztrálhat jövőre,

¹ A bizottság tavaszi előrejelzése 1,6 és 2 százalékos uniós gazdasági növekedést vetített előre 2014-re és 2015-re vonatkozóan. Novemberben ezek a számok 1,3, illetve 1,5 százalékra mérséklődtek.

ami 2005 óta a legerősebb növekedés. Az európai gazdasági növekedésre ható legfőbb negatív kockázat a geopolitikai feszültségekből, a pénzügyi piacok instabilitásából és a strukturális reformok hiányos végrehajtásának veszélyéből adódhat. A várakozások szerint az Európai Központi Bank (EKB) tavaly kezdődött átfogó értékelése, illetve a bankunió felé tett további lépések nyomán a pénzügyi ágazat megerősödése, valamint a nemrégiben végrehajtott strukturális reformok első eredményei elősegítik, hogy a gazdasági tevékenység 2016-ban felgyorsuljon.

Az elmúlt időszakban a Nemzetközi Valutaalap (IMF), valamint a Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD) is mérsékelte az euróövezetre és az USA-ra vonatkozó növekedési prognózisát, mind az idei évet, mind 2015-öt illetően. Összevetve a párizsi és a washingtoni székhelyű szervezetek legfrissebb várakozásait a bizottság novemberi adataival, csaknem teljesen megegyező előrejelzéseket láthatunk. Az USA növekedését a bizottság, az IMF és az OECD is azonosan ítéli meg: idén 2,2, jövőre 3,1 százalékos növekedés várható. Az euróövezet esetében az egyedüli különbség az IMF 2015-ös előrejelzésében látható: a bizottság és az OECD szerint jóslott 1,1 százalékos növekedés helyett a valutaalap 1,3 százalékos bővülést valószínűsít jövőre.

Lezárta kötvényszerzési programját a Fed

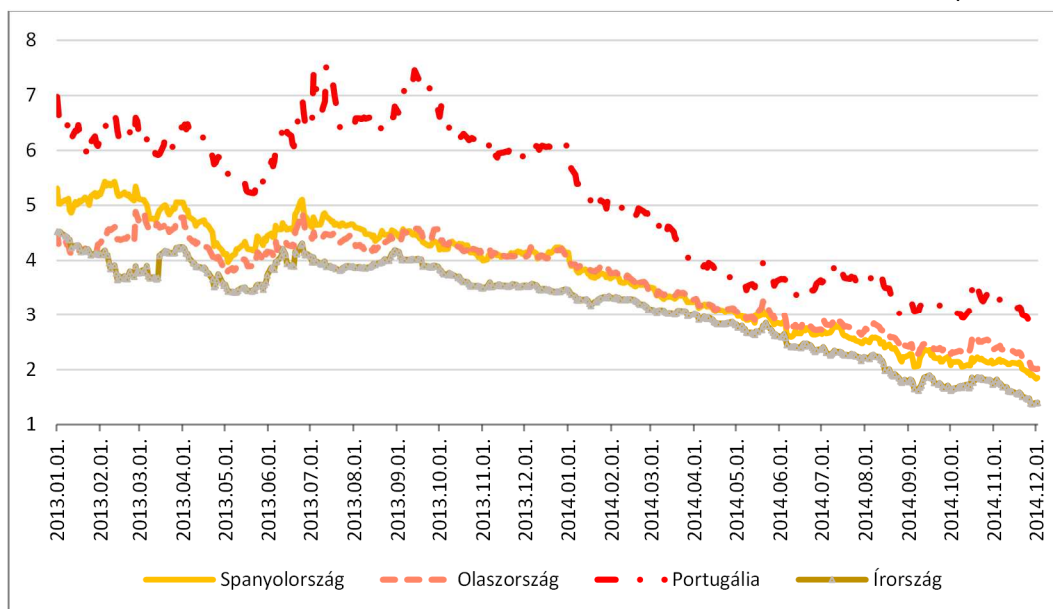
Meglehetősen borús hangulat jellemezte a nemzetközi pénzpiaci környezetet az elmúlt negyedévben. Miután nyilvánvalóvá vált, hogy a Fed októberben teljesen kivezeti kötvényszerzési programját, a befektetők egyre inkább az EKB mennyiségi lazításával összefüggő intézkedések kivitelezésével kapcsolatos hírekre figyeltek az európai térségben. A geopolitikai feszültségek az őszi hónapokban is meghatározóak maradtak a befektetők döntései során.

Mindeközben a bankunió kialakításának irányában is történtek fejlemények. Az EKB novemberben közölt bankterhelési próbáján (stresszteszt) a megvizsgált 130 eurózónabeli bankból 25 pénzintézet összesen 25 milliárd eurós tőkehiányt halmozott föl, főleg olyan országokban, mint Görögország, Ciprus, Szlovénia és Portugália. Ez azt jelenti, hogy az érintett bankok szavatoló tőkéje nem érte el az előírt mértéket, vagyis az 5,5 százalékot. Azon bankok, amelyek nem mentek át a stresszteszten, 2015. április végéig kaptak időt a tőkehiány megszüntetésére. A stresszteszt egy tavaly novemberben indult átfogó vizsgálat részét képezte. Az értékelés célja az volt, hogy növelje a pénzügyi rendszer átláthatóságát, és ezáltal erősítse a magánszektort az euróövezet bankrendszerére iránti bizalmát. A folyamat három elemből állt: kockázatértékelés, eszközminőség-vizsgálat és végül a stresszteszt. A terhelési próba, majd az EKB felügyeleti szerepének megkezdése az egységes bankfelügyeleti rendszer (SSM) csúcspontján az EU-beli bankunió kialakításának utolsó lépése volt. A bankunió másik két eleme, az egységes bankműködési szabályzat és benne az egységes betétbiztosítási rendszer, továbbá az egységes euróövezeti bankszabályozási rendszer már a helyére került az Európai

Parlament és az Európai Tanács tavalyi és idej korábbi közös döntései alapján. Ennek megfelelően 2015. január 1-jétől minden tagállamnak létre kell hoznia a bankok ex ante befizetéseiből egy nemzeti szanálási alapot, amelyek dedikált része évente emelkedő arányban átkerül majd a leendő közös euróövezeti bankszanálási alapba. Ez az alap nyolc év alatt jön létre, körülbelül 55 milliárd euró tőkével. Az első bankszanálásra az új szabályoknak megfelelően 2016. január 1-jétől lesz lehetőség. A betétbiztosítási szabályok pedig megerősítik, hogy a kisbetétesek megtakarításait 100 ezer euró értékig mindenhol garantálják, akkor is, ha egy bank csődbe megy. Ha a hitelintézetet felszámolják, a kisbetétesek legfeljebb hét napon belül a bankok előzetes befizetéseiből létrehozandó alapból az utolsó fillérig (100 ezer euróig) minden pénzüket megkapják, öt napon belül pedig legalább akkora összeget, ami a létfenntartásukat biztosítja.

A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak szeptember eleje és november vége között általánosságban emelkedtek. Ez alól egyedül Írország a kivétel, ahol ezen időszak alatt a csődkockázati felár 5 százalékos csökkenése volt tapasztalható, többek között az egyre kedvezőbb gazdasági kilátásoknak köszönhetően. A többi, adósságválsággal küzdő ország esetében ezen időszak alatt átlagosan 15 százalékos emelkedést regisztráltak a CDS-árazás esetében. Hosszabb távra visszatekintve azonban jól látható a piaci megítélés javulása: a tavalyi év azonos időszakához képest átlagosan 60 százalékkal alacsonyabban állnak a perifériális országok CDS-felárai.

2. ÁBRA: A 10 ÉVES ÁLLAMPAPÍR-PIACI HŰZAMŰK ALAKULÁSA 2013-TÓL (SZÁZALÉK)



Forrás: Thomson Reuters

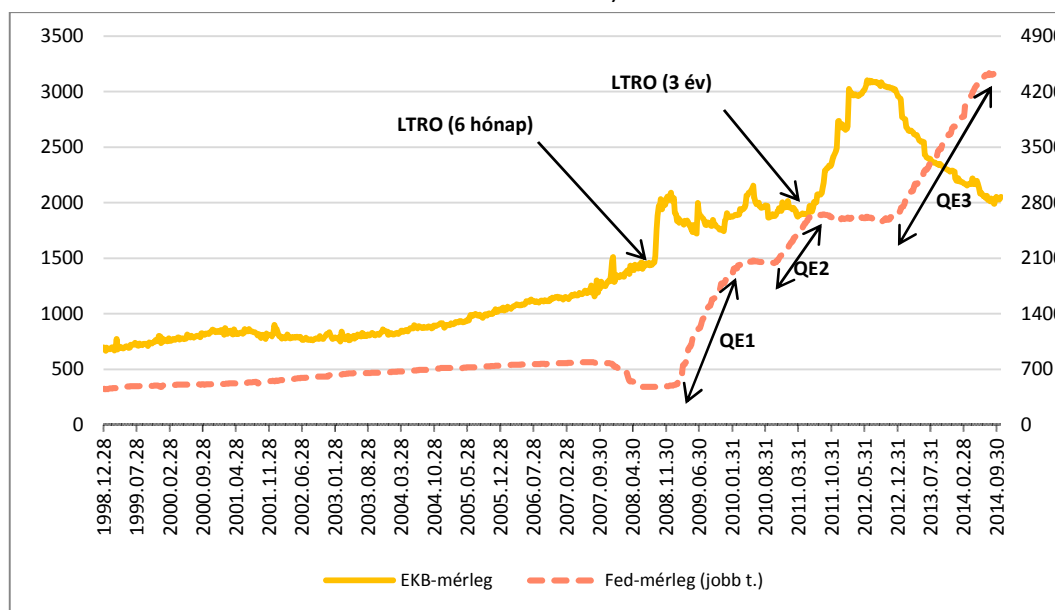
Az őszi hónapokban csökkentek a perifériális euróövezeti állampapírpiacon hozamai. Ez alól egyedül Görögország volt kivétel, ahol a kormány októberi bejelentése, miszerint azt tervezik, hogy már idén decemberben kilépnek az IMF és az EU segélyprogramjából, jelentős

hozamemelkedéssel párosult. A segélyprogram eredetileg 2016 márciusában járna le, de a kormány a következő két évben nem hívná le az EU–IMF kedvezményes hitelcsomag hátralévő részleteit, helyette a szabadpiacon vennék fel az állam finanszírozásához szükséges hiteleket. Mindezek következtében a görög állam 10 éves lejáratra már csak 8 százalékon tudott forrást bevonni november végén, ami a szeptemberi nyitóértékekhez képest 40 százalékos emelkedést jelentett. A szeptemberi nyitóértékekhez képest a többi perifériális országnak azonban alacsonyabb kamatokon sikerült a forrásbevonás: a portugál 10 éves államkötvény hozama 3 százalék, míg a spanyol államkötvény hozama az olasz papírokhoz hasonlóan 2 százalék körül stabilizálódott november végén.

A Fed kötvényvásárlási programjának kivezetése, valamint a továbbra is fennálló geopolitikai kockázatok hatására az elmúlt hónapokban is fennmaradt a menedékeszközök iránti kereslet. Mindezek következtében Németország, az Egyesült Királyság és az Egyesült Államok hosszú papírjainak hozamai is csökkenő pályán maradtak az elmúlt hónapokban, és átlagosan 10 százalékkal mérséklődtek szeptember óta.

Az Egyesült Államok jegybanki funkcióját betöltő Fed kamatdöntő szerve októberi ülésén nem módosította az irányadó rátát, amely így továbbra is a 0–0,25 százalékos sávban mozog. A várakozásoknak megfelelően a Nyílt Piaci Bizottság befejezte a 2012 szeptemberében kezdődött eszközvásárlási programját, aminek keretén belül 85 milliárd dollárnyi amerikai állampapírt és jelzálog-fedezetű értékpapírt vásároltak havonta. A bank továbbra is fenntartotta, hogy „jelentős időre van szükség” a program befejezését követően a kamatemelés bekövetkezéséig. Ugyanakkor, mivel az elnök munkaerőpiacról alkotott véleménye a vártnál kedvezőbb volt, ez felveti annak esélyét, hogy a bank mégsem vár 2015 végéig az első kamatemeléssel. A jelenlegi munkanélküliségi ráta ugyanis 5,9 százalékon áll, ami már hajszálnyira van attól, amit az amerikai döntéshozók „maximális” foglalkoztatásként definiálnak. Ez az úgynevezett természetes rátát jelenti, ami szerintük 5,2 és 5,6 százalék között lehet. A mennyiségi lazítás utolsó fordulójának kezdetén (QE3) a döntéshozók úgy jósolták, hogy mindössze 6–6,8 százalékra mérséklődhet a mutató a program befejeztéig. Miután az energiaárak jelentős csökkenése miatt az infláció is hosszabb ideig a 2 százalékos célérték alatt maradhat, jelenleg semmi nem indokolja az alacsony kamatkörnyezet gyors megszüntetését. A kötvényvásárlási program keretében a jegybank mérlege igen jelentősre, közel 4500 milliárd dollárra hízott az elmúlt évek alatt. A jegybank elnöke ezzel kapcsolatosan ismételtelen kijelentette, hogy a lejáró papírokból befolyó pénzeket újra befektetik majd, vagyis az óriási mérleget egészen az első kamatemelésig fenntartják. Amikor az bekövetkezik, akkor már érdemben elkezdhet süllyedni a jegybank mérlegfőösszege, a céljuk pedig az, hogy néhány éven belül a válság előtti szintre, vagyis 800 milliárd dollárra apadjon.

3. ÁBRA: AZ EKB ÉS A FED MÉRLEGÉNEK ALAKULÁSA (MILLIÁRD EURÓBAN, ILLETVE MILLIÁRD DOLLÁRBAN)²



Forrás: Eurostat, Federal Reserve Bank of St. Louis

Az EKB decemberi kamatdöntő ülésen nem változtatott irányadó kamatán, ami szeptember óta 0,05 százalékon áll. Októberi döntése alapján az EKB a negyedik negyedévben megkezdte a fedezett adósság és eszközalapú értékpapírok vásárlását. Az eszközvásárlási program futamideje legalább két év lesz. A követeléssel fedezett értékpapírok vásárlásából (ABS)³ származó profitot vagy veszteséget arányosan szétosztják majd az eurózónatagok jegybankjai között. Az eszközvásárlások államkötvényekre való kiterjesztését érintően a jegybank elnöke decemberben kijelentette, hogy jelenleg szorosan követik a további kockázatokat, legyen szó akár az olajár hatásairól vagy a gyengébb növekedési dinamikáról, de egyelőre nem vezetnek be további intézkedéseket. Jövő év elején kívánják behatóbban vizsgálni, hogy az eddig bevezetett stimuláló eszközök mit értek el a gazdaságban. A jegybank legfrissebb előrejelzése szerint idén 0,5 százalékos, jövőre 0,7 százalékos infláció várható az övezetben, 0,8 és 1 százalékos GDP-növekedés mellett. A három hónappal ezelőtti becslésekhez képest ez 0,1-0,1 százalékpontos csökkentést jelent a pénzromlás idei ütemét és a 2014-es gazdasági bővülést illetően.

Az őszi hónapokban a megszokottnál alacsonyabb forgalmú kereskedés jellemezte a tőkepiacokat szeptember és november között. Az USA egyik legfőbb tőzsdeindexe, a Dow Jones mindössze 4 százalékos emelkedést mutatott az elmúlt három hónapban. A meghatározó európai mutatók közül a londoni (FTSE) 1 százalékkal csökkent, míg a frankfurti (DAX) 4 százalékkal

² LTR0: hosszú távú refinanszírozási művelet.

³A konstrukció szerint az euróövezeti kis- és közepes vállalatoknak nyújtott kereskedelmi banki hiteleket értékpapírosítják, és az EKB ezekből az értékpapírokból vásárolja meg a jó minőségűeket, vagyis azokat, amelyek a hitelminősítők szerint biztonságosak.

növekedett az őszi hónapok folyamán, a régiós varsói és prágai indikátorok pedig 1-1 százalékos csökkenést tapasztáltak a vizsgált időszak alatt. Közben a japán Nikkei novemberi záróértéke 12 százalékkal haladta meg a szeptember eleji nyitó adatot. Annak ellenére, hogy a japán gazdasági adatok meglehetősen elkésztőek voltak a harmadik negyedévben, a kormányzat, valamint a jegybank gazdaságélénkítés irányába tett összefogását üdvözlötte a befektetők.

