

Gazdaságpolitikai monitor

2015. március

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Lay Csaba szerkesztette.

A jelentés egyes részeit készítették: Isépy Tamás, Lay Csaba, Pálvölgyi Zsigmond és Virováczy Péter.

A felhasznált adatbázis 2015. március 10-én zárult le.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	1
Folytatódik a lassú költségvetési konszolidáció	3
Változatlan gazdasági növekedés az EU-ban	3
Továbbra is fennmarad a globális likviditás	5
Csökkenő pályára állhat az unió adósságállománya	8
Elhárult a görög államcsőd veszélye, ám számos kockázat övezi az adósságleépítést.....	12
A GDP-növekedés 2015-ben is 3 százalék felett maradhat	15
A hiánycélnál jelentősen alacsonyabb a tavalyi deficit.....	18
Bevételek	18
Kiadások.....	20
Egyenleg.....	22
Az államadósság alakulása.....	23
Tartósan alacsony alapkamat, jelentősen csökkenő CDS és kismértékben erősödő forint. 24	
Adósságfinanszírozás	24
Növekedési Hitelprogram	29
A kormányzati várakozással egyezően alakulhat az idei hiány.....	32
Bevételek	33
Kiadások.....	34
Egyenleg.....	36
Államadósság alakulása	36
Függelék	38

Vezetői összefoglaló

Tavaly az utolsó negyedévben enyhén csökkent az Egyesült Államok kibocsátása, míg az öreg kontinens gazdasági növekedése nem változott érdemben. Az unió gazdasági növekedése folyamatosan gyorsulhat idén, ám várhatóan nem éri el az amerikai bővülés ütemét. Az EKB januárban kibővítette eszközfelvásárlási programját, így ezentúl az eurózóna tagállamainak adósságleveleit is vásárolhatja az euróövezet központi bankja. Az európai mennyiségi lazítás pozitív hatással lehet az európai tőkepiacokra, a döntés legnagyobb nyertesei a közép-európai tőzsdék lehetnek. Több rövid lejáratú európai állampapír is negatív lejáratig tartott hozam mellett forgott az elmúlt hónapokban, miközben a legtöbb európai állam CDS-felára csökkent. Az idei évben tovább erősödött a dollár, miközben a svájci jegybank feloldotta a frank euróhoz való rögzítését, ami komoly károkat okozott a valutapiacokon. Az USA kedvező munkaerő-piaci adatainak köszönhetően nyár közepén indulhat az Fed kamatemelési ciklusa, amit késleltethet az olajárcsökkenés miatti nyomott inflációs környezet. Az unióban folytatódhat a lassú fiskális konszolidáció, a tagállamok többségének javulhat a költségvetési hiánya. A hiány csökkenésével párhuzamosan a tagállamok többségében csökkenhet az államadósság is: az unióban tavaly, az euróövezetben idén tetőzhet a fennálló államadósság szintje. Az európai döntéshozók négy hónappal eltolták a február végén esedékes görög törlesztés határidejét, így elhárult a görög államcsőd és az eurózónából történő kilépés esélye, ám így is sok kockázat övezi az ország adósságpályáját.

A magyar gazdasági növekedés pozitív meglepést okozott 2014 IV. negyedévében, a 3,4 százalékra gyorsuló éves növekedés kiegyensúlyozott szerkezetű volt, a belső és külső tételek egyaránt pozitívan járultak hozzá a növekedéshez. A nettó export 0,6 százalékponttal emelte a GDP-növekedés ütemét, melynek fő oka az export fellendülése volt. A belső felhasználás 2,8 százalékponttal emelte a GDP-bővülést. A termelési oldal kiegyensúlyozott növekedést mutatott, amit a szolgáltató szektor vezérelt. Legfrissebb előrejelzésünk szerint 2015-ben 3,1 százalék lesz a magyar gazdaság növekedése, amit elsősorban a fogyasztás vezérel. Az idén is pozitív nettó export jövőre átveszi a vezérlő szerepet. A munkaerő-piaci helyzet további javulását várjuk: az emelkedő aktivitás és foglalkoztatottság mellett jövőre már 7 százalék alá csökken a munkanélküliségi ráta. A feszebb munkaerőpiac ellenére a béremelkedés ütemének lassulását prognosztizáljuk. Az infláció tartósan elmaradhat a maginflációtól, ami idén a közműdíjcsökkentések mellett az olajárak zuhanásának hatását jelzi. Az inflációs ráta fokozatos erősödését várjuk, ami 2016 végén már megközelítheti az inflációs célt. Egyebek mellett a globálisan nyomott inflációs környezet és lazább monetáris politika, valamint az alacsony inflációs várakozások a hazai monetáris feltételek lazításának irányába mutatnak.

Az államháztartás központi alrendszerének 2014. évi pénzforgalmi hiánya 825,7 milliárd forintot (az eredeti előirányzat 84,4, a módosított előirányzat 71,7 százaléka) tett ki. A

gazdálkodói szervezetek befizetései alulteljesültek, ellenben a fogyasztáshoz kapcsolt adók, valamint a lakossági befizetések meghaladták az előirányzatot, és jelentős többletet hoztak a járulékbefizetések is. Kiadási oldalon számottevően meghaladták a tervezett költséget a költségvetési szervek kiadásai, illetve kisebb mértékben a közmunkaprogramhoz kötődő költségek, míg a szociálpolitikai és lakástámogatási kiadásoknál, valamint a nettó kamatkidadásoknál megtakarítás keletkezett. Az önkormányzati szektor várhatóan többlettel zárt, ami ellensúlyozhatja az egyenleget rontó ESA-híd hatását. Véleményünk szerint az eredményszemléletű hiány 2014-ben a GDP 2,5 százaléka körül alakulhatott.

Magyarország kedvező befektetői megítélése javult az elmúlt hónapokban. A Fed nem változtatott monetáris kondícióin. Az EKB januári QE-döntése értelmében az államkötvényekre is kiterjedő havi 60 milliárd eurós vásárlási program március 9-én megindult. Továbbá a Bank of Japan monetáris lazítása miatt a bankok pótlólagos likviditással rendelkeznek, így globálisan nő a pénzkínálat. A másodpiaci hozamgörbe rövid vége – december elejéhez képest – stagnált, míg a hosszú vége markánsan lefelé módosult, így laposabbá vált. A likviditásbőség hatására a hozamgörbe rövid végén a hozamok jelentősen alulmúlják a jegybanki alapkamatot, ami a likviditásbőség mellett kamatvágási várakozásokat is jelent, ugyanakkor a piaci szereplők egyre inkább választják az egy évnél hosszabb lejáratokat, ami az ország kockázati megítélésének javulását jelzi. A jegybanki devizatartalék 36 milliárd euró körüli értéken stagnált. Magyarország továbbra is stabilan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a devizatartalékok szintje jelentősen meghaladja a rövid lejáratú devizakötelezettségek mértékét.

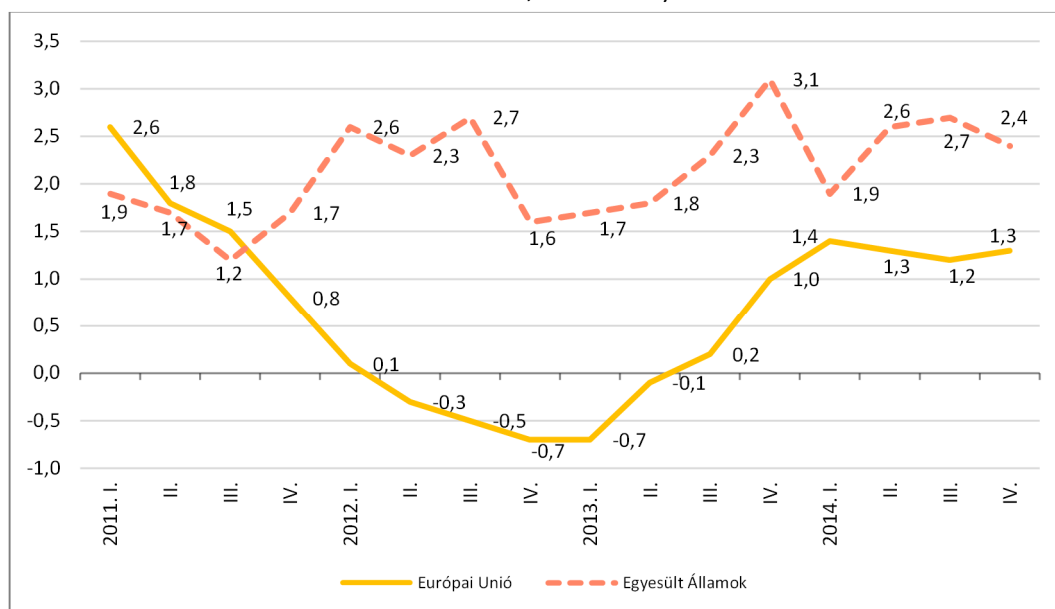
Az idén a tervezett felett realizálódhatnak a gazdálkodói befizetések és a fogyasztási típusú adók, kockázatot látunk ugyanakkor a járulékbefizetések teljesülésében. Kiadási oldalon a tavalyi évhez hasonlóan a tovább gyorsuló EU-s támogatási kifizetések nyomán jelentősen felülteljesülhetnek a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai, és ismét az előirányzatnál kedvezőbben alakulhatnak a szociálpolitikai kiadások, valamint a kamategyenleg. Összességében a kormányzati tervekkel egyező, a GDP 2,4 százalékát kitevő deficittel számolunk. Ugyanakkor egyes, az egyenleget negatívan befolyásoló kockázatok némiképp árnyalják a kilátásokat. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében a tavalyi 2 százalékpont feletti csökkenést követően idén 1,4 százalékpont körüli javulást várunk. Így a jelenleg hatályos államadósság-szabály várakozásunk szerint teljesül.

Folytatódik a lassú költségvetési konszolidáció

Változatlan gazdasági növekedés az EU-ban

Az Európai Unió gazdasági teljesítményét tükröző negyedik negyedéves adatok enyhén gyorsuló gazdasági növekedésről tettek tanúbizonyságot: a harmadik negyedévben látott 1,2 százalékos bővülés után az év/év alapú uniós GDP-mutató 1,3 százalékra emelkedett a tavalyi év utolsó három hónapjában (1. ábra). Október–decemberben az éves bázisú uniós növekedés mögött főként a fogyasztás és a kormányzati kiadások bővülése áll, melyek rendre 0,9 és 0,3 százalékponttal járultak hozzá a GDP emelkedéséhez. A növekedést támogatta a beruházások és a nettó export bővülése is, ám mindkettő szerény, 0,1-0,1 százalékpontos mértékben emelte az uniós GDP növekedési ütemét.

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



Forrás: Eurostat, BLS

Az Egyesült Államok gazdasági teljesítménye 2014. október–decemberben éves összevetésben 2,4 százalékos bővülést mutatott, ami 0,3 százalékponttal marad el a harmadik negyedéves mutatótól. A csökkenés mögött a nettó export növekedést támogató szerepének visszaesése áll: az erős dollár miatt is az export növekedési üteme 3,8-ről 2,1 százalékra esett, míg az import bővülése 3,4-ről 5,5 százalékra emelkedett. A nettó exporton kívül valamennyi tétel támogatóan hatott a növekedésre: főként a lakásépítések növekvő volumenének és a kormányzati kiadások élénkülésének következménye, hogy a GDP növekedési üteme csak visszafogott mértékben csökkent.

Az Európai Bizottság februárban közzétett előrejelzése szerint az idei év során az unióban folytatódik a válságból való lassú kilábalás, a GDP-növekedés éves üteme 1,7 százalékot tehet ki 2015 folyamán. A növekedést továbbra is a belső tételek, főként a fogyasztás támogatja, ami egymagában 1,1 százalékpontnyi GDP-növekedést indukál. 2015 folyamán bár emelkedik a beruházások növekedést támogató szerepe, a GDP-bővüléshez való 0,6 százalékpontos hozzájárulása elmarad a korábban várttól, így a beruházás előreláthatóan nem tudja betölteni a korábban előre jelzett katalizátor szerepét. A gyenge nemzetközi keresletnek és az EU főbb exportpiacai gyengélkedésének köszönhetően az unió export- és importteljesítménye várhatóan kiegyenlíti egymást, így a nettó export nem befolyásolja az unió gazdasági bővülését. Az unióval ellentétben az amerikai gazdaság dinamikus fejlődést mutathat, az ország 2015-re várt 3,5 százalékos növekedési üteme következtében tovább tágul az USA és az EU közötti kibocsátási olló. A növekedés motorjai 2014-hez hasonlóan idén is a belső tételek lehetnek, amit főként a csökkenő olajár és a javuló munkaerő-piaci környezet támogat, míg a dollár erősödésének következtében évek óta először a nettó export negatívan érintheti a GDP-bővülést.

A gyenge globális konjunktúra, valamint a növekvő geopolitikai kockázatok következtében bár sérülékeny az unió gazdasági bővülése, az Európai Bizottság négy faktort azonosított, melyek képesek lehetnek ellensúlyozni a külső kockázatok hatását. Az olaj világpiaci árának éles esése támogatja a fogyasztást, bár ennek pozitív hatását csökkenti az alacsony uniós infláció okozta deflációs veszély. Az euró tavaly év végétől tartó, több fontosabb valutával szembeni leértékelődése támogathatja az uniós exportot, bár a bizottság meglátása alapján a nettó exportot jobban javíthatná az EU felvevőpiacainak dinamikus bővülése. Az EKB kamatdöntő bizottsága által január 22-én kibővített eszközvásárlási program (QE) a monetáris kondíciók enyhítésén, így az árjellegű hitelezési feltételek oldásán keresztül segítheti az uniós beruházásokat, amit tovább erősít a bizottság által novemberben meghirdetett beruházási terv. A Juncker-tervként emlegetett gazdaságélénkítő csomag 315 milliárd euró értékű (az uniós GDP közel 2,5 százaléka) infrastrukturális fejlesztést generálhat 2015 és 2017 között, ami a beruházás élénkítésén túl a kis- és középvállalkozásokat is támogathatja.

Előrébb tekintve, 2016-ban tovább folytatódhat az öreg kontinens gazdasági bővülése: a bizottság várakozásai szerint a GDP növekedési üteme 1,9 százalékot tehet ki. A növekedésben közel azonos súlya lehet a beruházásnak és a fogyasztásnak, míg a nettó export hatása továbbra is semleges lehet. Az amerikai gazdaság 2016. évi bővülése alacsonyabb lehet az ideinél, melynek oka a dollár erősödése miatt a szűkülő nettó export gazdasági növekedést visszafogó ereje, valamint az olajárcsökkenés pozitív hatásainak bázisba épülése. A várt 3,2 százalékos növekedés így is magasabb az uniósnál, azaz az elkövetkező években is fennmaradhat a jelentős növekedési különbség.

Továbbra is fennmarad a globális likviditás

Idei első, január 22-ei ülésén az EKB Kormányzótanácsa kibővítette a bank eszközfelvásárlási programját. A 2016 szeptemberéig meghosszabbított program keretében ezentúl az eurózóna tagállamai által kibocsátott magas minőségű állampapírokat is vásárolhat az EKB, valamint a havi felvásárlások értékét is megnövelte a kormányzótanács 60 milliárd euróra. A mennyiségi lazítás bejelentését az EKB az alacsony középtávú inflációs várakozással indokolta, valamint megítélésük szerint a program a pénzügyi eszközök hozamait mérsékli, ami pozitív hatással lehet az eurózóna hitelezési folyamataira is. Utóbbi támogathatja, hogy a tanács változtatott a júniusban meghirdetett célzott hosszú finanszírozási (TLTRO) program feltételein is, és eltörölte a refinanszírozási kamatláb fölötti 10 százalékpontos felárat. Így az EKB kamatkondícióinak változatlansága esetén a 2015 folyamán esedékes négy lehívási alkalmon az eurózóna kereskedelmi bankjai 0,05 százalékos kamatláb mellett igényelhetnek forrást kis- és középvállalkozási hitelportfóliójuk bővítésére.