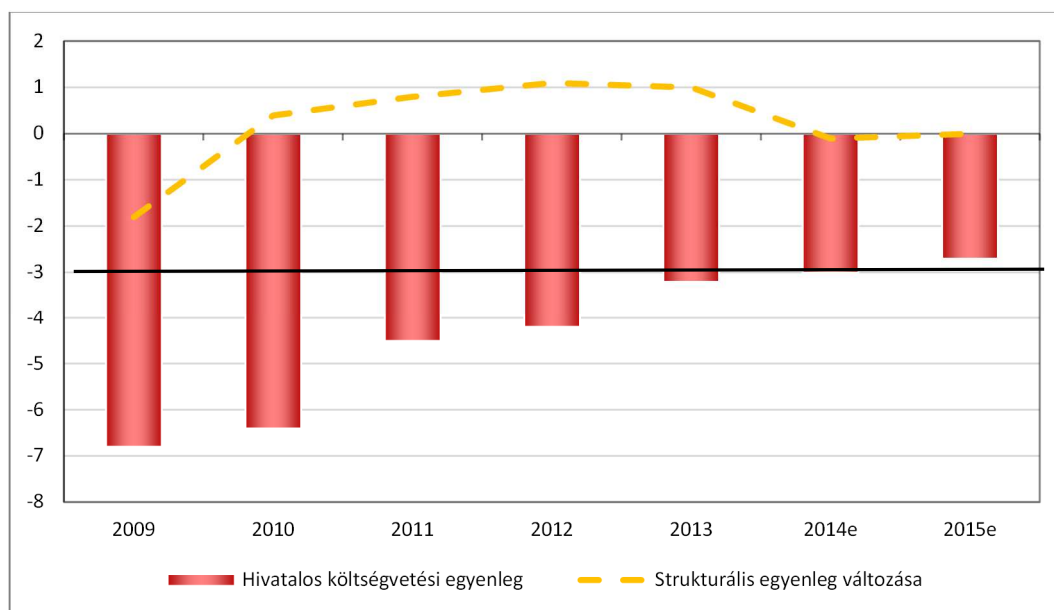
Mérsékeltebb ütemű konszolidáció várható idén és jövőre az EU-ban

A nemzetközi intézetek legfrissebb előrejelzéseikben a tavaszihoz képest általánosságban rontották az idei és jövő évi költségvetési hiányra vonatkozó várakozásaikat. Az enyhén rosszabb hivatalos egyenlegek az elmúlt fél év változásait tükrözik. A várakozásoknál gyengébb gazdasági környezet mellett a rendkívül alacsony inflációs környezet – amely csökkenti az állam adóbevételeit – is nyomás alatt tartja az országok költségvetési egyenlegének javulását az öreg kontinensen. A költségvetési konszolidáció üteme 2014-ben lassul, mivel az országok igyekeznek egyensúlyt teremteni a hiányt csökkentő célkitűzések és a továbbra is egyenetlen fellendülés között. A Nemzetközi Valutaalap októberben 0,3 és 0,4 százalékponttal, rendre 2,9 és 2,5 százalékra emelte az eurózóna 2014-re és 2015-re vonatkozó fiskális hiány előrejelzését. Az ECD legfrissebb számításai szerint pedig 2,6 és 2,3 százalékos hiány várható az előrejelzési horizonton az euróövezetben, a korábban jósolt 2,5 és 1,8 százalékos deficitekkel szemben.

Hasonlóképpen járt el az Európai Bizottság is legutóbbi, ősszel megjelent kiadványában, amely – az IMF-fel és ECD-vel szemben – az euróövezet mellett az uniós költségvetési pozícióját is górcső alá veszi. A legfrissebb számok alapján idén 2,6 és 3 százalékra mérséklődik az övezet és az uniós GDP-arányos hivatalos költségvetési hiánya, szemben a májusban közölt 2,5 és 2,6 százalékos adatokkal. Ez azt jelenti, hogy 2010 óta a legkisebb mértékű fiskális kiigazítás várható idén, miután mindössze 0,3 és 0,2 százalékponttal javul a két térség államháztartási mérlege a 2013-as szinthez viszonyítva.

A 2014-es számokat illetően Lengyelország költségvetési egyenlegén hajtották végre a legnagyobb módosítást a tavaszi prognózishoz képest. A májusban közölt 5,7 százalékos többlet után ősszel 3,4 százalékos hiányra rontották az előrejelzést a bizottsági szakértők. Ennek legfőbb oka a nyugdíjreform elszámolását is érintő módszertani változás volt (ESA'95 helyett ESA2010), miután a kormány idén a GDP 8,5 százalékát kitevő eszközállományt csoportosított át a második nyugdíjpillérből az elsőbe. Az új költségvetési hiány-elszámolásban pedig ez a fajta eszköztranszfer már nem egyösszegű bevételként könyvelendő el, aminek következtében az év első felében jósolt jelentős többlet deficitbe fordult. Mindenesetre a tavalyi évhez képest így is csökken a hiány mértéke idén, amely egyrészt a vártnál erősebb adóbevételek (áfa és jövedéki adó) és a közsférában dolgozók bére részleges befagyasztásának köszönhető.

4. ÁBRA: A HIVATALOS KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEG A GDP SZÁZALÉKÁBAN ÉS A STRUKTURÁLIS EGYENLEG SZÁZALÉKPONTOS VÁLTOZÁSA AZ EU-BAN



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Autumn 2014

A központi eurózóna-országok közül továbbra is leginkább Franciaország költségvetési egyenlegével nincsenek megelégedve Brüsszelben. A gyengébb gazdasági bővülés, valamint az alacsony inflációs környezet következtében nemrég 0,5 százalékponttal, 4,4 százalékra emelte az idénre jósolt fiskális hiányát a francia kormány, amikor egyúttal azt is bejelentették, hogy korábbi ígéretüket megszegve 2015 helyett csak 2017-re tudják teljesíteni a kitűzött 3 százalékos hiánycélt. Mindez azt jelenti, hogy Franciaország legalább 2017-ig túlzottdeficit-eljárás alatt maradhat. Az idei év egyenlegjavító intézkedései, mint például az áfakulcsok emelése (az általános áfakulcs 19,6-ről 20 százalékra, a közepes kulcs 7-ről 10 százalékra emelkedett január 1-jétől) és a közszféra béreinek befagyasztása sem tudja érdemben ellensúlyozni a versenyképességet és a foglalkoztatást ösztönző adókedvezménnyel (CICE) járó bevételkiesést, ami 2014-ben a GDP 0,5 százalékát teszi ki. A költségalapú versenyképesség javítása érdekében a kormány 2012 decemberében fogadta el a CICE-t, aminek hatására a minimálbér 2,5-szerese alatti bérek esetében csökken a vállalatok munkaerőköltsége és ezáltal az állam bevétele is.

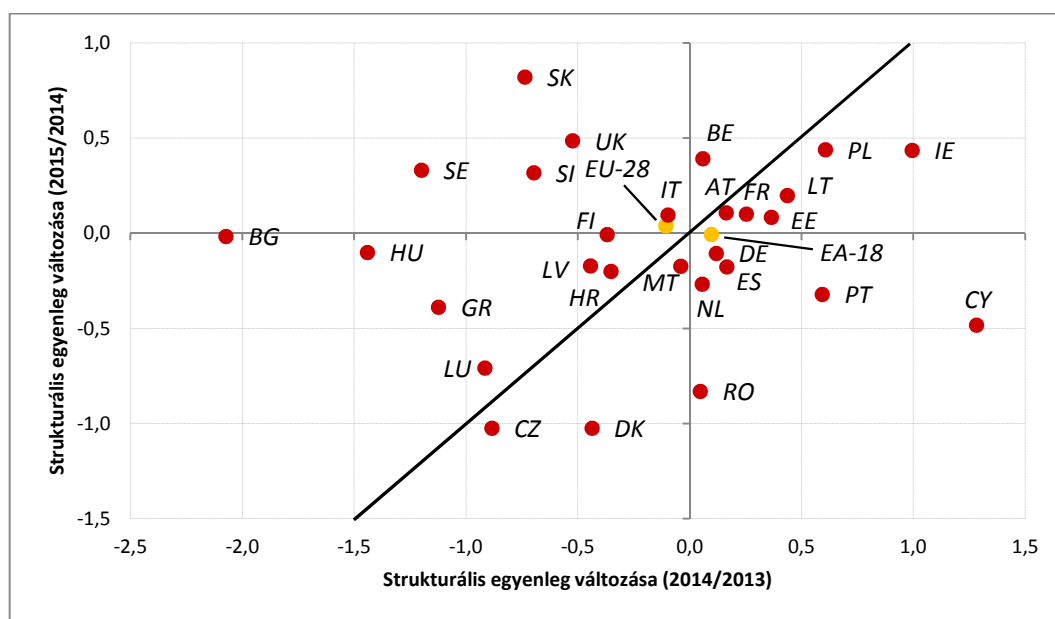
A legújabb európai uniós tagállam, Horvátország fiskális területen elért eddigi eredménye sem túl kielégítő a bizottság számára. Az unió idén januárban túlzottdeficit-eljárást indított Horvátország ellen, aminek értelmében az országnak 2016-ra 3 százalék alá kell csökkentenie hiányát. Az EU végrehajtó testületének áprilisi javaslata szerint Horvátországnak idén 4,6 százalékos államháztartási hiánycélt kellene elérnie, amelyet 3,5 és 2,7 százalékos deficit követne jövőre és 2016-ban. A rosszabb gazdasági teljesítmény következtében azonban nemrég csaknem 2 százalékponttal rontva, 5,6 százalékra emelte az idei évi hiányra vonatkozó előrejelzését a bizottság. Így már az előírt 2014-es hiánycél sem teljesülhet. A bizottság

véleménye szerint megfelelő strukturális kiigazítások nélkül még 2016-ban is ezen a szinten maradhat az egyenleg.

2015-ben folytatódhat a mérsékelt kiadásoldali kiigazítási sorozat, uniós szinten 0,3 százalékponttal, a GDP 2,7 százalékára csökkenhet az államháztartási hiány értéke, némileg lemaradva a tavasszal közölt 2,5 százalékos prognózishoz képest. Ezt az átlagot jóval meghaladva javít egyenlegén két tagállam, nevezetesen Írország és Portugália. Mindkét tagország elsődleges célja, hogy 2015-ben kikerülhessen az EU túlzottdeficit-eljárása alól. Portugália esetében a bizottság valamivel pesszimistább, miután 3,3 százalékra várja a hiányt, szemben a kormány 2,7 százalékos előrejelzésével, amelyet részben a jövő évre tervezett parlamenti választások miatt felmerülő többletkiadással indokolt. Szintén jövő évben zárul le a Lengyelország ellen indított túlzottdeficit-eljárás is, aminek következtében már 22 tagország teljesítheti a hivatalos maastrichti egyenlegkritériumot, vagyis a GDP 3 százalékának megfelelő hiányt 2015-ben.

A diszkrecionális költségvetési intézkedések mértékéről a strukturális hiánymutató változása ad megfelelő képet, mivel azt nem torzítják egyszeri intézkedések és ciklikus hatások. A strukturális deficit 2013-ban 0,9 és 1 százalékponttal csökkent az euróövezetben és az EU esetében. Az idei évben viszont a GDP arányában mérve mindössze 0,1 százalékos csökkenés várható az euróövezetben és 0,1 százalékpontos növekedés az unió egészében. Ahogyan az EU egészében, úgy a tagországok többségében is tapasztalható, hogy a strukturális kiigazítási folyamat lassul az idei évtől. Ez alól jellemzően azok az országok kivételek, melyeknek továbbra is magas a hiánya (pl. Írország), vagy melyek az elmúlt években fiskális politikájukkal a gazdasági növekedést próbálták támogatni.

5. ÁBRA: A 2014-ES ÉS A 2015-ÖS KIIGAZÍTÁS MÉRTÉKE A STRUKTURÁLIS HIÁNYMUTATÓK ALAPJÁN AZ UNIÓ TAGÁLLAMAIBAN



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Autumn 2014

A legnagyobb megszorítást az idei évben Ciprus hajtja végre, amely a potenciális GDP 1,3 százalékát kitevő intézkedéscsomagot foglalt a 2014-es büdzsébe, aminek következtében 2011 óta már harmadik éve képes jelentősen javítani egyenlegén. Mellette Írország és Lengyelország is komoly lépéseket tesz idén a költségvetés fenntarthatóságának irányába.

2015-ben változatlan maradhat a strukturális hiányszám az övezet és az unió esetében is. Az EU költségvetésre vonatkozó jogszabálya a strukturális deficit folyamatos (évente legalább fél százalékpontos) csökkenését írja elő azon tagországok számára, ahol a hiány a GDP 3 százalékánál magasabb, vagy az államadósság-ráta trendszerűen emelkedik és 60 százalék felett tartózkodik. A fél százalékpontos javulás azért is szükséges, hogy az ország folyamatosan közeledjen az úgynevezett középtávú költségvetési céljához (MT⁴).⁴ Ezek alapján az unió második és harmadik legnagyobb tagjának, vagyis Franciaországnak és ²laszországnak is legalább a GDP 0,5 százalékával kellene a jövő évi strukturális hiányszámát csökkenteni, ám ettől a bizottság prognózisa szerinti 0,1 százalékpontos mérséklődés jóval elmarad. A legutóbbi felülvizsgálat alapján Franciaország és ²laszország MT⁴-ja is 0 százalékon áll, ami lényegesen magasabb a jövő évre tervezett –2,9 százalékos francia és –0,8 százalékos olasz strukturális egyenlegekhez képest. Mindkét ország azt hangoztatja, hogy a tervezettnél szigorúbb kiigazítás már káros hatással lenne a gazdasági növekedésükre. ²laszország azonban október végén kompromisszumot kötött a bizottsággal, miszerint az előírt 0,5 százalékpontos csökkentés helyett 0,3 százalékponttal igyekszik javítani strukturális egyenlegét jövőre.

A Stabilitási és Növekedési Paktum definíciója szerint kiegyensúlyozott költségvetési egyenlegről akkor beszélünk, ha a hivatalos államháztartási hiány kisebb, mint a bruttó hazai termék 3 százaléka, és a strukturális hiány kisebb, mint a GDP 1 százaléka, amennyiben az adósság GDP-hez viszonyított aránya 60 százalék alatt van.

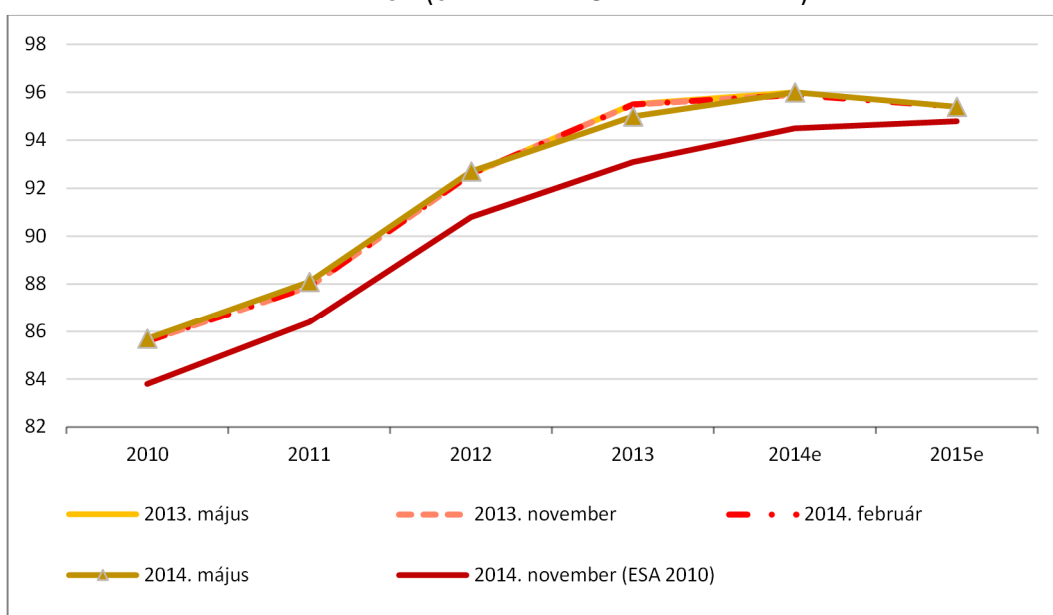
Az adósságrátákra vonatkozó novemberi előrejelzéseket is figyelembe véve jövőre mindössze két tagállam, Észtország és Luxemburg teljesíti az előbbi kritériumrendszert a kiegyensúlyozott mérleget illetően. Svédország és Dánia a strukturális egyenlegük miatt nem tudnak megfelelni a feltételeknek, miután a két északi tagország mérlege 0,1, illetve 0,2 százalékponttal haladja meg az előírt 1 százalékos küszöbértéket 2015-ben.

A legfrissebb adatok alapján a tavaszi előrejelzéshez képest nem idén, hanem csak 2015-ben tetőzik az euróövezet GDP-arányos államadóssága. Az ESA 2010-es módszertana alapján az euróövezet adósságpályája az idei 94,5 százalékról 94,8 százalékra emelkedik jövőre, amely után enyhe csökkenésnek indulhat.

⁴ Hogy pontosan mekkora ez az érték, az függ az ország potenciális növekedési ütemétől, az államadósságtól, a kamatszinttől, valamint a hosszú távú fenntarthatóság szempontjából kiemelten fontos öregedési rátától. Az alacsonyabb államadósságú vagy a kisebb öregedési rátájú államoknak kicsit lazább, a komolyabb fenntarthatósági problémákkal küzdő államoknak szigorúbb célt kell maguk elé tűzniük. Ha viszont egy ország tagja az euróövezetnek, akkor a középtávú cél nem lehet rosszabb 1 százalékos GDP-arányos strukturális deficitnél.