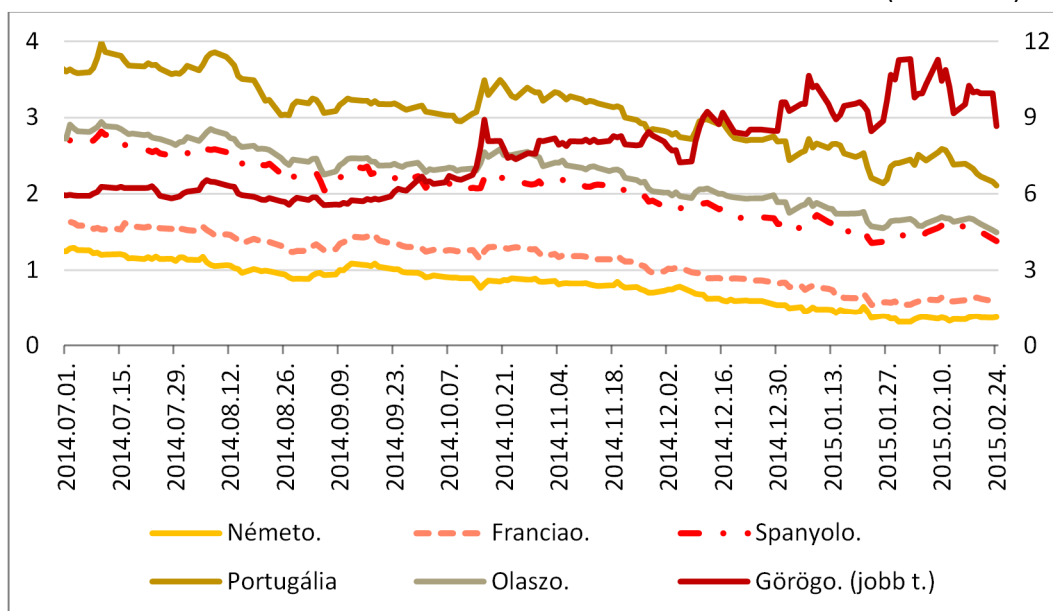
Az EKB mennyiségi lazításának kibővítését vegyes érzelmekkel fogadták az elemzők, többen a kevésbé sikeres japán QQE programhoz hasonlították azt. Bár nehéz megjósolni a program hosszú távú hatását, az angolszász és a kontinentális európai pénzügyi rendszerek különbsége miatt kétséges, hogy a program tud-e az amerikai és brit mennyiségi lazításhoz hasonló gazdaságélénkítő hatást kifejteni. Megítélésünk szerint a program növelheti az inflációt, valamint az euró leértékelésén keresztül támogathatja az eurózóna exportját. A bejelentés nem okozott különösen nagy volatilitást az állampapírok piacán, így valószínűsíthető, hogy a befektetők már korábban beárazták a bejelentés hatását.

A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak az uniós országok jelentős része számára szinte változatlanok maradtak 2014 vége óta. Az eurózóna több periferiális tagállamának és pár kelet-közép-európai országnak azonban jelentősen csökkent a CDS-felára. Előbbire jó példa Portugália és Olaszország, ahol rendre 45 és 27 bázisponttal csökkent a mutató értéke, míg hazánknak 47, Romániának és Szlovéniának 15-15 bázisponttal javult a csőd-kockázati felára. Komoly volatilitást mutatott az orosz országkockázat-megítélés, mely átlagosan napi 19 bázispontos változást mutatott. Január végén az ötéves orosz CDS-felár meghaladta az 550 bázispontot, ami kirívóan magas ahhoz képest, hogy 2014 azonos időszakában a felár 160 és 180 bázispont között mozgott.

Az elmúlt negyedévben a globális likviditásbőség hatására lassan, trendszerűen csökkentek a 10 éves európai állampapírhozamok (2. ábra). A hozamok zsugorodása mögött egyrészt az EKB mennyiségi lazításával kapcsolatos várakozások, másrészt az alternatív, biztonságos befektetési lehetőségek hozamának csökkenése állhat. 2015. január eleje és február vége között az állampapír-piaci hozamok csökkenése igazán a periferiális államoknak kedvezett. A 10 éves állampapírok átlagos kamatlába Spanyolországban 22, Olaszországban 40, míg

Portugáliában 58 bázisponttal csökkent. Utóbbi tagállam január közepén 5,5 milliárd euró értékben bocsátott ki hosszú lejáratú állampapírokat, miközben 14 milliárd eurónyi kereslettel szembesült. A japán államadósság 10 éves kamatlába egyszer sem haladta meg a 0,5 százalékot 2015 első negyedévében, miközben a hasonló lejáratú idejű amerikai állampapírok referenciahozama 2 százalék körül ingadozott.

2. ÁBRA: A 10 ÉVES ÁLLAMPAPÍR-PIACI HOZAMOK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



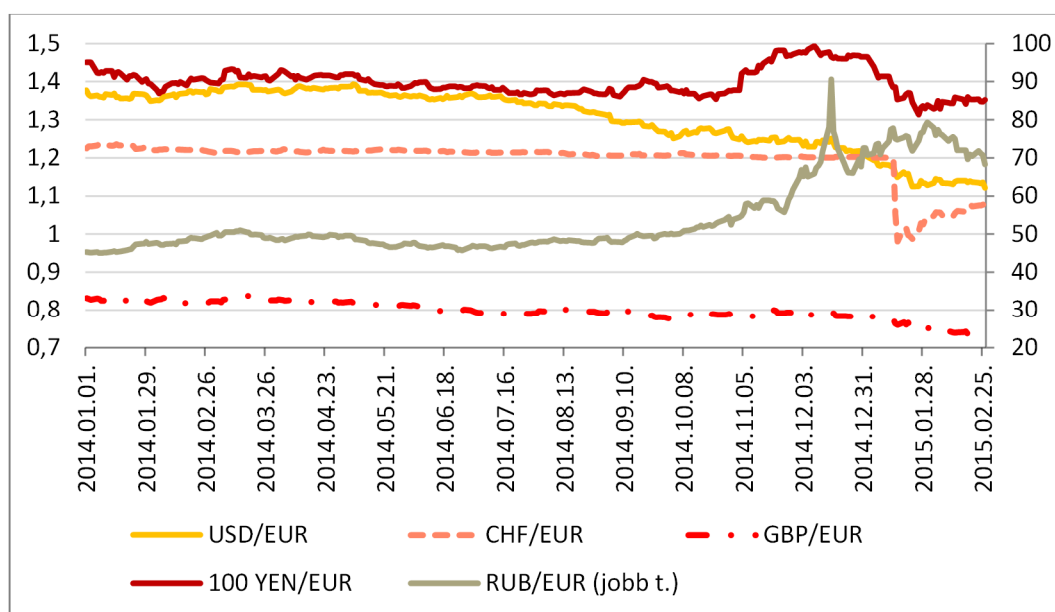
Forrás: Thomson Reuters

Az európai állampapír-piaci trendektől leginkább Görögország tért el: a 10 éves görög állampapírok volatilitása közel hatszor nagyobb volt, mint az olasz, spanyol és portugál értékpapíroké. A görög hozamokat a negyedév során szinte kizárólag a görög választások eredményei és a görög mentőcsomag február végén esedékes részének visszafizetése körülötte bizonytalanság határozta meg. Január utolsó hetében, a Sziriza párt győzelmét követően egy hét alatt 280 bázisponttal növekedtek a 10 éves hozamok, míg Janisz Varufakisz február 3-ai beszéde hatására, amikor elvetette Görögország adósságleírás iránti igényét, egy nap alatt 150 bázisponttal esett a 10 éves állampapír kamatlába. A február végén esedékes törlesztőrészlet négy hónappal való eltolása és a görög kormány által benyújtott, rövid távú strukturális terveket tartalmazó dokumentum elfogadását követően egy nap alatt 128 bázispontot esett a 10 éves elvárt hozam.

Az EKB lazító monetáris politikája, a több tagállamban is érvényes negatív betéti kamatláb, valamint az olaj áresése miatti alacsony inflációs környezet hatására több, biztonságosnak tekinthető európai országban is negatívak a rövid távú állampapírok lejáratig tartott hozamai. A JP Morgan számításai szerint február elején közel 1500 milliárd euró értékű állampapírról mondható el, hogy a jelenlegi körülmények között veszteséget jelent tartani őket. Negatív kamatláb érvényesül a német és dán állampapírookra hatéves lejárat alatt, míg a holland,

osztrák, svéd és finn állampapírokra öt-, a francia és belga papírokra mindez négyéves lejáratig érvényes. Az elsőre ésszerűtlennek tűnő negatív hozam melletti állampapírtartásnak három fő motivációja lehet: ha az infláció a várakozások szerint tovább csökken, a befektetők reálértelemben nyereséget könyvelhetnek el negatív nominális kamatlábak mellett is. Az EKB és a svájci jegybank esetében is negatív hozam mellett lehet lekötni az extra likviditást, így nem jár komoly alternatív költséggel a biztonságosnak tekinthető állampapír-piaci befektetés – nem véletlen, hogy február elején 13 éves lejáratig negatív hozamok mellett kereskedtek a svájci államkötvényekkel. Végül, várhatóan a befektetők jó része arra számít, hogy az EKB mennyiségi lazítása során a rövid lejáratú hozamok még lejjebb süllyednek, így a jelenlegi negatív hozam mellett is profittal tudják eladni a portfóliójukban lévő államkötvényeket.