Az idei évre vetített, a korábbi időszakokhoz viszonyítva már mérsékelt övezeti adósságemelkedés legfőbb oka a továbbra is magas kamatkiadás, valamint az egyedi adósságnövelő tételek. 2015-ben a valamivel gyorsabb gazdasági növekedés, valamint a magasabb elsődleges – kamatfizetések nélkül számított – többlet az előző évekhez képest érdemben ellensúlyozhatja a kamatkiadásokat. A tagországok államadósság-rátájában megfigyelhető enyhe emelkedés jövőre nem idéz elő markáns változást az euróövezeti palettán: az ideihez hasonlóan 2015-ben is mindössze öt tagállamban (Észtország, Lettország, Litvánia, Luxemburg és Szlovákia) regisztrálhatnak a konvergenciakritériumnak megfelelő, 60 százalék alatti mutatót.

6. ÁBRA: AZ EURÓÖVEZET BRUTTÓ ÁLLAMADÓSSÁG-RÁTÁJÁRA VÉLTAKÉZŐ ELŐREJELZÉSEK VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK A GDP ARÁNYÁBAN)



Forrás: European Economic Forecast Spring 2013; European Economic Forecast Autumn 2013; European Economic Forecast Winter 2014; European Economic Forecast Spring 2014; European Economic Forecast Autumn 2014, Európai Bizottság

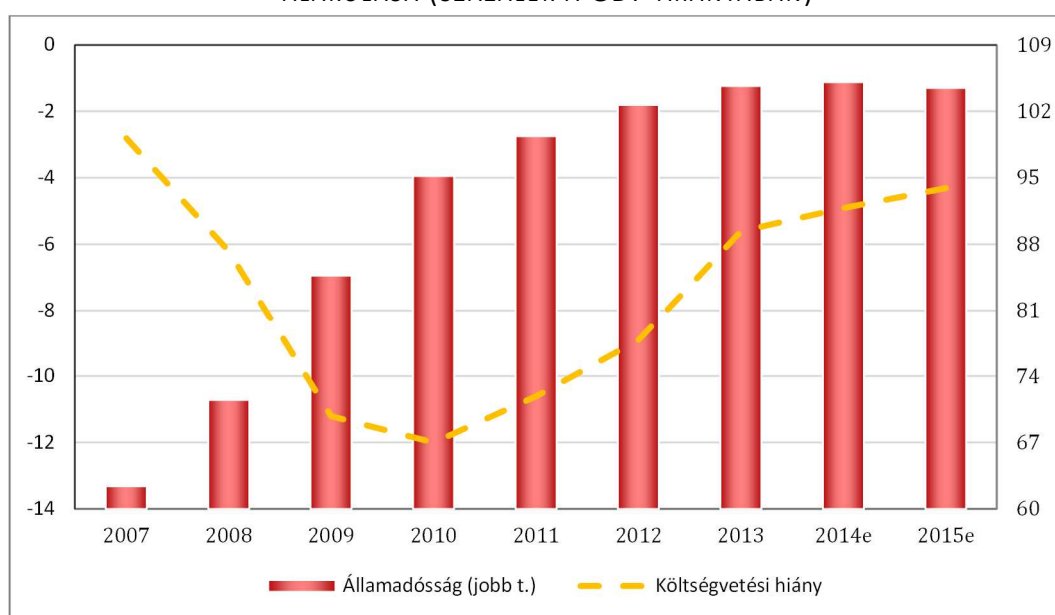
A tavaszi előrejelzésekhez képest a novemberi jelentésben a tagországok közül Írország államadósság-rátájánál lehet megfigyelni a legnagyobb mértékű pozitív revíziót mind idénre, mind 2015-re vonatkozóan. A mintegy 10 százalékpontos csökkenés, amivel a GDP-arányos mutató továbbra is 100 százalék felett marad, azonban leginkább technikai hatásnak tudható be. Az ESA 2010-es új módszertana szerint számított adatok értelmében a 2011-ben az összeomlás szélére sodródott Anglo Irish Bank és az Irish Nationwide Building Society megmentésére létrehozott IBRC (Irish Bank Resolution Corporation) állami válságkezelő vállalat a kormányzati szektor részét képezi, szemben az ESA'95 módszertannal, melynél a bank monetáris pénzügyi intézményként volt feltüntetve.

A félidős választások miatt késik az USA 2015-ös fiskális tervezete

November elején félidős választásokat tartottak az Amerikai Egyesült Államokban. 2010 óta a demokraták a szenátussal próbálták ellensúlyozni a republikánus többségű képviselőházat a kongresszusban. Az elmúlt választásokhoz képest most sokkal nagyobb esély van rá, hogy a szenátus is a republikánusok kezébe kerüljön. Ez a kérdés azonban lehet, hogy csak hónapok múlva dől el, mivel sok államban tartanak második körös választásokat, amire valahol (pl. Vermont) csak januárban kerül sor. A republikánus győzelem teljesen új irányt adhat az Egyesült Államok aktuális politikájának, ami természetesen a költségvetést is nagymértékben érintené.

Idén februárban a kétpárti kongresszusnak még sikerült megegyezésre jutni az adósságlimit újbóli megemelését illetően. A döntés értelmében 2015. március 15-ig függesztették fel az adósságplafont, lehetővé téve a pénzügyminisztérium számára, hogy az akkori 17 200 milliárd dolláros szintnél tovább növelje az adósságát. Az adósság szintje mára mintegy 18 000 milliárd dollárra hízott. Annak ellenére, hogy a határidő egyre közelebb, a közeljövőben nem várható igazán jelentős politikai megmozdulás az amerikai adósságplafon megemelésével kapcsolatban. Még ha a kongresszusnak nem is sikerül egyetértésre jutnia az adósságlimit újbóli megemelését illetően a kijelölt dátum előtt, a tavalyi év végihez hasonló kormányzati leállástól semmiképpen sem kell tartani, mivel nyár végéig a kincstár „rendkívüli” intézkedéseket léptethet életbe, valamint tavasszal esedékes az adóbevételek begyűjtése is. Ezek a tételek 2011-ben több mint két hónappal tolták ki az államcsőd veszélyét. Mivel a jövő évi költségvetési hiány jóval alacsonyabbra tehető a 2011-es adathoz viszonyítva, akár augusztusig is sikerülhet forrásbevonás nélkül működtetni a kormányzatot.

7. ÁBRA: AZ USA KÖLTSÉGVETÉSI HIÁNYÁNAK ÉS BRUTTÓ ÁLLAMADÓSSÁG-RÁTÁJÁNAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK A GDP ARÁNYÁBAN)



Forrás: European Economic Forecast Autumn 2014, Európai Bizottság

A 2015-ös pénzügyi évre vonatkozó költségvetésihiány-számokat és azok szerkezetét szeptember 30-ig kellett volna megvitatnia az amerikai kétpárti testületnek. Mivel azonban – részben a novemberi választások következtében – a kongresszus ezt elmulasztotta, a kormányzat finanszírozásához az úgynevezett folyamatos rendelkezést („continuing resolution”) léptették életbe, mely december 11-én jár le. Eddig a határidőig szükséges a törvényhozóknak a 2015-ös hivatalos fiskális számokról megegyezniük.

A jelenlegi európai bizottsági előrejelzések alapján folytatódik a fiskális konszolidáció, aminek következtében 4 százalék közelébe süllyed az USA költségvetési hiánya 2015-ben. A csökkenő fiskális hiánnyal egyetemben az idén tetőző államadósság aránya is mérséklődni fog az elkövetkező években.

A magyar GDP-növekedés 3 százalék felett maradt

A magyar gazdaság 2014 III. negyedévében regisztrált GDP-növekedési üteme a várakozásokkal összhangban enyhén visszafogottabban alakult, mint az előző negyedévben, de hazánk így is az EU élmezőnyében maradt e tekintetben. Az éves bázisú, 3,2 százalékos kitévő növekedés kizárólag a belső felhasználási tételek bővülésének köszönhető. A nettó export ugyanis önmagában 1,7 százalékponttal fogta vissza az éves bázisú GDP-bővülés ütemét. Ez két fő tényező együttállásából fakadt. Az export dinamikája lanyhult, mivel mérséklődött a külső konjunktúra, valamint egyedi hatások is hátráltatták a kivitel (autóipari leállások). A behozatal növekedési üteme felülmúlta a kivitelét az erősödő belső felhasználás és a gáztározók feltöltésének jelentős importvonzata miatt. A dinamikus gazdasági növekedést továbbra is a bruttó állóeszköz-felhalmozás vezérelte, ami bő 13 százalékkal bővült éves bázison. Az állami beruházások kiugró növekedését az országszerte zajló infrastrukturális fejlesztések magyarázzák, míg a versenyszféra mérsékeltebb beruházási teljesítményét az NHP bázisba kerülése okozta. A foglalkoztatás és a reálbérek együttes növekedése, vagyis a rendelkezésre álló jövedelem bővülése ellenére a fogyasztás csak 1 százalékkal emelkedett a III. negyedévben. Véleményünk szerint a fogyasztói bizalom emelkedésének megtörése, az óvatossági megtakarítások és a mérlegalkalmazkodás állhat a negatív meglepetés mögött. A belföldi felhasználás együttesen 4,9 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez.

A termelési oldalon a III. negyedévben kiegyensúlyozott növekedés tapasztalható: a főbb nemzetgazdasági ágak hozzáadott értéke bővült, ugyanakkor általános jelenség a lendületvesztés. Ez alól az egyedüli kivétel a mezőgazdaság, amely az orosz embargó és a kedvezőtlen árfolyamatok ellenére is kiugró negyedévet zárt (10,8 százalék). Az ipar 5,6 százalékos kitévő bővülése mögött főként a járműgyártás és az egyéb kapcsolódó ágazatok exportteljesítménye áll. Az építőipari hozzáadott érték 11,6 százalékkal bővült, melyet a közlekedési hálózat fejlesztése vezérelt. A szolgáltatások hozzáadott értéke széles bázisú, 1,7 százalékos kitévő növekedést mutatott az erősödő belső kereslet nyomán.

A hazai munkaerőpiacon az aktivitás növekedése lassult, de a foglalkoztatottság – elsősorban a közfoglalkoztatásnak köszönhetően – bővült a III. negyedévben. A munkanélküliségi ráta így 2007 óta nem látott mélypontra süllyedt. Bár a versenyszféra munkakeresletének emelkedése megtorpan, a munkaerőpiac feszessége nőtt a csökkenő munkanélküliség miatt. Ez azonban nem hatott ki a bérek alakulására: a növekedési ütem csökkent a verseny- és az állami szférában egyaránt.

A hazai fogyasztóiár-index a harmadik negyedévben is mérséklődött, 0,1 százalékkal. A tartósan alacsony inflációs környezet a szabályozott árak folytatódó csökkenésének eredménye. Emellett az inflációs várakozások mérséklődése, az olajárak beszakadása, az alacsony külső infláció és a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatása is érvényesült. Az

inflációs trendmutatók továbbra is mérsékelt inflációs környezetet jeleznek. A hazai kockázati környezet az elmúlt negyedév folyamán enyhén javult, a globálisan felerősödött kockázatkerülés ellenére is. A Fed lezárta likviditásbővítő programját, az EKB nem változtatott monetáris politikáján, míg a japán jegybank monetáris lazítást hajtott végre, így a likviditásbőség fennmaradt. A hazai fizetőeszköz több mint 2 százalékkal erősödött az euróval szemben. A magyar CDS-felár az elmúlt három hónapban összességében nem változott. A hazai 10 éves állampapírok hozama eközben jelentősen esett. A hazai jegybank ősszel a júliusi bejelentésének megfelelően nem változtatott a 2,1 százalékos alapkamaton.

A vállalatok hitelezését tekintve az elmúlt hónapokban jelentősen erősödött az NHP II. iránti kereslet. A Monetáris Tanács döntött a hiteligénylések határidejének egy évvel történő meghosszabbításáról, az új határidő 2015. december 31. A Kormány a lakossági devizahitelek kérdéskörét az elszámolási, a fair bankokról szóló törvénnyel és a forintosítással komplexen kezelte. A forintosítással megszűnik a lakossági devizahitelek árfolyamkockázata.

Legfrissebb prognózisunk szerint a magyar gazdaság dinamikus növekedése várható 2014–2015-ben, amit elsősorban a belső felhasználás bővülése vezérel. Az import növekedése idén meghaladja az exportét, de jövőre a nettó export újra pozitívan járulhat hozzá az éves GDP-növekedéshez. A gazdaság motorja idén a beruházás marad, míg 2015-ben a fogyasztás is hasonlóan meghatározó lesz. A beruházásokat a Növekedési Hitelprogram második szakaszának meghosszabbítása és az uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások segítik. A fogyasztás dinamikus növekedését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése biztosítja, melyet gazdaságpolitikai intézkedések vezérelnek. Emellett a tartósan alacsony kamat- és inflációs környezet hatására a fogyasztási hajlandóság emelkedésére számítunk, melyet nagyban segít a devizahitelek kivezetése. A magyar gazdaság kibocsátása a teljes előrejelzési horizonton elmarad a potenciálistól, a ciklikus pozíció javulása mellett a kibocsátási rés 2015 után záródhat. Idén 3,4, jövőre 2,6 százalékos GDP-növekedést várunk.

Az aktívabb foglalkoztatáspolitiká miatt a munkaerő-piaci részvétel és a foglalkoztatottság is bővíthet 2015-ben. A versenyszféra növekvő munkakereslete és a közfoglalkoztatás bővítése együtt a munkanélküliségi rátát jövőre 7 százalék közelébe mérsékelheti. A munkaerőpiac feszessége így nő, ami egyúttal a bérek gyorsuló növekedését vonja maga után.

A maginfláció jövő évi pályáját számos tényező együttesen alakítja: a gazdaság ciklikus pozíciója, a nyomott inflációs várakozások, az alacsony külső infláció és a negatív ársokkok (olaj) begyűrűzése. A kibocsátási rés szűkülésével a dezinflációs hatás csökken, továbbá a korábbi költségsokkok bázisba kerülése 2015 folyamán ismét emelkedő ütemű maginflációt hoz, ami a jövő év végére a jegybanki célszintre emelkedhet. Az éves infláció tartósan elmaradhat a szűrt mutatótól, mely főként a közműdíjcsökkentések hatását tükrözi. Emellett fennmaradhat a feldolgozatlan élelmiszerek árának csökkenése (oroszbembargó), illetve a negatív olajársokk is komoly korlátozó tényezőt jelent a pénzromlási ütem felpörgésére nézve.

2015-ben a mérsékelten emelkedő inflációt a korábbi ársokkok bázisba épülése vezérli. Az éves fogyasztóiár-index 2014-ben –0,2, míg jövőre 1,6 százalékon állhat.

A globálisan is nyomott inflációs környezet és laza monetáris politika, valamint a gazdaság ciklikus pozíciója a hazai monetáris feltételek lazításának irányába mutatnak. Meglátásunk szerint a jövő év elején nyílik lehetőség az újabb kamatcsökkentésre. Figyelembe véve azonban a fokozódó inflációs nyomást, a jegybank 2015 végén megkezdi az óvatos kamatemelési ciklust, így 2015 végén 2,2 százalékon állhat az irányadó ráta.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

	2013	2014	2015
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	1,5	3,4	2,6
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	0,1	1,6	2,7
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	5,2	15,6	7,0
Kivitel (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	5,9	7,9	6,4
Behozatal (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	5,9	9,7	6,1
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,6	6,4	7,0
Éves fogyasztóiár-index (%)*	1,7	–0,2	1,6
A jegybanki alapkamat az év végén (%)	3,00	2,10	2,20
Munkanélküliségi ráta éves átlaga (%)*	10,2	7,5	7,1
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,4	2,5	3,5
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,1	4,3	5,0
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	7,8	8,3	8,2
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	0,9	1,5	1,8

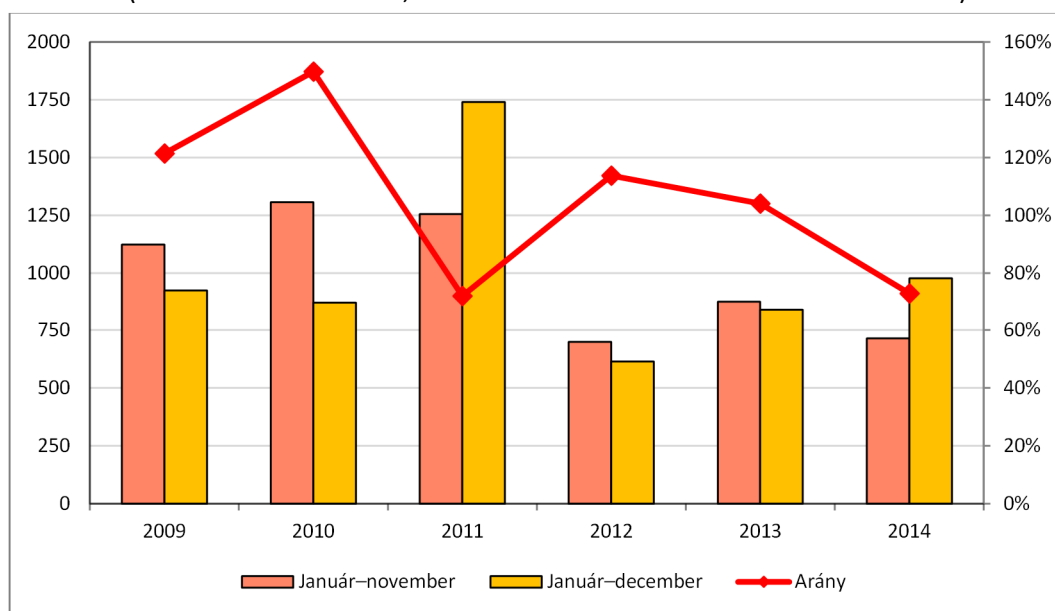
Megjegyzés: ESA2010 módszertan szerinti adatok. * Szezonálisan kiigazított adatokból számítva.

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

Nincs veszélyben a 2014. évi hiánycél és az adósságcsökkenés

2014 első tizenegy hónapjában az államháztartás központi alrendszerének hiánya 713,7 milliárd forintot, az éves előirányzat 73 százalékát tette ki. Az időarányos teljesítés vizsgálata nem feltétlenül irányadó, tekintve, hogy a kiadások az év első felében meghaladták a bevételeket, miközben az őszi hónapok rendre bevételi többletet hoztak, ráadásul az év utolsó hónapja rendszerint számos eseti tételt tartogat. Ennek ellenére jelzésértékű lehet, hogy az elmúlt években mindössze egyszer (2011-ben) fordult elő, hogy a november végi időarányos teljesítés ilyen alacsony lett volna. A központi alrendszeren belül a központi költségvetés 938,2 milliárd forint hiánnyal, míg a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 198,2, az elkülönített állami pénzalapok pedig 26,3 milliárd forint többlettel zártak.

8. ÁBRA: AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS ELSŐ TIZENEGY HAVI EGYENLEGÉNEK ALAKULÁSA (MILLIÁRD FŐRINTBAN, ILLETVE AZ ÉVES TELJESÜLÉS SZÁZALÉKÁBAN)



Megjegyzés: pénzforgalmi elszámolás. A 2014-es éves hiány az eredeti törvényi előirányzat. Forrás: NGM, MÁK

A következőkben megvizsgáljuk a költségvetés egyes tételeit külön-külön abból a szempontból, hogy az adott tétel hogyan alakult az előirányzathoz, illetve az elmúlt évek megegyező időszakához képest, és ebből következtetéseket vonunk le arra vonatkozóan, hogy hol várható érdemi felülteljesülés, illetve elmaradás. Mindezek alapján becslést adunk a 2014. évi – uniós módszertan szerinti és önkormányzati egyenleggel bővített – költségvetési deficitre vonatkozóan. Az előrejelzés elkészítéséhez az államháztartás első tíz hónapjának részletes adatait használjuk fel.⁵

⁵ A részletes novemberi adatokat csak december második felében publikálják.

Bevételek

A bevételi oldalt vizsgálva a legutóbbi szeptemberi előrejelzésünkhöz képest az áfabevételeket érintő negatív kockázatok jelentősen enyhültek, ennek köszönhetően pedig a bevételi kilátások kedvezőbbek az egy negyedévvvel korábbi helyzethez képest. A gazdálkodói befizetések terén továbbra is alulteljesülés várható, elsősorban a katát és kivát érintő, különösen mintegy 30–35 milliárd forintos elmaradásoknak betudhatóan, amit elsősorban az magyaráz, hogy a vártnál lényegesen kevesebben tértek át a tavaly bevezetett adózási formára. Ennek e fejleménynek az ellentétes irányú vetületeként ugyanakkor a társasági adó, valamint az eva terén 20, illetve 30 milliárd Ft-ot meghaladó felülteljesülés körvonalazódik. A kisadókön felül az energiaellátók jövedelemadója, valamint az egyéb központosított bevételek tekintetében is egyaránt 20-20 milliárd forint körüli kiesés valószínűsíthető. Ez utóbbi soron jelentkeznek többek között a tavaly nyáron bevezetett elektronikus útdíjból származó bevételek is, e téren azonban csak minimális elmaradás látszik az erre az évre tervezett 133 milliárd forintos előirányzathoz képest. Mindent egybevetve úgy véljük, hogy a gazdálkodói befizetések 60 milliárd forinttal a tervezett szint alatt maradhatnak.

A fogyasztási típusú adóknál még ennél is jelentősebb elmaradás mutatkozik, noha az utóbbi hónapok jelentős áfabevételt hoztak, amivel az áfasoron jelentkező kockázatok is mérséklődtek. Összességében azonban továbbra is mintegy 65 milliárd forinttal alulteljesülhet a legnagyobb forgalmi típusú adó. Ez gyakorlatilag csak a tervezettnél lényegesen alacsonyabb inflációs ütemmel magyarázható⁶, azaz az online pénztárgépek alkalmazásának fehéritő hatásával kapcsolatos kormányzati várakozások beigazolódni látszanak. Ezt támasztja alá az is, hogy a belföldi befizetések növekedése jellemzően a kereskedelmi és a gépjármű-javítási szektorhoz köthető. Az áfánál lényegesen kisebb mértékű – prognózisunk szerint 10 milliárd forint körüli – elmaradás valószínűsíthető a jövedékiadó-bevételek esetében, elsősorban a dohánytermékekből befolyó adóbevételek bázistól elmaradó alakulására visszavezethetően. Ennek hátterében a cigarettáról a fogyasztási dohány irányába megfigyelhető jelentős átrendeződés, illetve a tovább erősödő illegális forgalom húzódik meg⁷.

A lakossági befizetések túlnyomó többségét jelentő személyi jövedelemadó esetében a bevételek prognózisunk szerint 65–70 milliárd forinttal a tervezett szint felett teljesülhetnek. A növekedésben a vártnál dinamikusabban bővülő foglalkoztatás, valamint áttételesen a katát, kivát választók terven aluli száma egyaránt közrejátszott. Részben hasonló okokra visszavezethetően jelentős, 200 milliárd forintot meghaladó többlet várható a járulékok esetében is. Alapvetően az szja és a járulékok számottevő felülteljesítése áll az adó- és járulékbefizetések terven felüli alakulása mögött. Tovább javítja emellett a várható bevételi

⁶ A Kormány az idei költségvetés tervezésekor 2,4 százalékos inflációval számolt, ami önmagában a jelenleginél mintegy 75 milliárd forinttal magasabb áfabevételeket jelentett volna.

⁷ A GfK kutatása szerint az illegális cigarettaforgalom Magyarországon 2012-ben 5,8 százalék volt, a tavalyi év végére 11,8 százalékra ugrott, az idén pedig 12,1 százalékot ér el.

szintet, hogy a tervezetthez képest több mint 10 milliárd forinttal magasabb összegért sikerült értékesíteni a meghirdetett frekvenciasávok használati jogát.⁸

Összességében megállapítható, hogy a gazdálkodói befizetések és a fogyasztási típusú adók terén várható elmaradásokat bőven ellensúlyozza a személyijövedelemadó-bevételek, valamint a járulékok terven felüli teljesülése, így összességében mintegy 170 milliárd forintos bevételi többlettel számolunk 2014-ben.

Kiadások

A kiadási oldalon is látható két nagyobb és néhány kisebb tétel, ahol az előirányzathoz képest eltérés prognosztizálható. A lakásépítési támogatások mintegy 40 milliárd forinttal a tervezett alatt maradhatnak elsősorban az árfolyamgát-konstrukciót igénybe vevők terven aluli létszámbővülésére visszavezethetően. A Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap kiadásai a családi támogatások soron⁹ jelentkező alulteljesítésnek betudhatóan 25–30 milliárd forinttal ugyancsak elmaradhatnak az előirányzattól. Ezzel szemben a Nemzeti Foglalkoztatási Alap kiadásai mintegy 10 milliárd forinttal haladhatják meg az eredetileg tervezettet. A várható túlfutás magyarázatául itt a szélesedő közmunkaprogram szolgál.

A központi alrendszer kiadásai között a legnagyobb bizonytalanság a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok terén mutatkozik. A nettó kiadások – a fejezeteket érintő mintegy 40 milliárd forintos zárolás¹⁰ ellenére – éves szinten kedvező forgatókönyv esetén is 150 milliárd forinttal a költségvetési törvényben előirányzottan felül teljesülhetnek, további negatív kockázatok mellett¹¹. A nettó kamatkiadások terén ugyanakkor a tervhez viszonyítva 100 milliárd forint körüli javulással számolunk, ami az előbbi hatást némiképp ellensúlyozhatja.

Összességében tehát a központi alrendszer kiadási oldalán a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok esetében prognosztizált felülteljesülést a nettó kamatkiadások, lakástámogatások, valamint a szociálpolitikai alap terv alatti kiadási tételei ellensúlyozhatják.

Önkormányzatok

Az önkormányzatok nem konszolidált pénzforgalmi egyenlege az első fél év végén 103,7 milliárd forintos többletet mutatott, ami némi romlást jelent az első negyedévi, 125 milliárd forintra rúgó szufficithez képest, jócskán meghaladja ugyanakkor az alrendszer a költségvetési törvényben az idei évre tervezett 30 milliárd forintos többletét. Az adatokból

⁸ A bevétel pénzforgalmi és eredményszemléletű megközelítésben is a 2014. évet érinti. Kérdéses azonban a többletbevétel egyenlegjavító hatása, tekintve, hogy az állami vagyonnal kapcsolatos bevételek szolgálnak a Beruházási Alapnál feltüntetett egyedi beruházási kiadások finanszírozására. A Beruházási Alap egyes tételeit érzékenyen érintette a nyári zárolás, kérdéses tehát egyes tételek esetében, hogy sor kerül-e a feloldásra.

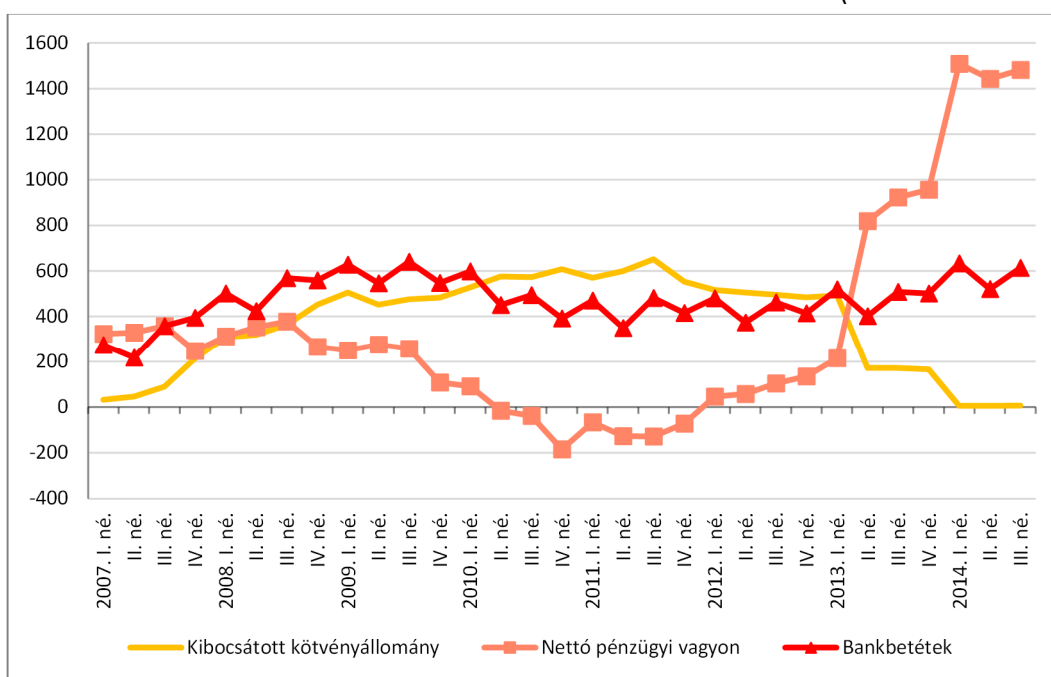
⁹ Ide tartozik többek között a családi pótlék, a gyés.

¹⁰ A 2014. évi hiánycél tartásához szükséges intézkedésekről szóló 1381/2014. (VII. 17.) kormányhatározat alapján.

¹¹ Prognózisunkban a júliusi zárolások feloldásával nem számoltunk.

azonban biztos alapokon álló következtetést nem tudunk levonni egyrészt a nem konszolidált mutatók miatt, másrészt pedig az önkormányzati választások nyomán a harmadik negyedév súlya minden bizonnyal jelentős lehetett a kiadási tételek esetében. Erre utalhat az is, hogy míg a bevételek időarányosan teljesültek az első félévben, addig a kiadások csaknem 100 milliárd forinttal elmaradtak az időarányostól, döntően a beruházások alig 30 százalékos, a felújítások pedig 40 százalék alatti teljesülése nyomán. A Magyar Nemzeti Bank által publikált államháztartási pénzügyi számlák azonban azt jelzik, hogy – jóllehet a kötelezettségek emelkedtek valamelyest a harmadik negyedévben – az önkormányzatok nettó pénzügyi vagyona szeptember végén javulást mutatott júniushoz képest.

9. ÁBRA: AZ ÖNKORMÁNYZATOK GAZDÁLKODÁSÁNAK FŐ ADATAI (MILLIÁRD FORINT)



Forrás: MNB

Szeptemberben a 2015. évi költségvetési törvény tervezésekor¹² az NGM az idei évre előirányozottnál lényegesen magasabb, 115 milliárd forintos önkormányzati többlettel számolt. A fenti adatok alapján ennél kisebb volumenű, de a 2014-re előirányozottnál érezhetően magasabb, az első félévit megközelítő év végi önkormányzati többlettel számolunk.

¹² A Költségvetési Tanácsnak átadott háttéranyagok alapján (<http://kfib.hu/hu/hungarian-budget-2015>; letöltés ideje: 2015. november 12.).

Intézkedések

Az őszi hónapokban alapvetően két kormányzati intézkedés gyakorolt számottevő hatást a korábban tervezett költségvetési pályára. Elsőként november eleji határozatában¹³ a Kormány feloldotta a júliusban elrendelt, az általános tartalékot érintő 20 milliárd forintos zárolást: ezzel a nyári 110 milliárd forintból 90 milliárd maradt érvényben. Ennél is jelentősebb az idei költségvetési törvény decemberi módosítása¹⁴, ami amellet, hogy leképezi a kormányzati részesedésvásárlásokat és tőkeemeléseket¹⁵, további 47,7 milliárd forint értékben az eredményszámla hiányt is érintő kiadási tételeket is meghatároz. Ez utóbbiak költségvetési fedezeteként hasonló összegű kiadásmódosítás történik a rendkívüli tartalékok előirányzatán. Az uniós hiány szempontjából is mérvadó kiadások emelkedése mögött négy tétel húzódik meg:

- Magyar Posta méltánytalan többletterhének megtérítése: 9,1 milliárd forint;
- Közlekedésfejlesztési Koordinációs Központ (a közúti infrastruktúra fenntartása, színvonalának javítása érdekében): 10 milliárd forint;
- Eximbank Zrt. tőkeemelése: 20 milliárd forint;
- Elektronikus Közúti Áruforgalom Ellenőrző Rendszer bevezetésével kapcsolatos fejlesztések: 8,6 milliárd forint.

A fenti két intézkedés összességében közel 70 milliárd forintos kiadást jelent a tartalékok terhére, ez pedig önmagában mintegy 0,2 százalékponttal emeli az idei hiányprognózisunkat (tekintve, hogy korábban a rendkívüli tartalék el nem költésével számoltunk).

A hiány alakulása

A fentiek eredményeképpen az eredményszámla hiány a rendkívüli tartalék fennmaradó részének megőrzésével számolva 0,1 százalékponttal kedvezőbb lehet a költségvetési törvényben tervezett 2,9 százalékos GDP-arányos deficitnél. A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai, illetve a társaságiadó-bevételek teljesülését mindazonáltal még viszonylag jelentős bizonytalanság övezi, tekintve, hogy az év utolsó hónapjainak súlya lényegesen nagyobb az időarányosnál. Negatív kockázatot jelentenek továbbá az önkormányzatok: kérdéses, hogy az őszi önkormányzati választásokat követően is fennmaradhat-e a költségvetési törvényben szereplő többletet jócskán meghaladó szufficit¹⁶.

¹³ A 2014. évi hiánycél tartásához szükséges intézkedésekről szóló 1381/2014. (VII. 17.) kormányhatározat módosításáról szóló 1595/2014. (XI. 3.) Korm. határozat értelmében a rendkívüli kormányzati intézkedéseket érintő 20 milliárd forintos zárolást feloldották.