3. ÁBRA: AZ EURÓ FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAM-INGADOZÁSA



Forrás: Thomson Reuters

2015 első negyedében igen volatilis képet mutatott a valutapiac, főként a svájci jegybank január 15-ei ülését követően (3. ábra). Korábbi kommunikációjával ellentétben a bank tanácsa a beáramló tőke okozta túlzott jegybanki veszteségre hivatkozva azonnali hatállyal megszüntette a svájci frank euróhoz való rögzítését, valamint $-0,75$ százalékra csökkentette az irányadó kamatrátáját. A plafon megszüntetésének hatására percek alatt 40 százalékkal gyengült az euró a svájci frankhoz viszonyítva, az euróra helyeződő nyomás hatására ideiglenesen lefagyott a valutapiac. A döntés többmilliárdos veszteséget okozott a tőkepiacokon, miközben komolyan rontotta a svájci exportszektor versenyképességét. Január közepe és február vége között szinte folyamatosan gyengült a svájci frank az euróhoz viszonyítva, amiben aktív szerepet játszhatott a svájci jegybank, mely a döntést követően kilátásba helyezte a frank leértékelődését célzó intervenció lehetőségét. Az idei első negyedév meghatározó eleme volt a dollár valamennyi főbb valutával szembeni erősödése, ami mögött a Fed várt kamatemelése, valamint az európai és japán monetáris lazítás hatása állhat. A rubel

leértékelődését az orosz–ukrán konfliktus miatti szankciók hatásán túl az olaj árának esése okozta – ezt támasztja alá, hogy a 2013. év eleje óta az olaj ára és a rubel árfolyama közötti igen erős, 0,93-ot meghaladó korreláció mérhető.

Az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed kamatdöntő szerve nem változtatott irányadó rátáján, így az továbbra is a 0 és 0,25 százalék közötti sávban mozog. Bár a Nyílt Piaci Bizottság (FOMC) megítélése szerint a nominális munkabérek bővülési üteme elmarad a kívánatos szinttől, a januári 5,7 százalékot kitevő munkanélküliségi ráta nem sokkal marad el a hosszú egyensúlyi szintet jelentő 5,2–5,5 százalékos természetes munkanélküliségtől. Az USA dinamikus gazdasági bővülésének és alacsony munkanélküliségi rátájának következtében egyre közeleg a Fed kamatemelési ciklusának kezdete: várakozásunk szerint az első emelés a Nyílt Piaci Bizottság júniusi vagy szeptemberi ülésén lehetséges, mivel ezek után tart a FOMC sajtótájékoztatót. Ezzel szemben szenátusi meghallgatásán Janet Yellen a várható kamatemelés kezdetét későbbre valószínűsítette: ígérete szerint a szigorító monetáris politika nem indul addig, amíg a kamatdöntéseket kísérő közleményben a „türelmes” jelző szerepel a jövőbe tekintő kamatpályával kapcsolatban.

Jól teljesítettek a tőkepiacok az elmúlt negyedévben a globális likviditásbőségnek köszönhetően. Év eleji értékéhez képest 15 százalékos növekedést mutatott fel a német DAX tőzsdeindex, míg a japán Nikkei 225 7,7, a közép-európai blue chip részvényeket tömörítő CETOP 20 index 8,4 százalékkal növelte értékét. Az európai piacok növekedése mögött főként az EKB eszközvásárlási programjának mennyiségi bővülése állhat, amihez több, az állampapírpiacnál tapasztalt anomália köthető: a legmagasabb befektetési kategóriába sorolt Nestlé egyes kötvényei a negyedév során szintén negatív kamatláb mellett forogtak. Az orosz–ukrán konfliktusnak, a görög mentőcsomag körüli bizonytalanságnak és az európai pénzcsoport megnyitásának az egyik legnagyobb nyertese a közép-európai részvénypiac lehet, ami viszonylag leértékelt volt az utóbbi években.

Csökkenő pályára állhat az unió adósságállománya

Várhatóan idén mind az Európai Unióban, mind az eurózónában folytatódhat a korábbi évekre jellemző lassú ütemű költségvetési konszolidáció. Az euróövezetben felgyorsulhat az államháztartás kiadási oldalának csökkentése, ami miatt idén 0,4 százalékponttal lehet alacsonyabb a költségvetési hiány a 2014-re várt 2,6 százalékos deficitnél. Az Európai Bizottság februári előrejelzése szerint az unióban idén a bevételi oldal 0,2, míg a kiadási oldal 0,5 százalékponttal csökkenhet, összességében 2,6 százalékos lehet a hiány. 2016-ban mindkét gazdasági régióban folytatódhat a kiadási oldal dinamikus, míg a bevételi oldal enyhe csökkentése, aminek következtében tovább javulhatnak a költségvetési mutatók. A várakozások szerint az unióban tavaly, míg az eurózónában idén tetőzhet az államadósság szintje.

A tavalyi évre vonatkozó 2014. őszi és az idei februári bizottsági előrejelzések közötti legnagyobb módosítás Dánia esetében történt. A korábban előre jelzett 1 százalékos hiány helyett várhatóan a GDP 1,8 százalékára tehető többlete lehet a dán költségvetésnek. A hirtelen növekedés mögött a nyugdíjrendszer strukturális reformja áll. A 2013-ban bevezetett új rendszer egyik komoly, egyszeri állami bevételeket generáló tétele 20 százalékos tőkeadóvet ki azokra, akik a 67 évre emelt korhatár előtt vonulnak nyugdíjba. A dán kormány szerint a változtatás nem érinti a nyugdíjrendszer hosszú távú fenntarthatóságát, viszont komoly egyszeri bevételeket generál 2013 és 2019 között. A kormány várakozásánál gyorsabb ütemben folyik be az átalakításból származó bevétel: ennek hatása a tavalyi költségvetési hiány váratlan, 2,8 százalékos javulása. A nyugdíjakra kivetett adó gyors ütemű befolyása ellenben negatívan érinti az idei és 2016-os államháztartási egyenleget is, mivel a kormányzat a költségvetés tervezése során azokkal a későbbiekben számolt. Így az Európai Bizottság szerint az idei dán költségvetési hiány az ősszel előre jelzett 2,3 százalékról 2,8 százalékra növekedhet, míg a 2016 végére várt költségvetési egyenleg a korábban várt 2 százalékról 2,7 százalékra romolhat.

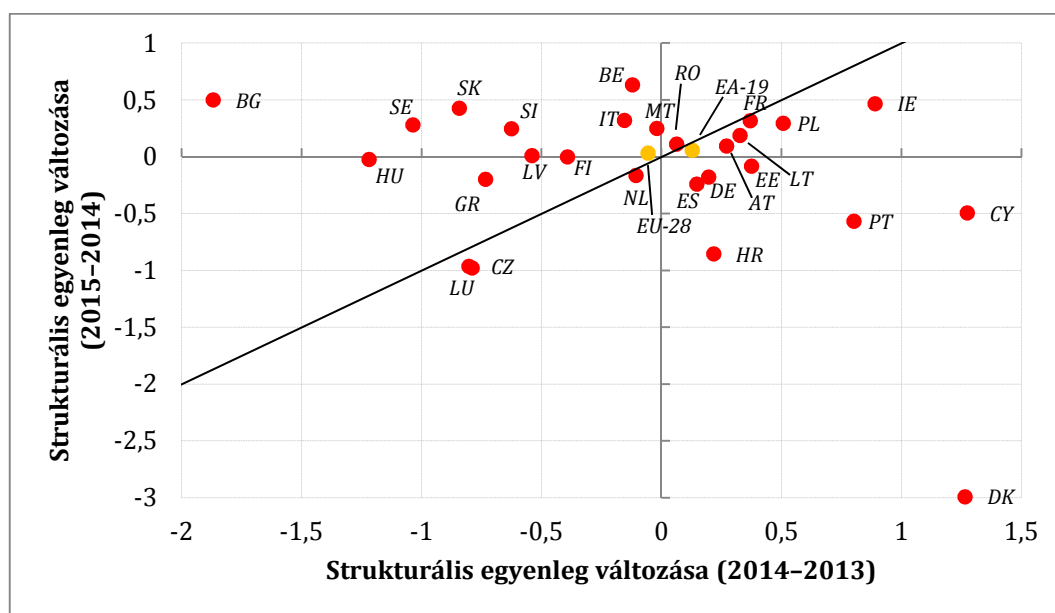
Dánián kívül két ország zárta költségvetési többlettel a tavalyi évet. Luxemburg költségvetési többlete 0,3 százalékponttal javult a korábbi előrejelzésekhez képest, ami főként az unió közös kasszájához való alacsonyabb hozzájárulásnak köszönhető. Németország tavalyi költségvetési többlete a GDP 0,2 százalékáról 0,4 százalékra nőtt, valamint az előrejelzés szerint a korábban várttal ellentétben idén is szufficites lehet az államháztartás. Bár középtávon a költségvetés kiadási oldalára komoly nyomást helyezhet a gyermektámogatási juttatások, valamint a nyugdíjak és a költségvetési szerveknél dolgozók bérének emelése, a bizottság szerint az alacsony hozamkörnyezet és a német gazdasági növekedés fellendülése miatt a bevételi oldal bővülése ezt képes kompenzálni. A német strukturális egyenleg az előrejelzési horizont egészen 0,5 és 1 százalék között alakulhat, valamint a GDP-arányos államadósság gyors, 2 és 3 százalék közötti éves ütemben csökkenhet.