¹⁴ 2014. évi LXXXIV. törvény a Magyarország 2014. évi központi költségvetéséről szóló 2013. évi CCXXX. törvény módosításáról.

¹⁵ Főgáz Zrt.; Antenna Hungária Zrt.; AVE Magyarország Kft.; Magyar Gáz Transzít Zrt.; MVM Paks II. Atomerőmű Fejlesztő Zrt.

¹⁶ Az NGM a 2015. évi költségvetési törvény tervezésekor (2015. október) 115 milliárd forintos 2014. évi önkormányzati többlettel számolt, szemben a törvényben szereplő 30 milliárd forintos előirányzattal.

2. táblázat: A 2014-es költségvetés kockázatai (eltérések az előirányzattól)¹⁷

Bevételi oldal	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	-60	-0,2
Fogyasztási típusú adók	-65	-0,2
Lakossági befizetések	80	0,3
Járadékok	205	0,6
Egyéb (reklámadó, frekvenciadíj)	15	0,0
Összesen bevételi kockázat	175	0,5
Kiadási oldal		
Költségvetési szervek kiadásai és szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai ¹⁸	150	0,5
Lakásépítési támogatások	-40	-0,1
Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap	-25	-0,1
Nettó kamatkiadások	-100	-0,3
Nemzeti Foglalkoztatási Alap	10	0,0
Állami vagyonnal kapcsolatos kiadások (részesedésvásárlások)	165	0,5
<i>Országvédelmi Alap</i>	-52	-0,2
Összes kiadási kockázat	108	0,3
<i>Központi alrendszer egyenlege</i>	-67	-0,2
<i>Önkormányzati alrendszer egyenlege</i>	-100	-0,3
<i>ESA-híd¹⁹</i>	147	0,5
Mindösszesen	-20	-0,1

Forrás: Századvég-számítás

Az államadósság alakulása

Az Alaptörvény rendelkezései értelmében a változatlan árfolyamon számolt bruttó államadósság GDP-hez viszonyított arányának csökkennie kell az előző évi adósságrátahoz viszonyítva. Az idei évi GDP- és hiányprognózisunkat figyelembe véve a 2013. év végi árfolyamon számolt EDP²⁰-jelentés szerinti adósság a tavalyi 77,3 százalékról 75,3 százalékra mérséklődhet, de várakozásaink szerint aktuális árfolyamon is 76,5 százalékra csökken az év végi adósságráta²¹. A mutató kedvező alakulásában jelentős szerepe van a rendkívül

¹⁷ A pozitív értékek valamennyi esetben (kiadások, bevételek) az előirányzathoz képest számított felülteljesülést, a negatívak pedig elmaradást jelölnek, az ESA-híd estében a pozitív érték egyenleget rontó hatású.

¹⁸ A zárolás hatásait figyelembe véve.

¹⁹ A pénzforgalmi és az eredményszemléletű hiány közötti átjárhatóságot megteremtő ESA-híd a szaktárca októberi előrejelzése szerint a 67 milliárd forintos törvényi előirányzattal szemben -80 milliárd felett alakulhat.

²⁰ Excessive Deficit Procedure –túlzottdeficit-eljárás.

²¹ A stabilitási törvény szerinti Gst-adósság alakulásának számítása tekintetében nehézséget okoz, hogy a 2013. évi zárszámadási törvény még az ESA'95 szerinti számot közöl, ezért a várható idei évi GDP-arányos adattal való

dinamikus gazdasági növekedésnek, ami a folyó áras GDP 5,9 százalékos bővülésén keresztül mérsékli az adósságrátát²².

A szeptember 30-i EDP-jelentés szerinti bruttó államadósság megközelítőleg 25,1 ezer milliárd forintot tett ki, ami lényegesen meghaladja azt a szintet, ami a kormányzati kommunikációban többször visszaköszönő 1,7 százalékpontos év végi adósságcsökkentéshez szükséges. Amennyiben azonban figyelembe vesszük, hogy ez a szám a kormányzati betétek rendkívül magas – 2000 milliárd forint feletti – szintje mellett állt elő, akkor reálisabbnak tűnik a célok elérése, mindehhez azonban a Kincstári Egységes Számla (KESZ) állományának a tavaly év végéhez hasonló mértékű, 800–900 milliárd forintos apasztására is szükség van. Ezt látszik alátámasztani az is, hogy a 2015. évi költségvetési törvény tervezési folyamata kapcsán nyilvánosságra került kormányzati finanszírozási terv a forint KESZ mintegy 700 milliárdos és ezzel párhuzamosan a Prémium Euró Magyar Államkötvény forgalomban lévő állományának több mint 300 milliárd forintos csökkentésével számol decemberben.

összehasonlítás nehézkes, közelítő számításaink szerint a Gst-adósság esetében még az EDP-jelentés szerinti uniós módszertanú adósságrátánál is nagyobb lehet a javulás mértéke.

²² Sajnálatosan az ESA2010 bevezetéséből fakadó hatások vizsgálatát nagymértékben nehezíti, hogy 2014-re vonatkozóan csak az első fél évig bezárólag állnak rendelkezésre a korábbi módszertan szerint GDP-adatok.

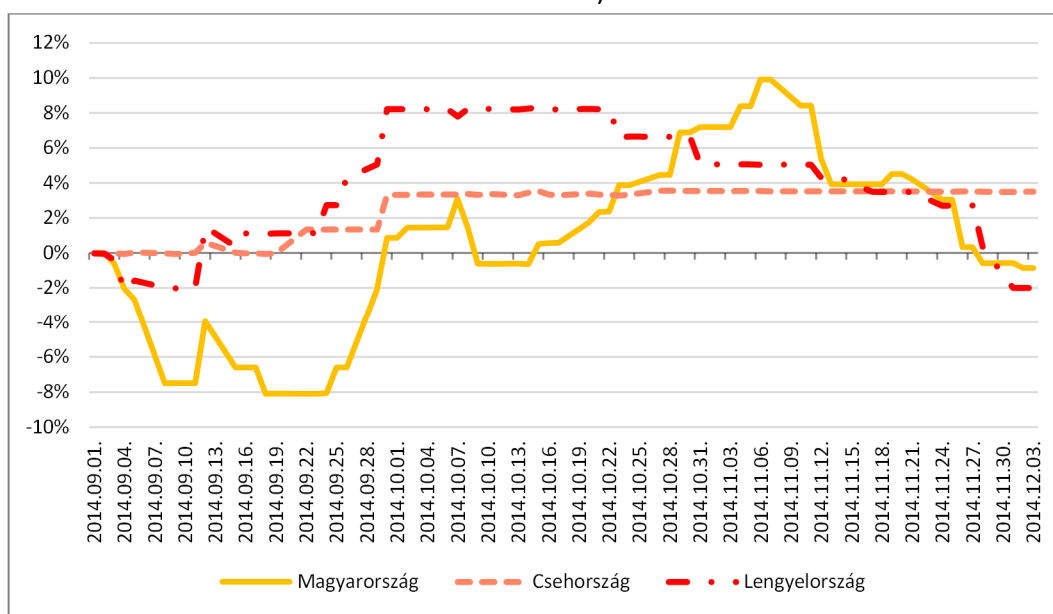
Tartósan alacsony alapkamat, stagnáló CDS, erősödő forint

Adósságfinanszírozás

Az idei év harmadik negyedében az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 25 112 milliárd forint volt, ami a GDP 83 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 80,3, és a december végi 79,3 százalék után. Az adósságot 330 milliárd forint nettó hiteltörlesztés csökkentette, míg 6 milliárd forint árfolyamveszteség növelte a harmadik negyedévben. 2014. július 28-án járt le egy 5 éves, 1 milliárd eurós devizakötvény. Az adósságot ideiglenesen növelte a március végén kibocsátott 3 milliárd dollár összegű devizakötvény, amely a júliusban lejárt mellett a novemberi lejáratút finanszírozta, így éves szinten nem emeli majd az adósságot. Ezenfelül az adósságállomány forintban kimutatott értékének növekedését magyarázza a tavaly év végi 296,91 HUF/EUR árfolyamtól szeptember végén jelentősen gyengébb devizaárfolyam (310,36 HUF/EUR) is.

Véleményünk szerint a támogató nemzetközi környezet hatására a forint árfolyama tartósan viszonylag stabil maradhat, így – mint azt már jeleztük – a magas devizaárány ellenére az adósságráta csökkenhet, ehhez azonban már jelentősebb előtörlesztésre és/vagy még erősebb forintárfolyamra van szükség.

10. ÁBRA: AZ 5 ÉVES CDS-FELÁRAK ALAKULÁSA A RÉGIÓBAN (2014. SZEPTEMBER 1-JEI BÁZIS²N)



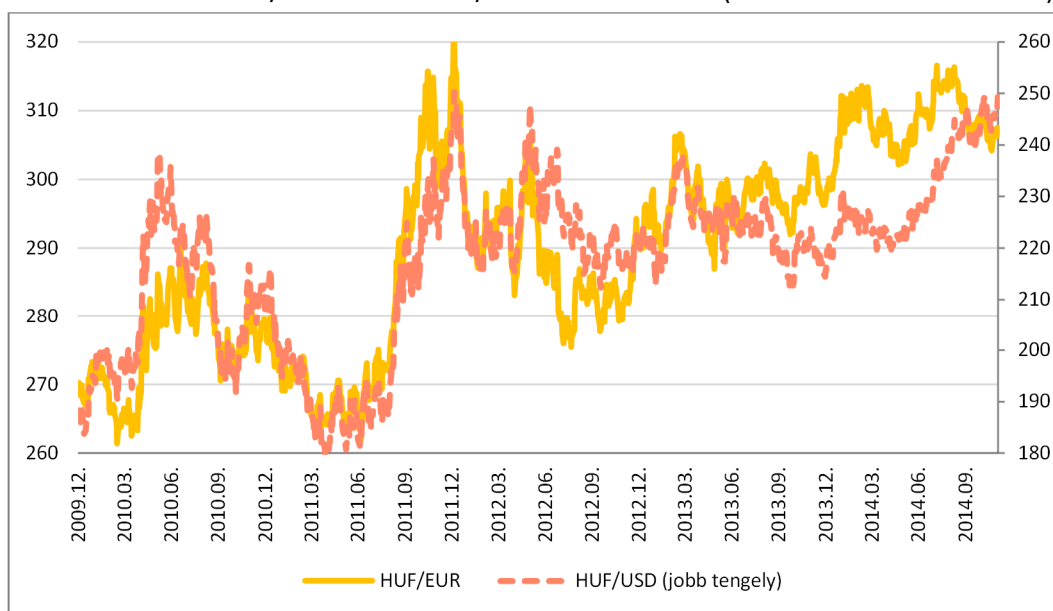
Forrás: Thomson Reuters

A Fed az őszi folyamán lezárta eszközvásárlási programját. Az EKB nem változtatott monetáris politikáján, bár a TLTR² program indítása a várakozásokat alulmúló érdeklődésre tartott számot. A globális likviditásbőség véleményünk szerint azonban így is fennmaradhat, melynek

elsődleges forrása a Bank of Japan erősödő monetáris lazítása. Ennek értelmében az eddigi évi 60 ezer milliárdról 80 ezer milliárd jenre, nagyjából 725 milliárd dollárra bővíti eszközvásárlásait a japán központi bank.

Az 5 éves magyar CDS értéke 165 bázispontos kezdő szeptember eleji értékéről 164 bázispontra csökkent 2014. december elejére. Lengyelországban és Csehországban alacsonyabb bázisról mérsékelten változott a CDS értéke az elmúlt három hónapban, előbbiben 1 bázisponttal csökkent, míg utóbbiban 2 bázisponttal emelkedett. A forint árfolyama jelentősen erősödött az elmúlt időszakban az euróval és a svájci frankkal szemben, míg egy dollárért több forintot kellett adni: egy euró 307, egy svájci frank 255, egy dollár pedig 249 forintba került december elején; utóbbi historikus csúcsnak számít. Kitekintve a régióra a cseh korona és a lengyel zloty esetében az árfolyamok 1–2 százalékot erősödtek az euróval szemben a vizsgált időszakban.

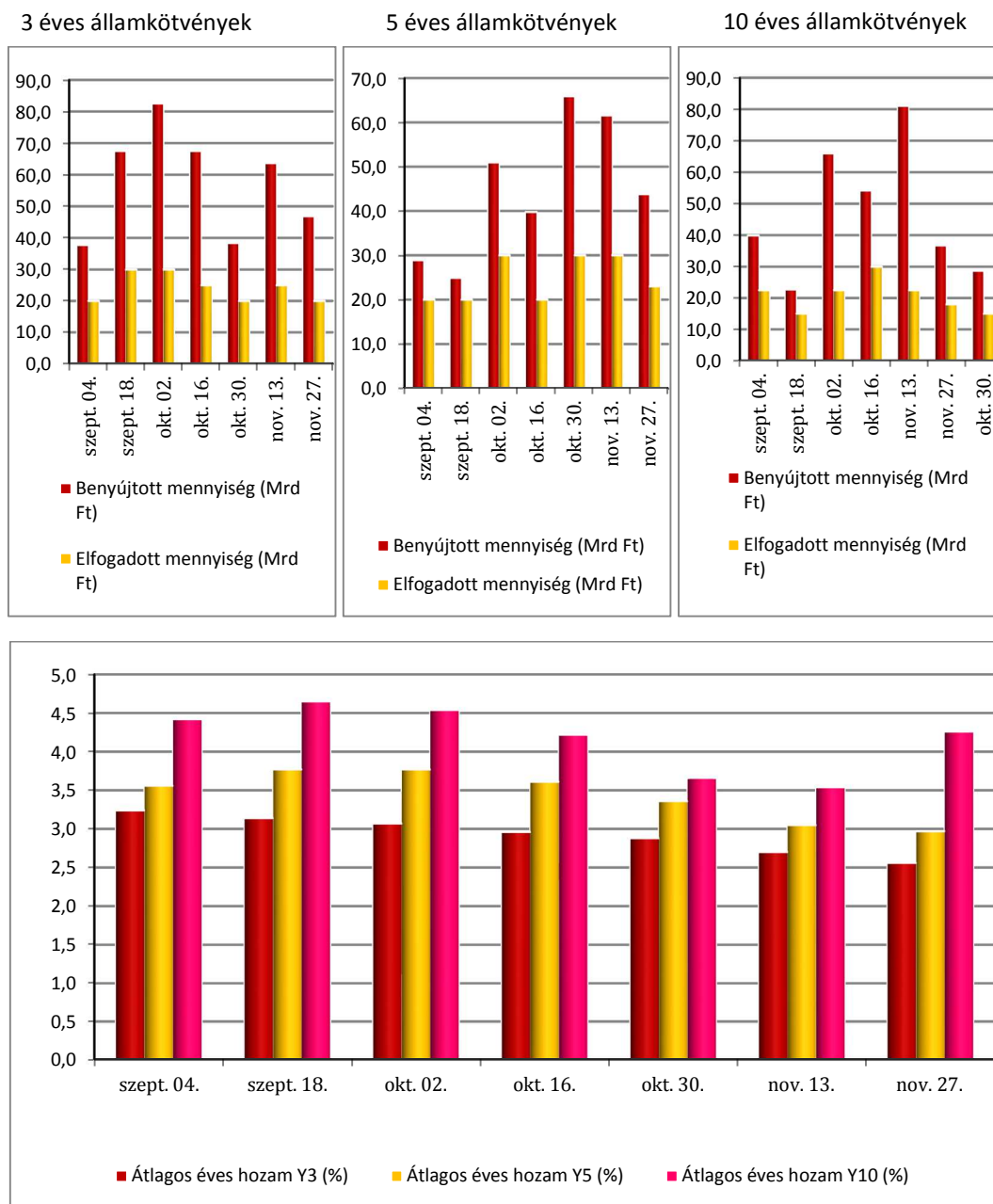
11. ÁBRA: EURÓ/FŐRINT ÉS USD/FŐRINT ÁRFOLYAM (2010–2014. NOVEMBER)



Forrás: MNB

Az állampapír-piaci aukciókon elért hozamok a futamidő függvényében különbözőképpen alakultak. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében (16 bázisponttal) nőttek, míg az egyévesnél kismértékben (7 bázisponttal) csökkentek a hozamok. Továbbá az államkötvények (3–10 éves lejárat) esetében 47–87 bázispont közötti markáns csökkenés volt megfigyelhető. Mind a diszkontkincstárjegyek, mind az állampapírok kibocsátása során előfordult olyan eset, amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben csak három alkalommal (mindegyik esetben a diszkontkincstárjegy-kibocsátásnál), összességében azonban mindkét értékpapírcsoportban markáns többletkibocsátás mutatkozott a szeptember–november időszakban.