Az őszi várakozásokhoz képest jelentősen, a GDP 1 százalékát kitevő ütemben romlott Szlovénia költségvetési egyenlege, ám a tavalyi év végére valószínűsített 5,4 százalékos hiány így is komoly javulás a bankrendszer feltőkésítése miatt kiugró, 14,6 százalékos hiánnyal záruló 2013-as költségvetési évhez képest. A hiánynövekedés mögött a Ljubljanska Banka betéteseinek állami kártalanítása áll, ám a bankrendszer miatti költségvetési kiadások nem valószínűsíthetőek a közeljövőben. A szlovén parlament által decemberben elfogadott törvénytervezet létrehozta a bankok által feltőkésített bankszanálási alapot, ami a később esetlegesen felmerülő költségeket hivatott kiegyenlíteni. 2015-ben a szlovén költségvetés hiánya várhatóan 2,9 százalékra csökken, főként az állami kiadások, azon belül is a bérköltségek csökkentésének köszönhetően. A központi költségvetés adóssága idén tetőzhet, a gazdasági növekedés és a középtávon valószínűsített enyhe elsődleges többlet következtében a szlovén államadósság csökkenő pályára állhat.

Bár uniós összevetésben még mindig magasnak számít Franciaország 4,3 százalékos költségvetési hiánya, a bizottság előrejelzései szerint stabilizálódhat a francia költségvetés. A korábbi előrejelzésekhez képest jelentősen javultak Franciaország államháztartási kilátásai: idén 0,4, míg jövőre 0,6 százalékponttal lehet alacsonyabb a hiány, mint ahogyan azt novemberben valószínűsíteni lehetett. A javulás mögött a kiadási oldal korábbi évekhez viszonyított relatív alacsony, 1,5 százalékos növelése áll, amit támogatnak az alacsony kamatkörnyezet pozitív reál- és államháztartási hatásai, valamint a kedvező makrogazdasági folyamatok is. A költségvetési egyenleg várható javulása ellenére a francia hiány továbbra is a maastrichti kritériumként megfogalmazott 3 százalék fölött maradhat, így az előrejelzési horizonton Franciaország végig túlzottdeficit-eljárás alatt állhat.

Az uniós államok többségében kedvező irányú költségvetési változások láthatók, az tagállamok várhatóan több mint fele tudja 2014-ről 2015-re javítani strukturális egyenlegét. A strukturális egyenlegek alapján a legnagyobb javulást az unióban tavaly a nyugdíjrendszer változtatása miatt Dánia, valamint Ciprus érte el 1,3-1,3 százalékpontos deficitcsökkenéssel (4. ábra). A déli szigetország így 2013 után ismét élen járt a strukturális egyenleg javításában, ami főként az adóbeszedés hatékonyságnövekedésének és a ciprusi jegybank magas osztalékfizetésének az eredménye. Ellenben 2014-ről 2015-re az uniós átlagot meghaladó mértékben, 0,5 százalékkal romolhat Ciprus strukturális egyenlege. A költségvetési egyenleg stabilizálása következtében idén 115,2 százalékon tetőzhet a déli szigetország államadóssága, ami a folyamatosan növekvő elsődleges egyenleg következtében dinamikusan csökkenhet az elkövetkező években.

4. ÁBRA: A 2014-ES ÉS A 2015-ÖS KONSZOLIDÁCIÓ MÉRTÉKE A STRUKTURÁLIS HIÁNY ALAPJÁN AZ UNIÓS ÁLLAMOKBAN



Forrás: AMECO adatbázis

Megjegyzés: Litvánia 2015. január 1-jei csatlakozásának következtében az euróövezeti mutató 19 tagország fiskális adatát foglalja magában.

A tavalyi évhez képest a legnagyobb mértékben Dánia strukturális egyenlege változott meg, a nyugdíjreformból származó állami bevételek nem várt gyorsaságú befolyása miatt. A magas költségvetési hiánnyal küzdő Horvátország mellett két állam, Luxemburg és Csehország esetében közelítette meg a strukturális egyenleg romlása az 1 százalékpontot. Utóbbiban idén a költségvetés kiadási oldala két százalékponttal gyorsabban növekedhet, mint a bevételi. A cseh kormányzat komoly forrásokat szán hadseregének modernizálására, növelni kívánja az egészségügyi kiadásokat, valamint a nyugdíjak emelése mellett 3,5 százalékos bérfejlesztést kíván végrehajtani az állami alkalmazottak körében. A kiadási oldal növelése ellenére a költségvetés bevételi oldala komoly forrásoktól esik el. A fogyasztáshoz kötött bevételeket csökkenti egy új, 10 százalékos áfakulcs bevezetése, a jövedelmet terhelő állami bevételeket a nyugdíjasok és a többgyermekes családok tervezett adójóváírása mérsékelheti. Az új adókulcs jelenleg csak a könyvekre, gyógyszerekre és babaélelmiszerekre terjed ki, ám a cseh kormányzat 2016-ra a jelenlegi középső, 15 százalékos kulcs alá eső termékek körét is 10 százalékos áfakulccsal kívánja adóztatni, amivel egyidejűleg kivezeti a 15 százalékos adókulcsot.

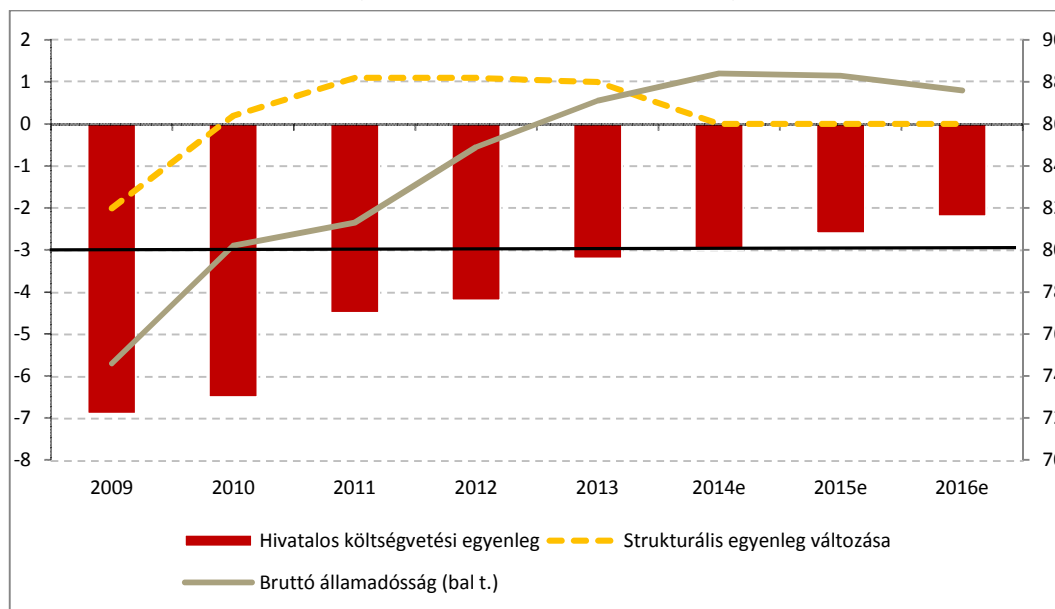
A strukturális egyenleg romlása Luxemburg esetében az IT-szektorra érintő uniós adózási környezet változásának a következménye. A korábbi szabályozás értelmében az interneten történő értékesítés esetén az áfát azon tagországban kellett megfizetni, amelyben a szolgáltató központja működött. Mivel Luxemburgban a forgalmi adó 15 százalékos értéke a legalacsonyabb volt az uniós tagországok között, több IT-vállalat (Microsoft, eBay, Amazon) is ide helyezte európai székhelyét. A 2015. január elsejétől életbe lépő új szabályozás értelmében viszont a forgalmazó abban a tagállamban köteles megfizetni a termékadást terhelő forgalmi adót, amelyben a vevő rezidens. A kieső adóbevétel a luxemburgi GDP 1,5 százalékára tehető, amit a kormányzat 2 százalékpontos áfakulcsnöveléssel, valamint 2016-tól egy, a GDP 0,6 százalékára tehető kiigazító csomaggal kíván ellensúlyozni.