12. ÁBRA: AZ ÁLLAMKÖTVÉNY-AUKCIÓK MENNYISÉGI ÉS HŰZAMADATAI

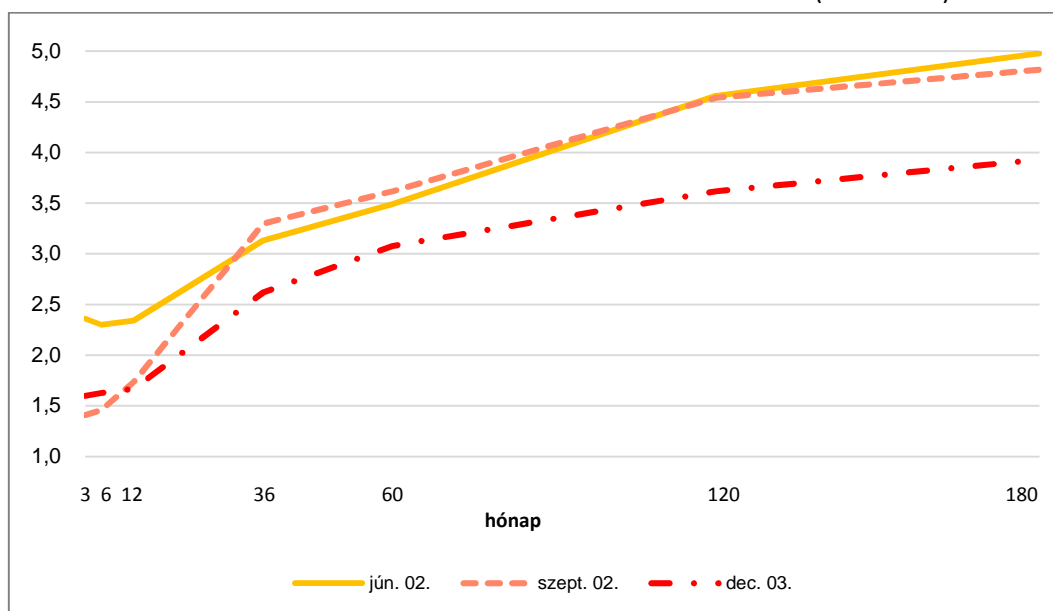


Forrás: ÁKK Zrt.

Az elmúlt időszakban a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során az október 9-i és az október 22-i 12 hónapos DKJ és az október 21-i 3 hónapos DKJ kivételével minden esetben meghaladta az elfogadott mennyiség a meghirdetett összeget. Az időszak egészét tekintve az ÁKK jelentős mennyiségben, 258 milliárd forint értékű többletkibocsátást hajtott végre a diszkontkincstárjegyek esetében. Az éven túli papíroknál a vizsgált időszakban nem volt olyan alkalom, amikor a meghirdetettnél kevesebbet fogadott el az ÁKK. Össességében 103 milliárd forinttal többet fogadtak el a meghirdetethez képest, és további 173 milliárd forintnyi többletkibocsátás történt.

A másodpiaci hozamgörbe szeptember elejéhez képest december elejére jelentősen módosult. A jegybanki alapkamat 2014 júliusa óta változatlan (2,1 százalék) maradt ugyan, de egyrészt a kedvező hazai pénzügyi piaci hangulat miatt a piaci szereplők hosszították portfóliójuk átlagos hátralévő futamidejét, ezért kismértékben emelkedtek a hozamok a hozamgörbe rövid végén, míg jelentősen csökkentek a hozamgörbe hosszú végén, ezáltal a hozamgörbe laposabbá vált. A hozamgörbe rövid végén 17 és 19 bázisponttal emelkedtek a hozamok, míg az egyéves futamidőnél 7 bázispontos csökkenés volt megfigyelhető. A hosszabb futamidők esetében 54 és 92 bázispont közötti volt a hozamesés. Az, hogy a hozamgörbe rövid vége a kamatvágás vége óta eltelt időszak folyamán is e kamatszint alatt maradt (43–50 bázisponttal) a nagy likviditásbőségnek tudható be. A külföldi piaci szereplők mellett ugyanis a hazai intézményi befektetők és befektetési alapok is megjelentek (mivel ők sem tarthatnak jegybanki betéteket).

13. ÁBRA: A REFERENCIAHŰZAM-GÖRBE VÁLTÁSA (SZÁZALÉK)

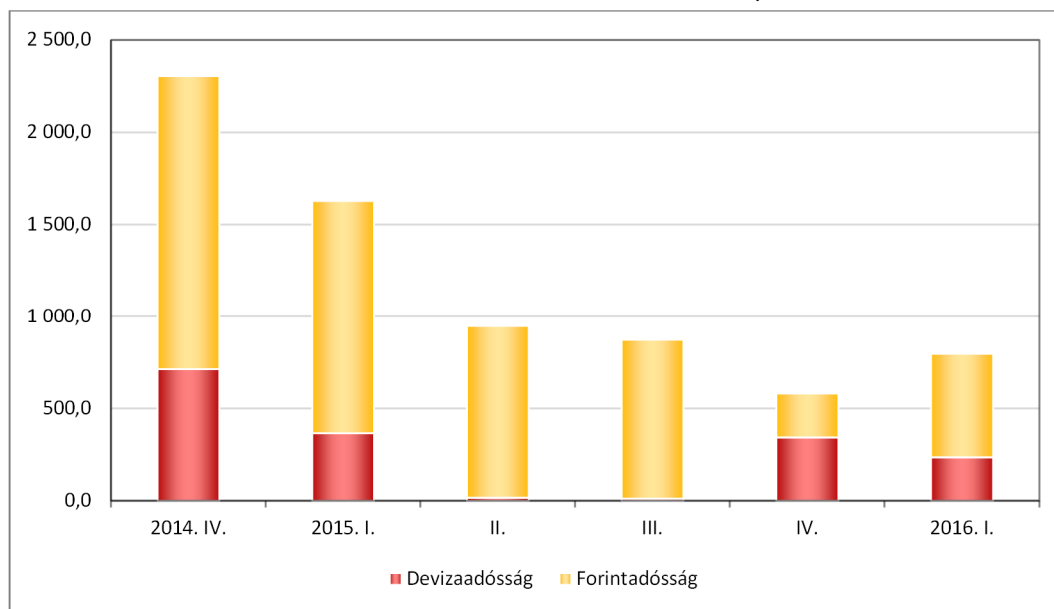


Forrás: ÁKK Zrt.

A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő eszközei népszerűsítésére törekszik a hazai befektetők körében. Továbbá a jegybank augusztus 1-jétől ismét kéthetes betétet alkalmaz, amelyet külföldiek nem vásárolhatnak. A jegybank a külföldiek által tartott hazai kéthetes betétállományt közel 800 milliárd forintra becsülte, amely megjelenhet a hazai állampapírpiacra. Ez nem így történt, a külföldiek által tartott állampapír-állomány még csökkent is (az áprilisi bejelentéstől számítva, 4798-ról október végére 4785 milliárd forintra). A külföldiek zömében valószínűleg hazai bankok segítségével, felárral jutottak kéthetes betéthez, továbbá kisebb részben átváltották forintjukat. A cél ezzel az államadósság devizaarányának csökkentése, amely egy esetlegesen gyengülő forint esetében sem emeli meg drasztikusan a GDP-arányos bruttó államadósságot. 2014 októberének végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 2354 milliárd forintra emelkedett. Az

államadósság devizaaránya kismértékben csökkent, a július végi 40 százalék után október végén 39 százaléknak felelt meg, és továbbra is eleget tesz a finanszírozási tervben meghatározott 45 százalékos maximumnak.

14. ÁBRA: A KÖZPONTI KÖLTSÉGVETÉS ADÓSSÁGÁNAK LEJÁRATI SZERKEZETE (MILLIÁRD FŐRINT, 2014. SZEPTEMBER VÉGI ÁLLAPOT)



Forrás: ÁKK Zrt.

A központi költségvetés adósságának lejárat szerkezetét vizsgálva fontos kiemelni, hogy az Európai Bizottság hitelének egy része – 2 milliárd euró – esedékes 2014 negyedik negyedévében. Az árfolyamkockázatot tekintve akár jelentősen módosulhat a lejáró összeg forintellenértéke.

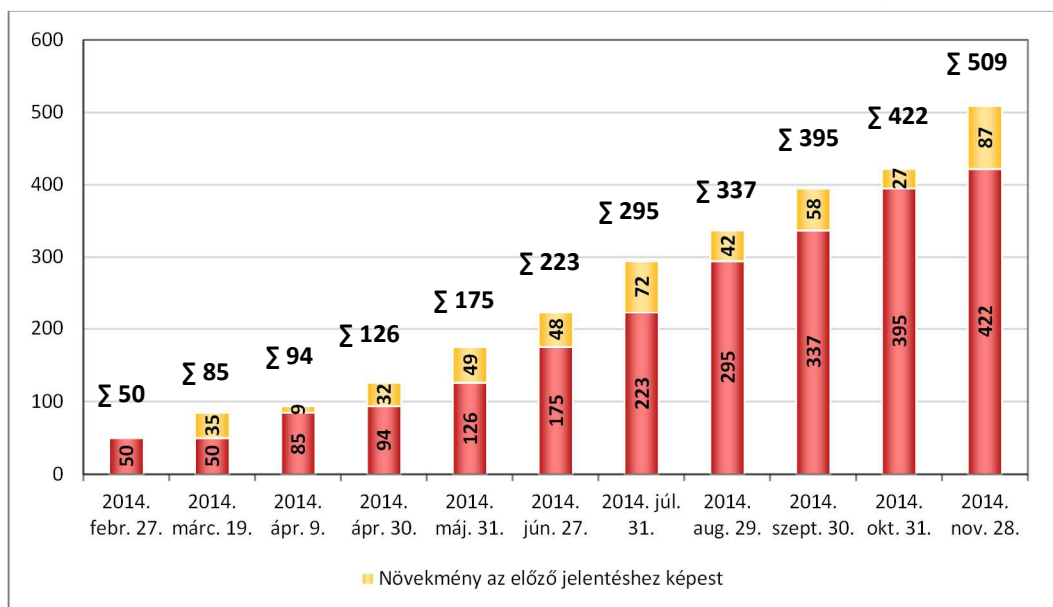
Az ország stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2014. június vége óta az MNB devizatartalékai jóformán stagnáltak, és szeptember végén 35 684 millió eurót tettek ki. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz jegybanki tartalékai (markánsan) magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei, amin a forintosítás keretében a bankrendszernek felajánlott közel 8 milliárd euró sem változtat. Egyrészt, mert az összeg egy része csak elnyújtva csökkenti a devizatartalékokat (előreláthatólag 3 év alatt), másrészt az EU-transzferek növelik azt, harmadrészt pedig a mutató nevezője – a rövid lejáratú külföldi adósság – 26,5 milliárd eurót tesz ki.

Növekedési Hitelprogram

Minden hónap első keddjén teszi közzé a Magyar Nemzeti Bank az aktuális statisztikát a Növekedési Hitelprogram (NHP) keretében nyújtott hitelek alakulásáról. A legfrissebbet 2014. december 2-án jelentette meg, amelyből néhány markáns folyamatot érdemes kiemelni.

A hitelezési környezet szempontjából jelentős lépést tett az MNB a Növekedési Hitelprogram II. szakaszának meghosszabbításával. A jegybank 2014. október végi döntése értelmében a hitelek megkötésének határideje egy évvel tolódik ki. A hitelek lehívására pedig egyes hitelcélok esetében további fél esztendő áll rendelkezésre. Jelenleg a II. szakaszban rendelkezésre álló 1000 milliárd forintos keret további 1000 milliárd forinttal bővíthető. A program kihasználtsága a szeptember–novemberben kötött új szerződésekkel (172 milliárd forint) együtt számolva összesen 509 milliárd forintot tett ki.

15. ÁBRA: AZ NHP II. KERETÉBEN IGÉNYELT HITELEK KUMULÁLT ÉRTÉKE (MILLIÁRD FORINT)²³



Forrás: MNB

Az eddig leszerződött hitelösszeg 98 százaléka új hitelként került az igénylőkhöz. Ezen belül a beruházási hitelek (és új lízingügyletek) részesedése 59 százalék, az új forgóeszközhiteleké 28 százalék, míg az új EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított arány 13 százalék. A nagybankok kihelyezéseinek felét teszik ki a beruházási hitelek, míg a kis- és közepes bankoknál, valamint a takarékszövetkezeteknél a hitelek túlnyomó többsége ilyen célú. Az EU-s hitelek nyújtásával főként a nagybankok foglalkoznak a programban. Vállalati méret szerint tekintve megállapítható, hogy a mikrovállalkozások hitelfelvétele közel 80 százalékban új

²³ Az adatok csak 2014. április 30-tól (ebben a hónapban haladta meg az NHP II.-ben szerződött hitelek összege a 100 milliárd forintot) állnak rendelkezésre a hónapok végeire vonatkozóan, előtte az MNB csak esetleg közölt adatokat.

beruházási hitelekre irányul, míg a kis- és közepes vállalkozásoknál 50 százalék körüli az új beruházási hitelek részesedése.

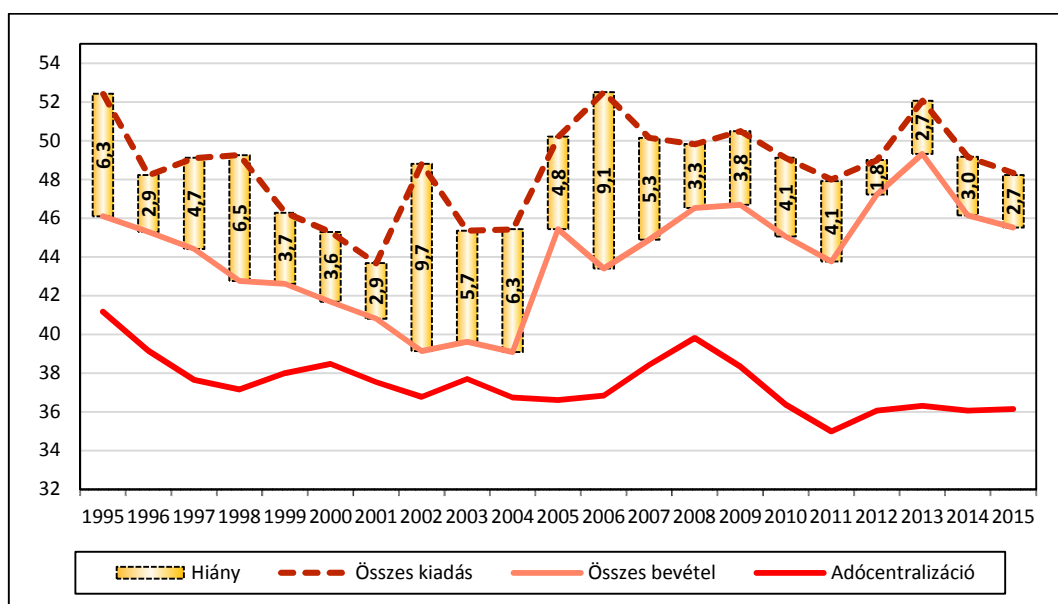
Az ágazati eloszlást tekintve a mezőgazdaság, a kereskedelem, javítás és a feldolgozóipari ágazatok részesedése kimagasló, a hitelek közel háromnegyede erre a három területre irányult. Véleményünk szerint az 1000 milliárdos hitelkeret a jelenlegi tendenciákat figyelembe véve jövő év végéig elfogyhat. Ha a bankok alapos hiteladós-minősítés után nyújtanak hitelt a vállalkozásoknak, akkor a megfelelő volumenű és struktúrájú, döntően tehát beruházásokat elősegítő hitelezés jelentősen ösztönözheti a gazdaság növekedését.

A mérsékelt összegű tartalékok ellenére reális a jövő évi hiánycél

Október végén a Kormány benyújtotta a 2015. évi költségvetési törvény tervezetét, melyhez december elején a parlament Költségvetési bizottsága összegző módosító javaslatot terjesztett elő. November végén pedig kihirdették az adótörvények jövő évi módosításait²⁴. A fejezetben szereplő elemzések alapvetően erre a három dokumentumra épülnek. Először felvázoljuk a költségvetésitörvény-tervezet és az adócsomag legfontosabb jellemzőit, sarokszámait. Ezt követően a saját 2014. évi előrejelzésünkre építve jelezzük előre a legfőbb 2015. évi tervszámokat, ami alapján körvonalazódnak a kormányzati prognózissal szembeni eltérések és ezek alapján a legfontosabb, a költségvetési egyenleget érintő kockázatok.

A 2015. évi költségvetés bemutatása

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



Megjegyzés: A 2014. és 2015. évi adatok előirányzatok, a többi tényadat. Forrás: MKOGY

A 2015. évi költségvetésitörvény-tervezet szerint a konszolidált pénzforgalmi kiadások a GDP 48,2 százalékát, míg a bevételek a 45,5 százalékát teszik ki. A GDP-arányos kiadások esetében 1 százalékpontos, a GDP-arányos bevételek tekintetében ennél kisebb mértékű, 0,6 százalékpontos csökkenés²⁵ figyelhető meg a tavalyi évi GDP-arányos előirányzatokkal

²⁴ 2014. évi LXXIV. törvény az egyes adótörvények és az azokkal összefüggő más törvények, valamint a Nemzeti Adó- és Vámhivatalról szóló 2010. évi CXXII. törvény módosításáról.

²⁵ A 2014. évi arányszámoknál a nevezőben (folyó áras GDP) – az összehasonlíthatóság szempontját szem előtt tartva – a jövő évi költségvetési törvényben szereplő, már ESA2010 szerinti 2014-re vonatkozó GDP-prognózist szerepeltettünk.

szemben. Az adócentralizáció mértéke pedig az utóbbi években tapasztalt stagnáló pályán maradhat a módosított költségvetési tervezet szerint.

A törvénytervezet szerint a 16 058 milliárd forint értékű konszolidált pénzforgalmi kiadások reálértéken (2014. évi összehasonlító áron) 1,5 százalékkal emelkednek 2015-ben, míg a bevételek mintegy 2,1 százalékkal növekednek reálértelemben, mindkét mutató lényegesen elmarad a gazdasági növekedés tervezett 2,5 százalékos bővülésétől.

Az adóbevételek az összes konszolidált bevétel 79,2 százalékát teszik ki, az GDP-hez viszonyított érték – azaz az adócentralizáció – pedig a költségvetési módosítóknak köszönhetően 36,1 százalékon marad. Ez nem jelent ugyan csökkenést a 2014. évi előirányzathoz képest, az idei évben azonban várhatóan felülteljesülnek az adóbevételek a jelentős mértékű 2014. évi járulékbevételi többlet nyomán, így a kormányzati tervszámok mögött csökkenő adócentralizációs mérték húzódik meg.

A bevételek és kiadások különbsége, azaz a pénzforgalmi hiány a költségvetésitörvénytervezet szerint a GDP 2,7 százaléka, ami a pénzforgalmi és eredményszemléletű hiányok közötti átjárást biztosító, úgynevezett ESA-híd korrekciója után 2,4 százalékos GDP-arányos deficitet és 927 milliárdos eredményszemléletű nominális hiányt jelent.

A 2015. évi adótörvények jelentős átrendeződést nem hoztak, a szakértői várakozásoktól elmaradó horderejű áramvonalasításra került sor (a különadók megmaradnak²⁶, a családi adókedvezmény növelésére, valamint az egykulcsos társasági adó bevezetésére pedig nem mutatkozott megfelelő költségvetési mozgástér). 2015-ben a következő adópolitikai intézkedések hoznak érdemi változást:

- Az élelmiszerlánc-felügyeleti díj mértékének emelése.
Egyenlegre gyakorolt hatás: 30 milliárd forint²⁷.
- Dohányipari vállalkozások rendkívüli egészségügyi hozzájárulása.
Egyenlegre gyakorolt hatás: 10 milliárd forint.
- Befektetési alapok pénzügyi különadója.²⁸
Egyenlegre gyakorolt hatás: 5 és 10 milliárd forint között.
- Környezetvédelmi termékdíj-köteles termékek körének szélesítése.
Egyenlegre gyakorolt hatás: 10 milliárd forint.
- Népegészségügy termékdíj-köteles termékek körének szélesítése.
Egyenlegre gyakorolt hatás: 5 milliárd forint.

²⁶ Sőt néhány további ágazatspecifikus terhet vezet be a kormányzat (befektetésialap-kezelők különadója, dohányipari rendkívüli egészségügyi hozzájárulás, élelmiszerlánc-felügyeleti díjemelés).

²⁷ A pozitív érték az egyenleg javulását (azaz a hiány csökkenését) mutatja.

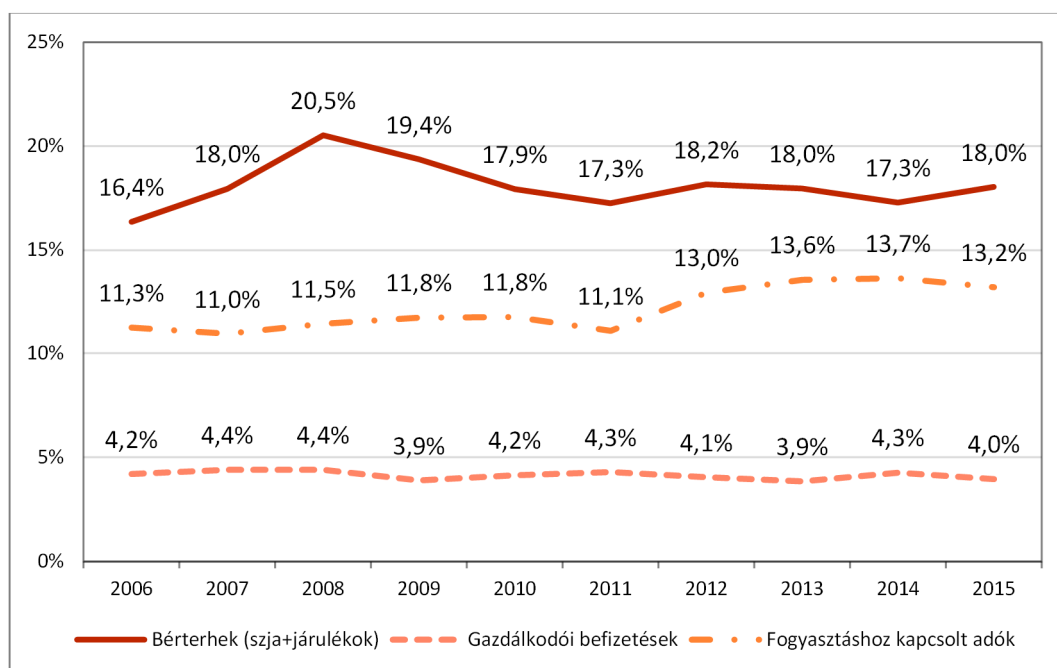
²⁸ A pénzügyi szervezetek különadója megfizetésétől viszont mentesülnek az alapkezelők, így itt egy várható nettó hatást tüntettünk fel.

- Jövedékiadó-változások (alkoholos termékek esetében megszűnő felső kulcs, kereskedelmi gázolaj visszaigényelhetőségének szűkítése, magán-pálinkafőzés átalányadója, dohánytermékek adóemelése).

Egyenlegre gyakorolt hatás: 10 milliárd forint.

Bevételi oldalon a bérre rakódó terhek arányának növekedése figyelhető meg, a fogyasztási típusú adók és gazdálkodói befizetések csökkenésével párhuzamosan. Ez alapvetően azonban a 2014. évi várható teljesületekből fakadó korrekciókat jelenti, a tényszámokhoz képest közel sem lesz ilyen mértékű átrendeződés.²⁹

17. ÁBRA: EGYES ADÓBEVÉTELEK SZERKEZETE A GDP ARÁNYÁBAN



Megjegyzés: A 2014. és 2015. évi adatok előirányzatok, a többi tényadat. Forrás: MKOGY, Századvég-számítás

A fogyasztási típusú adóknál – a fogyasztóiár-index mindössze 1,8 százalékos prognosztizált növekedése³⁰ és az ideji előirányzattól várhatóan elmaradó teljesületek dacára – az áfabevételek a tervezet szerint a nominális GDP-vel közel azonos ütemben, 5,2 százalékkal növekednek 2015-ben. Mindezt a lakossági fogyasztási volumen bővülésével, valamint a gazdaságfehérítő intézkedések hatásaival magyarázza a kormányzat. Ez utóbbiak mögött elsősorban az online pénztárgépek rendszerének kiterjesztése, valamint az Elektronikus Közúti Áruforgalom Ellenőrző Rendszer bevezetése, kisebb mértékben pedig az egyes adózói

²⁹ Mint azt várható a 2014. évi költségvetési számokat bemutató fejezetben már jeleztük, az szja soron és járulékok esetében jelentős mintegy 270 milliárd forintos túlteljesülés valószínűsíthető, miközben a fogyasztási típusú adók és a gazdálkodói befizetések terén jelentős elmaradások prognosztizálhatók. Ezek a várható tényleges teljesületek beépülnek a bázisba és a jövő évi tervszámokban is tetten érhetők.

³⁰ Kormányzati előrejelzés; intézményi előrejelzésünk ennél is visszafogottabb, 1,6 százalékos pénzromlási ütemmel számol.

csoporthoz érintő sűrűbb bevallási kötelezettség és a belföldi áfaösszesítő jogintézményének kiterjesztése húzódik meg. Az áfa 2015-ben az idei évi előirányzathoz hasonlóan a GDP mintegy 9,5 százalékát teszi ki, aminek nyomán a legjelentősebb adóbevétel az egyes adónemek között. A fentiekkel szemben a jövedéki adó esetében ellenben mintegy 2 százalékos nominális csökkenést vár a kormányzat, elsősorban az idén a tervezettől várhatóan elmaradó bevételek bázisátadásának, valamint a dohánytermékek esetében az alacsonyabb adótartalmú fogyasztási dohány súlyát érintő emelkedésnek betudhatóan. Tovább csökkenti a dohánytermékek után várhatóan befolyó jövedéki adót az egyre bővülő illegális kereskedelem. Jelentős csökkenést hoz a nem konszolidált bevételek kapcsán, hogy jövőre kiesik a Magyar Államkincstár adósságszolgálattal kapcsolatos kiadásai után fizetendő 56 milliárd forintra tervezett pénzügyi tranzakciós illeték. Az utóbbi két bevételtípus zsugorodása következményeként a fogyasztási típusú adók GDP-arányos mértéke 0,5 százalékponttal eshet vissza 2015-ben.

A személyi jövedelemadó esetében nominálisan 5,8 százalékkal emelkednek a bevételek az előző évi előirányzathoz képest, ami azonban alig 1 százalékos reálnövekedést jelent az idénre a kormányzat által várt teljesüléshez viszonyítva.³¹ A növekedés mögött két ellentétes irányú hatás húzódik meg: egyrészt a bruttó keresetek emelkedésével, valamint a foglalkoztatásbővüléssel párhuzamosan nő a keresettömeg és ezáltal a jövedelemadó, másrészt a csökkenő kamatjövedelmek mérséklődő adóbefizetést vonnak maguk után. A legmarkánsabb növekmény a bérekre rakódó járulékok esetében figyelhető meg. A nominálisan több mint 400 milliárd forintos növekményt nagyrészt magyarázza az idei évi, az előirányzathoz viszonyított jelentős várható felülteljesülés. A fentiekre tekintettel a bérekre rakódó terhekből elvárt GDP-arányos bevételek összességében 0,7 százalékponttal emelkednek jövőre.

A gazdálkodói befizetések terén a tavalyi tervezéskor érvényesített korrekció ellenére továbbra is várhatóan terven alul teljesülnek 2014-ben a katából és kivából származó bevételek, ez pedig a két kisadónál további drasztikus visszavágást eredményezett a tavalyi előirányzathoz képest a 2015. évi tervszámokat illetően. 17,4 milliárd forinttal csökkenő előirányzattal számol a kormányzat a társasági adó soron is, amit egyrészt a látványcsapatsportokhoz, valamint előadó-művészeti szervezetek támogatásához kapcsolódó, nagyobb volumenben igénybe vett adókedvezményekkel, továbbá a devizahiteles ítéletek miatt keletkezett veszteségek vonatkozásában érvényesíthető adókedvezményekkel indokol. Jóllehet az egyéb központosított bevételek soron közel 50 milliárdos nominális növekményt vár a szaktárca az idei előirányzathoz képest (elsősorban a bővülő e-útdíjjal, valamint az emelkedő mértékű élelmiszerlánc-felügyeleti díjjal összhangban), összességében

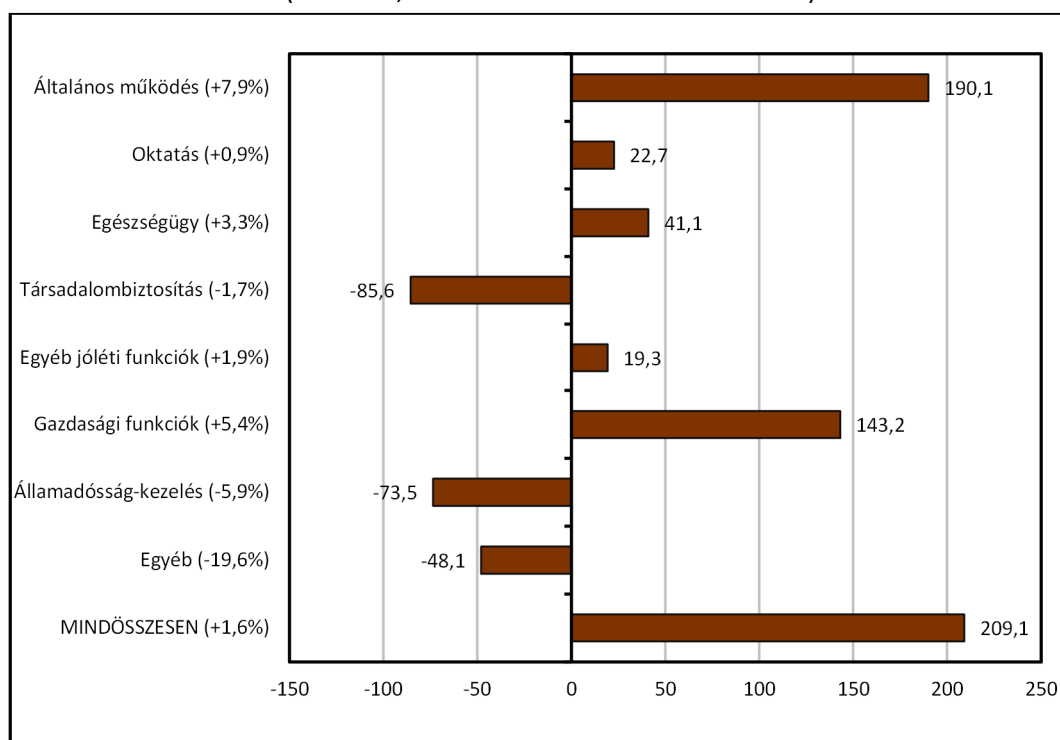
³¹ A költségvetésjavaslat benyújtását követően nyilvánosságra került tervszámokban a kormányzat idén az előirányzatot mintegy 2,4 százalékkal felülmúló szája-bevétellel számol. (A Költségvetési Tanácsnak átadott háttéranyagok alapján, <http://kfib.hu/hu/hungarian-budget-2015>; letöltés ideje: 2014. november 12.)

a GDP-arányos gazdálkodói befizetések – elsősorban a fentiekben ismertetett okokra visszavezethetően – 0,3 százalékponttal, 4,0 százalékra esnek vissza 2015-ben.

2015-ben az Európai Uniótól a tervek szerint 1720,1 milliárd forint támogatás várható, ami alig 1 százalékkal elmarad a 2014-es évre tervezett 1734,6 milliárd forinttól. Ezzel párhuzamosan az EU-költségvetéshez való magyar hozzájárulás hasonlóan kismértékben nő (288,7-ről 295,6 milliárd forintra), aminek eredményeként 2015-ben az EU felé fennálló nettó egyenleg 1424,5 milliárd forintot mutat a költségvetési törvény szerint – ez pedig 1,5 százalékos csökkenést jelent 2014-hez képest³².

A konszolidált kiadások funkcionális bontása alapján az állami funkciókhoz kapcsolódó kiadások 2014. évi összehasonlító áron számítva 7,9 százalékkal bővülnek, ami alapvetően a közigazgatási tevékenységekre fordított kiadások jelentős emelkedéséből fakad: a törvényhozó és végrehajtó szervekre, valamint a pénzügyi és költségvetési tevékenységekre fordított források reálértéken egyaránt több mint 70 milliárd forinttal bővülnek. A védelmi célú kiadások ugyanakkor nem nőnek, dacára annak, hogy a NATO felé vállalt kötelezettségünk alapján 10 év alatt a jelenlegi 0,75 százalékos GDP-arányos szintről 2 százalékra kell emelni a honvédelmi kiadásokat.

18. ÁBRA: FŐBB KIADÁSI TÉTELEK VÁLTÁZÁSA 2015-BEN 2014-HEZ KÉPEST, REÁLÉRTÉKEN
(MRD FT, KONSZOLIDÁLT ADATOK ALAPJÁN)



Forrás: MKOGY, Századvég-számítás

³² Ezzel szemben jelentősen növekednek az EU-támogatáshoz rendelt központi költségvetési források: 438-ról 786 milliárd forintra.

Az állam jóléti funkciói közül ugyancsak alig mutat emelkedést az oktatási célokra elkülönített forrás, ez is mindössze a költségvetési módosítóknak köszönhető. Az egészségügyi kiadások azonban reálértéken 3,3 százalékkal emelkednek, ami döntően a kórházi tevékenységekre fordított keretek érdemi emelésével hozható összefüggésbe.