A 2016-os előrejelzések körül nagy a bizonytalanság, mivel egyelőre kevés érdemi intézkedést hoztak arra az évre. Az előrejelzések szerint 2015-höz képest mindössze Horvátországnak és Írországnak romolhat a költségvetési egyenlege, míg 10 tagállam is 0,5 százalékpontot elérő ütemben csökkentheti hiányát. Az egyenlegek javulása mögött két fő motívum húzódik meg: a tagállamok többsége elkötelezett a költségvetés kiadási oldalának csökkentése mellett, valamint a várakozások alapján a 2016 során tovább gyorsuló, európai szintű gazdasági növekedés az állami bevételek növekedésén keresztül csökkentheti a tagállamok költségvetési hiányát. A pozitív folyamatokat némileg rontja, hogy az unió öt legnagyobb kibocsátású tagállamából három sem teljesíti a maastrichti kritériumként meghatározott 3 százalékos hiányszintet. A francia költségvetési egyenleg idén és jövőre is 4,1 százalékos hiányt mutathat, ellenben a spanyol és brit hiány 2 százalékponttal csökkenhet 2014 és 2016 között.

Az eurózána adósságpályájára vonatkozó becslés enyhén javult, így a tavalyi év végi állomány a GDP 94,3 százaléka körül alakulhatott. Az előrejelzések szerint az adósságráta idén enyhe

növekedést követően tetőzhet. Az unióban a mutató 88,4 százalékra növekedett, az Európai Bizottság szerint ugyanakkor az adósság idén csökkenő pályára állhat (5. ábra). Az adósságleépítés 2016-tól mindkét gazdasági régióban folytatódhat, ami egyszerre köszönhető az elsődleges egyenlegek javulásának és a nominális GDP növekedésének is.

5. ÁBRA: AZ EURÓPAI UNIÓ BRUTTÓ ÁLLAMADÓSSÁG-RÁTÁJA ÉS KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEGEI (SZÁZALÉK A GDP ARÁNYÁBAN)



Forrás: European Economic Forecast Winter 2015

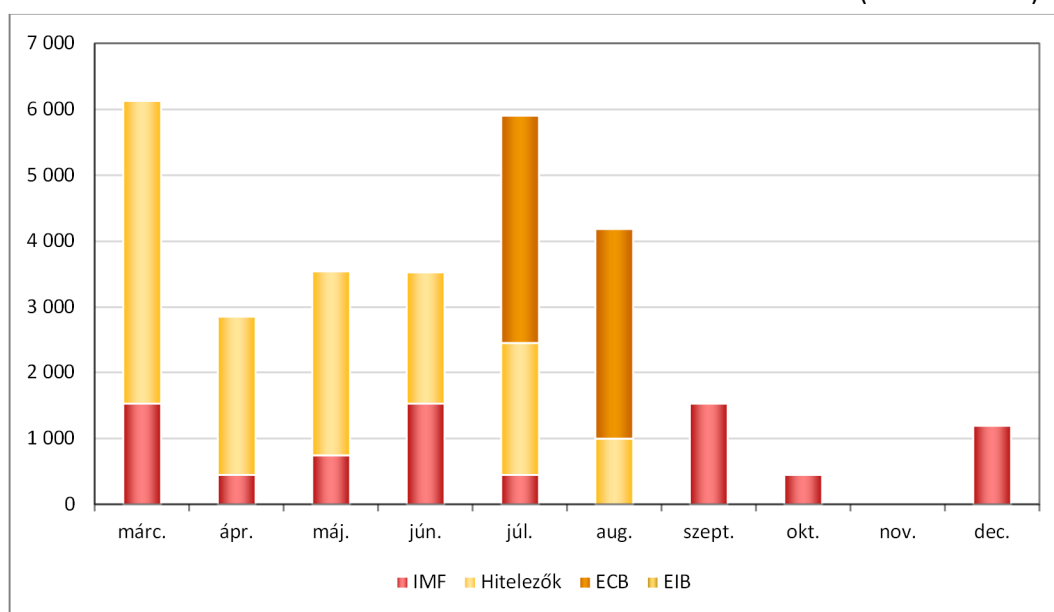
A novemberi előrejelzéshez képest a tavaly év végi adósságállományban nagyobb, 1,5 százalékpontot meghaladó felülvizsgálat egyedül Bulgáriát érintette a tagországok közül. A tavalyi mutató nem várt revízióját a kiadási oldal túlköltekezése mellett a tervektől elmaradó áfa- és jövedékiadó-bevételek támogatták. A bolgár államadósság így 8,7 százalékponttal emelkedett 2013-ról 2014-re, az államháztartás hiányának finanszírozása mellett a pénzügyi rendszer stabilizálása miatt is. Az előrejelzési horizont végén, 2016-ban 11 tagország államadóssága maradhat a maastrichti kritériumként meghatározott 60 százalékos szint alatt, míg az eurózóna 7 tagállamának lehet magasabb az államadóssága, mint a bruttó hazai kibocsátása.

Elhárult a görög államcsőd veszélye, ám számos kockázat övezi az adósságleépítést

Február 20-án az uniós pénzügyminiszterek tanácsa négy hónappal meghosszabbította a görög mentőcsomag február végén esedékes, 7,2 milliárd eurónyi törlesztésének határidejét. A tanács a döntéssel egyidejűen engedélyt adott a görög kormánynek az idej költségvetési többlet csökkentésére, hogy a szükséges gazdaságélénkítő lépések segítségével hat év után ismét dinamikusabban növekedjen a gazdaság. A törlesztési határidő másodszori

meghosszabbítása megszüntette a görög államcsőd és az unióból való kilépés esélyét, ám így is komoly kockázatok övezik az adósságkezelés pályáját.

6. ÁBRA: A GÖRÖG ADÓSSÁGTEHER IDÉN ESEDÉKES RÉSZLETEI (MILLIÓ EURÓ)



Forrás: WSJ

2015 során Görögországnak közel 30 milliárd eurót, a GDP hatodát kell adósságának törlesztésére fordítania (6. ábra). A sikeres februári tárgyalások ellenére idén esedékes Görögországnak az EKB és az IMF felé fennálló, 14,5 milliárd eurónyi törlesztése, ami jóval meghaladja az ország fizetési képességét. Bár az Európai Bizottság előrejelzése 2015-re kiemelkedően magas, 5 százalékos elsődleges egyenleget valószínűsít, ez mindössze a törlesztések harmadát tudná fedezni. Ráadásul a legfrissebb görög államháztartási adatok és pénzügyi folyamatok fényében nehezen valószínűsíthető, hogy a kormányzat tartani tudja az elsődleges hiánycélt. Január és február folyamán 2 milliárd euróval kevesebb adó folyt be a görög államkasszába, mint 2014 első két hónapjában. Tavaly év végétől kezdve folyamatosan áramlanak ki a megtakarítások a görög bankszektorból, mivel a lakosság féltelme szerint a január végén megválasztott új kormányzat azt az adósság csökkentésére kívánja fordítani. December és január során 17 milliárd euróval csökkent a bankok betétállománya, a csökkenés üteme február során is heti 2–3 milliárd eurót tett ki. A források hiánya visszavetheti a hitelezési aktivitás csökkenésén keresztül a görög növekedést, miközben a betétek kiáramlása miatt a bankrendszer komolyan függ az EKB likviditási segítségnyújtásától.

Bár az Európai Bizottság az elkövetkező két évben rendre 2,5 és 3,6 százalékos növekedést, valamint a fennálló adósság 6 és 11 százalékpontos csökkentését valószínűsíti, az adósságpályát komoly kockázatok övezik. Február elején a S&P egy fokozattal minősítette le Görögországot, mely 2010 óta nem tudott fél évnél hosszabb futamidejű állampapírt kibocsátani. A kormányzat havi rendszerességgel bocsát ki 3 és 6 hónapos adósságleveleket,

amikre bár rendre túlkereslet jelentkezik, a görög adósság spekulatív minősítése miatt csak komoly felár mellett tud forráshoz jutni a kormányzat. A féléves állampapírok legutóbbi, márciusi kibocsátásán az átlagos kamatláb 2,97 százalékra emelkedett, miközben több hasonló futamidejű, magas besorolású európai állampapír is negatív hozam mellett forgott a másodlagos piacon. Az újonnan kibocsátott papírok kamatlába magasabb, mint a kormányzat IMF felé fennálló adósságáé: a görög államháztartási folyamatokat látva valószínűsíthető, hogy a kormányzat a Nemzetközi Valutalap és az EKB felé fennálló adósságát csak magasabb kamatláb mellett bevont piaci forrásokkal tudja finanszírozni, így tovább nő az állam későbbi törlesztési terhe.