A kormányzat „segély helyett munka” elvének érvényesülése jól nyomon követhető a társadalombiztosítási és jóléti szolgáltatásokra fordított kiadások alakulásában. A nyugdíjakra fordított összeg 2014. évi áron számítva is több mint 2 százalékkal nőhet jövőre az idei évi előirányzathoz képest, az egyéb szociális támogatások ugyanakkor csaknem 20 százalékkal maradnak el az idénre tervezett kiadási szinttől, de a javuló munkaerő-piaci mutatókkal összhangban a munkanélküli-ellátásokra fordított összegen is volt lehetőség a lefaragásra.

Az egyéb jóléti funkciók közül érdemes kiemelni a sport és szabadidős tevékenységek többletforrásait, itt összehasonlító áron több mint 20 milliárddal többet költhet a Kormány, ami mintegy 24 százalékos emelkedés, de kulturális tevékenységekre is közel 10 milliárd forinttal több áll rendelkezésre 2015-ben.

Az állam gazdasági funkciói közül a mező-, erdő-, hal- és vadgazdálkodásra fordítandó összeg jelentősen, reálértéken mintegy 80 milliárd bővül, de a felfutó uniós nagyprojekteknek köszönhetően a közúti közlekedési tevékenységre is mintegy 55 milliárd forinttal több jut. Az egyre javuló kamatkörnyezettel párhuzamosan az adósságszolgálattal kapcsolatos kiadások ugyanakkor jelentősen – reálértéken csaknem 6 százalékkal – mérséklődnek.

A funkcióba nem sorolt tételek között a legjelentősebb elem a tartalékok köre³³, ahol az általános tartalék³⁴ több mint 10 milliárd forintos, valamint a rendkívüli tartalék³⁵ 70 milliárd forintos csökkentése számít jelentős tételnek.

A kiadások közgazdasági osztályozása szerint 2014-es áron számítva működésre gyakorlatilag ugyanannyi forrás jut mint 2014-ben (az ezen a soron található 15 milliárd forintos változás elhanyagolható). Ezen belül a személyi kiadásokra – és ezzel párhuzamosan járulékokra – 2 százalékkal magasabb összeg fordítható. A dologi kiadásokat, valamint az ellátottak pénzbeli juttatásait érintő keret kismértékben csökken, míg az egyéb működési kiadások terén növekedést tervez a kormányzat. A működési célú kiadásokkal szemben a felhalmozásra reálértéken is mintegy 100 milliárd forinttal több áll rendelkezésre, mint idén, ennek a többletnek a meghatározó része a beruházás soron jelentkezik.

³³ A céltartalékok közül csak a kormányzati funkciók szerint nem bontható előirányzatok tartoznak ide, azaz a jövő évi céltartalékok, amelyeket dedikáltan a bérkompenzációra, illetve nagyjából az egészségügyi intézmények adósságvállalására különítettek el, a megfelelő funkciók közé sorolva be őket.

³⁴ Rendkívüli kormányzati intézkedések.

³⁵ Országvédelmi Alap.

A 2015-ös kockázatok

A költségvetésitörvény-tervezet ismertetése után bemutatjuk az intézetünk által látott költségvetési kockázatokat. Az aktuális makrogazdasági előrejelzésünkre alapozva kivetítést készítünk a bevételek és kiadások alakulására vonatkozóan, amit összevetünk az előirányzatokkal. Az önkormányzati szektor és az ESA-híd esetében a költségvetésitörvény-javaslatban szereplő tervszámokat alapul véve számszerűsítjük, hogy mekkora költségvetési hiány várható, feltéve, hogy nem történik évközi kiigazítás. Az előrejelzésünknel természetesen figyelembe vettük az elfogadott módosító javaslatokat, amelyek a legtöbb esetben csökkentették az előrejelzésünk és a kormányzati előirányzatok közötti korábbi eltéréseket. Ennek megfelelően az időközben elvetett „internetadóval” csökkent a távközlésiadó-bevétel sora, lefelé módosította továbbá a kormányzat az e-útdíjjal kapcsolatos tervszámot, a várható járulékbefizetéseket, valamint a megszűnő árfolyamgáttal összefüggésben a hitelintézeti járadékból befolyó összeget. Ezzel párhuzamosan csökkent a lakástámogatási kiadások összege (szintén az árfolyamgát megszűnése miatt), ugyancsak az egyenleg javulása irányába hat, hogy megjelent a költségvetésben a megemelt élelmiszer-felügyeleti díj összege. Az eredeti törvényjavaslatban szereplő tervektől elmaradó előirányzatok, továbbá az időközben felmerülő (jellemzően oktatási, sport- és kulturális célú) többletkiadások fedezetéül elsősorban az állami gazdasági társaságok tőkeemelésének elhalasztása, illetve előrehozatala (MVM, Eximbank), valamint a rendkívüli tartalék megfelelése és a céltartalék csökkentése szolgál.

Bevételi oldalon a gazdálkodói befizetéseknél a korábbi évekhez hasonlóan úgy látjuk, hogy a kormányzat – az ideiglenes, várhatóan jelentős elmaradást követő korrekció ellenére – továbbra is némiképp felülbecsüli a kátára, kivára áttérők számát, ami egyúttal a prognózisunknál alacsonyabb társasági adóval és evából befolyó összeggel párosul. Számításaink szerint egyéb gazdálkodói befizetések is felülteljesülhetnek (elsősorban az egyéb központosított bevételek), melyek közül intézetünk szerint az élelmiszerlánc-felügyeleti díj megemeléséből várható bevételek, valamint a befektetésialap-kezelők különadójából befolyó tételek is a kormányzati tervszámok felett alakulhatnak. Hordoz némi bizonytalanságot magában, hogy noha a módosító indítvány lefelé korrigálta az e-útdíjból származó bevételeket, több kormányzati megnyilvánulásban újfent a magasabb útdíjbevételekre történtek utalások. Összességében, a fenti összetevőkre alapozva, az előirányzatot mintegy 75 milliárd forinttal felülmúló, a GDP 0,2 százalékára rúgó többlettel számolunk a gazdálkodói befizetések terén.

A fogyasztási típusú adóknál ellenben negatív kockázatokat látunk, annak ellenére, hogy a jövedéki adó és pénzügyi tranzakciós illeték terén akár kismértékű, összesen mintegy 30–35 milliárd forint értékű többletbevétel is realizálódhat. Az áfa tekintetében azonban akár 50 milliárd forint kiesés is elképzelhető, elsősorban annak köszönhetően, hogy a várhatóan tartósan alacsony üzemanyag-árak miatt kormányzatnál 0,2 százalékponttal visszafogottabb pénzromlási ütemet valószínűsítünk, a fehéritő intézkedések (online pénztárgépek

használatának kiszélesítése, Elektronikus Közúti Áruforgalom Ellenőrző Rendszer bevezetése) bevételnövelő hatását pedig meglehetősen komoly bizonytalanság övezi. További lefelé mutató kockázatot jelent a parlamentnek benyújtott, a vasárnapi nyitva tartást korlátozó törvényjavaslat³⁶, még akkor is, ha a fogyasztásra gyakorolt hatás mértéke alighanem messze elmarad a szakmai szervezetek által várttól. E hatásokat csak némiképp enyhíti, hogy a banki elszámoltatásból, valamint a forintosításból jelentkező többletjövedelem a lakossági fogyasztásokon keresztül némiképp korigálja az áfabevételeket.

Az előzőekkel ellentétben úgy látjuk, hogy a bérekre rakódó terheknél összességében pozitív kockázatok körvonalazódnak: az szja-bevételek terven felül várható teljesülésének és az előirányzattól elmaradó járulékbévételek eredőjeként összesen megközelítőleg 20 milliárd forinttal magasabb összeg folyhat be.

Kiadási oldalon a legnagyobb mértékű várható túlköltést a társadalombiztosítási alapoknál látjuk, ami döntően a gyógyszerkassza kiadásainak az előirányzatot több 10 milliárd forinttal meghaladó várható teljesülésével magyarázható.

Mindent egybevetve a GDP 0,1 százalékára rúgó pozitív kockázatokat azonosítunk a 2015. évi költségvetésben, így a jövő évi GDP-arányos ESA-hiány a kormányzati tervszám alatt, 2,3 százalék körül alakulhat. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a rendkívüli tartalék 30 milliárd forintra csökkentése jelentős kockázatot hordoz magában, különösen annak tükrében, hogy csak az aszfaltügy kapcsán több tízmilliárd forintos pénzügyi korrekcióra is sor kerülhet, ami az elszámolási időszak végéig hátralévő idő rövidségét tekintve direkt költségvetési kiadási kockázatot jelenthet. Kétségtelen ugyanakkor, hogy a jóval 3 százalék alattira tervezett deficit önmagában rejt egy jelentős tartalékot, így a 3 százalékos hiányp plafon semmiképp sincs veszélyben.

3. táblázat: A 2015-ös költségvetést övező kockázatok (a negatív érték egyenleget rontó)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	75	0,2
Fogyasztási adók	-15	-0,1
Személyi jövedelemadó	55	0,2
Járulékok	-35	-0,1
Bevételi oldali kockázatok	80	0,2
Tb-alapok	-50	-0,2
Kiadási oldali kockázatok	-50	-0,2
Összesen	30	0,1

Forrás: Századvég-számítás

³⁶ Az üzletek nyitva tartásáról szóló T/1914-es számú törvényjavaslat, valamint a T/1914/19-es számú összegző bizottsági módosító javaslat szerint.

Függelék

4. táblázat: Hivatalos hiánymutatók a GDP százalékában

Ország	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Euróövezet (EU18)	-6,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,6	-2,4
Európai Unió (EU28)	-6,4	-4,5	-4,2	-3,2	-3,0	-2,7
Ausztria	-4,5	-2,6	-2,3	-1,5	-2,9	-1,8
Belgium	-4,0	-3,9	-4,1	-2,9	-3,0	-2,8
Bulgária	-3,2	-2,0	-0,5	-1,2	-3,6	-3,7
Ciprus	-4,8	-5,8	-5,8	-4,9	-3,0	-3,0
Csehország	-4,4	-2,9	-4,0	-1,3	-1,4	-2,1
Dánia	-2,7	-2,1	-3,9	-0,7	-1,0	-2,3
Egyesült Királyság	-9,6	-7,6	-8,3	-5,8	-5,4	-4,4
Észtország	0,2	1,0	-0,3	-0,5	-0,4	-0,6
Finnország	-2,6	-1,0	-2,1	-2,4	-2,9	-2,6
Franciaország	-6,8	-5,1	-4,9	-4,1	-4,4	-4,5
Görögország	-11,1	-10,1	-8,6	-12,2	-1,6	-0,1
Hollandia	-5,0	-4,3	-4,0	-2,3	-2,5	-2,1
Horvátország	-6,0	-7,7	-5,6	-5,2	-5,6	-5,5
Írország	-32,4	-12,6	-8,0	-5,7	-3,7	-2,9
Lengyelország	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,4	-2,9
Lettország	-8,2	-3,4	-0,8	-0,9	-1,1	-1,2
Litvánia	-6,9	-9,0	-3,2	-2,6	-1,2	-1,4
Luxemburg	-0,6	0,3	0,1	0,6	0,2	-0,4
Magyarország	-4,5	-5,5	-2,3	-2,4	-2,9	-2,8
Málta	-3,3	-2,6	-3,7	-2,7	-2,5	-2,6
Németország	-4,1	-0,9	0,1	0,1	0,2	0,0
olaszország	-4,2	-3,5	-3,0	-2,8	-3,0	-2,7
Portugália	-11,2	-7,4	-5,5	-4,9	-4,9	-3,3
Románia	-6,6	-5,5	-3,0	-2,2	-2,1	-2,8
Spanyolország	-9,4	-9,4	-10,3	-6,8	-5,6	-4,6
Svédország	0,0	-0,1	-0,9	-1,3	-2,4	-1,8
Szlovákia	-7,5	-4,1	-4,2	-2,6	-3,0	-2,6
Szlovénia	-5,7	-6,2	-3,7	-14,6	-4,4	-2,9

Forrás: European Economic Forecast Autumn 2014, Európai Bizottság

5. táblázat: Strukturális hiánymutatók a GDP százalékában

Ország	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Euróövezet (EU18)	-4,3	-3,6	-2,1	-1,2	-1,1	-1,1
Európai Unió (EU28)	-4,6	-3,8	-2,7	-1,7	-1,8	-1,8
Ausztria	-3,1	-2,5	-1,8	-1,3	-1,1	-1,0
Belgium	-3,7	-3,6	-3,1	-2,7	-2,6	-2,2
Bulgária	-2,5	-2,0	-0,5	-1,3	-3,4	-3,4
Ciprus	-5,2	-5,7	-5,5	-2,1	-0,8	-1,3
Csehország	-4,1	-2,6	-1,4	0,2	-0,7	-1,7
Dánia	-0,7	-0,6	-0,1	0,2	-0,2	-1,2
Egyesült Királyság	-7,4	-5,8	-6,5	-4,4	-5,0	-4,5
Észtország	0,3	-0,2	-0,4	-1,1	-0,8	-0,7
Finnország	-1,1	-0,8	-1,1	-0,7	-1,1	-1,1
Franciaország	-5,8	-5,0	-4,3	-3,3	-3,0	-2,9
Görögország	-9,5	-5,7	0,1	3,1	2,0	1,6
Hollandia	-3,8	-3,8	-2,2	-0,6	-0,5	-0,8
Horvátország	-5,4	-7,1	-4,4	-3,6	-3,9	-4,1
Írország	-8,8	-8,0	-7,1	-4,8	-3,8	-3,3
Lengyelország	-8,4	-6,0	-4,0	-3,5	-2,9	-2,5
Lettország	-2,2	-1,1	-0,1	-1,0	-1,5	-1,6
Litvánia	-3,4	-3,8	-2,8	-2,2	-1,8	-1,6
Luxemburg	0,2	0,8	1,5	2,0	1,1	0,4
Magyarország	-3,3	-4,2	-1,3	-1,3	-2,7	-2,8
Málta	-4,3	-3,1	-3,8	-2,7	-2,7	-2,9
Németország	-2,1	-1,3	0,0	0,6	0,7	0,6
olaszország	-3,3	-3,3	-1,6	-0,8	-0,9	-0,8
Portugália	-7,5	-5,4	-2,3	-1,9	-1,3	-1,7
Románia	-6,0	-3,6	-2,5	-1,7	-1,7	-2,5
Spanyolország	-7,0	-6,3	-3,6	-2,3	-2,2	-2,3
Svédország	0,7	0,0	0,0	-0,3	-1,5	-1,1
Szlovákia	-7,3	-4,1	-3,4	-1,4	-2,1	-1,3
Szlovénia	-4,6	-4,5	-1,8	-1,8	-2,5	-2,2

Forrás: European Economic Forecast Autumn 2014, Európai Bizottság

6. táblázat: Bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában

Ország	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Euróövezet (EU18)	83,8	86,4	90,8	93,1	94,5	94,8
Európai Unió (EU28)	78,4	81,3	85	87,1	88,1	88,3
Belgium	99,6	102,1	104	104,5	105,8	107,3
Németország	80,3	77,6	79,0	76,9	74,5	72,4
Észtország	6,5	6,0	9,7	10,1	9,9	9,6
Írország	87,4	111,1	121,7	123,3	110,5	109,4
Görögország	146	171,3	156,9	174,9	175,5	168,8
Spanyolország	60,1	69,2	84,4	92,1	98,1	101,2
Franciaország	81,5	85	89,2	92,2	95,5	98,1
Írország	115,3	116,4	122,2	127,9	132,2	133,8
Ciprus	56,5	66	79,5	102,2	107,5	115,2
Lettország	46,8	42,7	40,9	38,2	40,3	36,3
Litvánia	36,3	37,3	39,9	39,0	41,3	41,6
Luxemburg	19,6	18,5	21,4	23,6	23,0	24,3
Málta	67,6	69,8	67,9	69,8	71,0	71,0
Hollandia	59	61,3	66,5	68,6	69,7	70,3
Ausztria	82,4	82,1	81,7	81,2	87,0	86,1
Portugália	96,2	111,1	124,8	128	127,7	125,1
Szlovénia	37,9	46,2	53,4	70,4	82,2	82,9
Szlovákia	41,1	43,5	52,1	54,6	54,1	54,9
Finnország	47,1	48,5	53,0	56	59,8	61,7
Bulgária	15,9	15,7	18,0	18,3	25,3	26,8
Csehország	38,2	41	45,5	45,7	44,4	44,7
Dánia	42,9	46,4	45,6	45	44,1	45,1
Horvátország	52,8	59,9	64,4	75,7	81,7	84,9
Magyarország	80,9	81	78,5	77,3	76,9	76,4
Lengyelország	53,6	54,8	54,4	55,7	49,1	50,2
Románia	29,9	34,2	37,3	37,9	39,4	40,4
Svédország	36,7	36,1	36,4	38,6	40,3	40,1
Egyesült Királyság	76,4	81,9	85,8	87,2	89	89,5

Forrás: European Economic Forecast Autumn 2014, Európai Bizottság