Az adósság folyamatos megújításának másik kockázata, hogy a globális likviditásbőség csökkenése hirtelen növelheti meg a görög adóssággal szembeni elvárt hozamot. Ez komoly forrásbevonási problémákat okozhat Görögország számára, ami az adósságteher további növekedése mellett akár államcsődöt is vonhat maga után. A jelenlegi pénzügyi körülményeket feltételezve így bár lassan csökkenhet a görög államadósság, a folyamatos megújítási kényszer és a szigorú, ám törékeny fiskális politika következtében középtávon is fennmaradhat az ország nemzetközi mentőcsomagoktól való függése.

A GDP-növekedés 2015-ben is 3 százalék felett maradhat

A hazai gazdaság 2014 utolsó negyedében meglepetést okozva 3,4 százalékra gyorsuló GDP-növekedést ért el. Ezzel 2014 egészében 3,6 százalékkal bővült a GDP volumene, amivel Magyarország ledolgozta a válságot követő visszaesést. A tavalyi IV. negyedévi teljesítményt a belső kereslet mellett a nettó export is segítette, ami 0,6 százalékponttal járult hozzá az év/év GDP-növekedéshez. Ennek elsődleges magyarázata az export fellendülése, amit a turizmus erősödése segített, míg az import mérsékeltebb ütemben bővült. A dinamikus gazdasági teljesítményt – szemben a korábbi negyedekkel – a záró negyedévben már a fogyasztás vezérelte, ami 1,9 százalékkal bővült éves bázison. Ez 0,9 százalékpontos GDP-hozzájárulásnak felelt meg. A háztartások fogyasztási hajlandósága tehát élénkült, köszönhetően a rendelkezésre álló jövedelem bővülésének, de a mérlegalkalmazkodás és az óvatossági megtakarítások még mindig korlátozó tényezők. A beruházások volumene 1,9 százalékkal bővült, ami messze alulmúlja az éves átlagos teljesítményt. Ezzel a növekedési hozzájárulása 0,5 százalékpontra süllyedt. Az erőteljes fékezés elsődleges tényezője az állami szektor beruházásainak zsugorodása, ami összefüggésben lehet a választások okozta egyszeri hatások kifutásával. A versenyszféra visszafogottabb beruházási teljesítménye mögött technikai hatás állhat. A belföldi felhasználás együttesen 2,8 százalékponttal járult hozzá a gazdaságbővülés éves rátájához az utolsó negyedévben.

A termelési oldalon a növekedés továbbra is kiegyensúlyozott: a főbb nemzetgazdasági ágak hozzáadott értéke bővült, de a lendület általánosságban mérséklődött. Ez alól kivétel a szolgáltató szektor, ahol a belső és a külső kereslet együttes fellendülésével összhangban 2,4 százalékos növekedést regisztráltak. Az ipar 4 százalékos teljesítménye mögött az exportáló feldolgozóipari ágazatok állnak. A mezőgazdaság továbbra is két számjegyű ütemben, 12,1 százalékkal bővült, az építőipari hozzáadott érték növekedési üteme ugyanakkor érezhetően tovább lassult. Ezt az állami beruházások visszaesése okozhatta, miközben a lakáspiac az élénkülés jeleit mutatta.

A kedvező munkaerő-piaci folyamatok 2014 IV. negyedében is folytatódtak: mind az aktívak, mind a foglalkoztatottak száma nőtt, utóbbi újabb évtizedes csúcsra, 54,6 százalékra ugrott. Ennek köszönhetően a munkanélküliek száma csökkent, az állástalanok aránya 7,3 százalékra esett. A Beveridge-görbe a munkaerőpiac feszességének enyhülésére utal, így 2014 IV. negyedéve trendfordulónak tekinthető. A nettó reálkeresetek 4,4 százalékkal emelkedtek éves alapon, ami megjelent a fogyasztás bővülésében is.

Az éves fogyasztóiár-index 2014 IV. negyedében 0,8 százalékos csökkenést jelzett. A továbbra is nyomott inflációs környezet elsősorban a negatív olajársokk hatását tükrözi. Árleszorító hatással bírt emellett a szabályozott árak folytatódó csökkenése is és a még negatív kibocsátási rés. A lakosság inflációs várakozása 2 százalék körül ragadt, és azonos a középtávú

inflációs trendmutató rátájával. A hazai kockázati környezet az elmúlt negyedévben jelentős javulást mutatott. A likviditásbőség nőtt, mivel a Fed nem változtatott monetáris politikáján, de az EKB mennyiségi lazítást vezetett be. A forint árfolyama közel 1 százalékkal erősödött az euróval szemben, a magyar CDS-felár az elmúlt három hónapban historikus mélypontjára süllyedt, közben a 10 éves állampapír-piaci hozam is jelentősen csökkent. Az MNB télen a 2014. júliusi bejelentésének megfelelően nem módosította a 2,1 százalékos irányadó rátáját, de a márciusi inflációs jelentés függvényében kilátásba helyezte a monetáris kondíciók további lazítását.

A vállalatok hitelezését tekintve az elmúlt három hónap alapján az NHP II. iránt csökkent az érdeklődés. Az MNB Monetáris Tanácsa ugyanakkor döntött az NHP+ bevezetéséről. Ennek keretében a magasabb hitelkockázatú kkv-k is kedvező kamatozású hitelhez juthatnak. Az MNB az új lakossági hitelek kérdéskörét az adóssághék 2015. január 1-jei bevezetésével rendezte. A svájci frank januári drasztikus erősödése a frankalapú jelzáloghitelesekkel már nem érintette, mivel hiteleiket rögzített árfolyamon forintosították.

Legfrissebb prognózisunk alapján a magyar gazdaság a tavalyi év után 2015-ben is 3 százalék felett teljesíthet, amit jövőre egy mérsékeltebb év követ. A belső és külső tényezők egyaránt pozitívan járulnak hozzá a GDP-növekedéshez a teljes előrejelzési horizonton. A gazdaság motorja 2015-ben a fogyasztás, jövőre már az export lesz. Az import növekedési üteme 2015–2016-ban elmaradt az exportétól, az élénkülő globális kereslet következtében. Idén a fogyasztás dinamikusabb növekedését a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének emelkedése segíti, amiben piaci és gazdaságpolitikai intézkedések egyaránt szerepet játszanak. Az alacsony kamat- és inflációs környezet növeli a fogyasztási kedvet, amit a munkaerőpiac további erősödése támogat. Emellett a forintosítás és a bankok elszámoltatása szintén növeli az elkölthető jövedelmet. A beruházások enyhébb ütemű növekedését a versenyszféra mellett az uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások idén még segítik. Jövőre azonban a korábbi uniós tervezési időszak lezárása miatt a beruházások visszaesésére van kilátás. A hazai gazdaság 2016-ban már a potenciális szintje felett teljesíthet, vagyis az idén záródó kibocsátási rés jövőre enyhén pozitív lehet. Összességében 2015-ben 3,1, jövőre 2,4 százalékos GDP-növekedést várunk.

A munkaerőpiac helyzetének jelentős javulását jelezzük előre a következő két évre: az aktívák száma 60 ezer, a foglalkoztatottaké pedig 110 ezer fővel nőhet 2016 végéig. A munkanélküliségi ráta idén átlagosan 7,4, 2016-ban 6,8 százalékra süllyed. A feszebb munkaerőpiac ellenére a béremelkedés ütemének lassulását prognosztizáljuk, melynek magyarázata a közfoglalkoztatottság bővülése és az állami bérek lassú emelkedése.

A maginfláció 2015 első negyedévében már elérheti a mélypontot, és azt követően egy tartós emelkedés bontakozik ki. A korábbi előrejelzésünkénél idén jóval alacsonyabb maginflációra számítunk, melynek oka a tényadatok, a negatív ársokkok és az importált infláció csökkenése. A mutató 2016. évi emelkedését a bázishatás, a nemzetközi szinten erősödő infláció és a

keresleti oldali árnyomás fokozatos felépülése vezérli. Az infláció tartósan elmaradhat a szűrt indextől, ami idén a közműdíjcsökkentések mellett az olajárak zuhanásának hatását jelzi. Az inflációs ráta fokozatos erősödését várjuk, ami 2016 végén már megközelítheti a 3 százalékos inflációs célt. Ennek oka az emelkedő maginfláció, valamint a költségsokkok bázisba épülése és a maginfláción kívüli tételek (olaj, nyers élelmiszerek) áremelkedése. A fogyasztóiár-index idén 0,3, jövőre 2,6 százalékon állhat.

Számos tényező mutat a monetáris lazítás irányába: a globális és a hazai nyomott inflációs környezet, a gazdaság ciklikus pozíciója, az alacsony várakozások és hazánk kedvező pénzügyi megítélése. Emellett a nemzetközileg lazább monetáris politika is ezt erősíti. Várakozásunk szerint a jegybank idén akár 1,5 százalékra is vághatja az alapkamatot. Hosszabb tartás után a kamatemelési ciklus 2016 folyamán kezdődhet meg.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

	2014	2015	2016
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	3,6	3,1	2,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	1,7	3,2	2,7
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	11,7	5,5	-3,2
Kivitel (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	8,7	6,6	7,3
Behozatal (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	10,0	6,1	6,1
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,4	7,2	9,0
Éves fogyasztóiár-index (%)*	-0,2	0,3	2,6
A jegybanki alapkamat az év végén (%)	2,10	1,50	3,00
Munkanélküliségi ráta éves átlaga (%)*	7,7	7,4	6,8
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,0	2,3	3,3
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,3	5,1	5,6
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	8,0	8,5	8,0
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	1,5	1,8	2,4

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

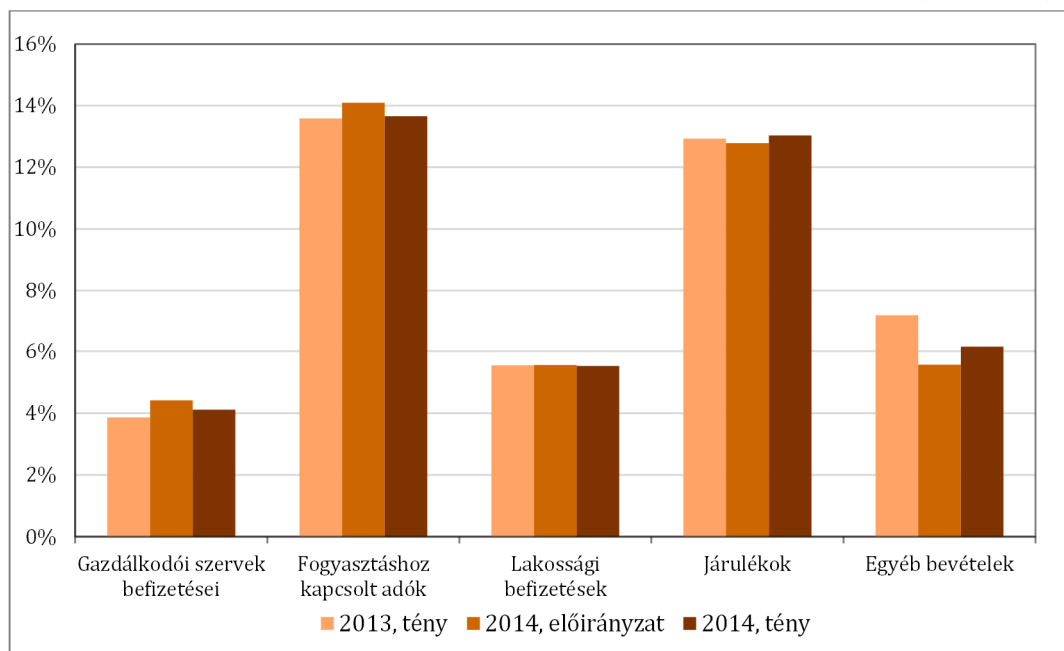
A hiánycélnál jelentősen alacsonyabb a tavalyi deficit

Januárban megjelent az államháztartás központi alrendszerének¹ 2014. évi pénzforgalmi mérlege. Az önkormányzatok tekintetében azonban egyelőre csupán az első három negyedév adatai állnak rendelkezésre, és az eredményszemléletű számbavétel is csak az áprilisi EDP-jelentéssel válik nyilvánossá. A lényeges folyamatok, a legfontosabb kiadási és bevételi tételek alakulására vonatkozó tendenciák mindazonáltal kiolvashatók. A következőkben azt vizsgáljuk, hogy a fontosabb bevételi és kiadási mérlegsorok hogyan teljesültek tavaly az eredeti előirányzatokhoz, illetve a 2013. évi tényadatokhoz képest, és ismertetjük az eltérések okait. Ezt követően az első három negyedéves adatok, valamint az MNB által publikált pénzügyi számlák segítségével feltérképezzük az önkormányzati szektor gazdálkodásának lényegesebb jellemzőit. Az önkormányzati egyenleg, valamint az ESA-híd várható alakulását figyelembe véve adunk becslést az eredményszemléletű ESA-hiányról.

Bevételek

2014-ben a központi alrendszer bevétele 17 305 milliárd forintot tett ki, ami az eredeti előirányzathoz viszonyítva 8,3 százalékos, az egy évvel korábbiakhoz képest pedig 4,9 százalékos emelkedést jelent.

7. ÁBRA: AZ EGYES ADÓBEVÉTELEK ALAKULÁSA A GDP ARÁNYÁBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: MÁK

¹ A központi költségvetés, az elkülönített állami pénzalapok, valamint a társadalombiztosítás alapja (Nyugdíj- és Egészségbiztosítási Alap) jelentik a központi alrendszert.

A központi alrendszer 10 627 milliárd forint értékű adó- és járulékbevétele az eredeti előirányzatot 2,2 százalékkal, a tavalyelőtti tévyszámokat pedig 7,6 százalékkal haladja meg, ami -0,2 százalékos inflációs rátát figyelembe véve változatlan áron is hasonló mértékű emelkedést jelent².

A gazdálkodószervezetek befizetései között a társaságiadó-bevételek, valamint az evából származó bevételek 36, illetve 30 milliárd forinttal az éves előirányzat felett teljesültek. Ennek hatását gyakorlatilag teljesen kioltotta, hogy a vállalati kisadók (kata, kiva) terén összesen hasonló értékű elmaradás mutatkozott, azaz tavaly is a kormányzati várakozásoktól elmaradó számban tértek át a vállalkozások az új adózási konstrukciókra. Emellett az energiaellátók jövedelemadója realizálódott leginkább a tervek alatt (mintegy 26 milliárd forinttal), melynek hátterében a 2013. évi túlfizetés 2014. évi visszaigénylése, valamint a rezsicsökkentés miatti adóalap-csökkenés áll. Ki kell még emelni továbbá, hogy a többek között az elektronikus útdíjból származó bevételeket, a környezetvédelmi termékdíjakat, a hulladéklerakási járulékot magában foglaló egyéb központosított bevételek mérlegsoron is az előirányzottnál mintegy 20 milliárd forinttal kisebb összeg folyt be. Összességében tehát a gazdálkodói befizetések 47 milliárd forinttal elmaradtak az éves előirányzattól.

A fogyasztási típusú adók tekintetében korábbi várakozásainkkal ellentétben befolytak a kormányzat által várt összegek³. A legnagyobb adóbevételi tételt jelentő áfasoron az előirányzathoz képest 21 milliárd forint értékű többlet jelentkezett, míg az előző évi eredményekhez képest 8 százalékkal (több mint 220 milliárd forinttal) emelkedtek az áfából származó bevételek. A negatív inflációs környezetet, valamint a mindössze 1,5 százalék körüli fogyasztásbővülést figyelembe véve a növekedés mögött minden bizonnyal a korábban bevételi kockázatként azonosított online pénztárgépek bevezetésének tényleges gazdaságfehérítő hatása rejlik. A jövedékiadó-bevételek ugyanakkor a dohánytermékek piacának átrendeződése⁴ nyomán a tervszámok alatt alakultak. Jelentős tételnek számít még a fogyasztási típusú adók között a 2013-ban bevezetett pénzügyi tranzakciós illeték, melyből a tervezettnél 8,5 milliárd forinttal több folyt be tavaly.

A lakosság befizetései több mint 50 milliárd forintos többletet mutatnak az előirányzathoz képest, elsősorban annak köszönhetően, hogy a személyi jövedelemadó soron a tervezésekor számoltnál 39 milliárd forinttal magasabb bevételt realizált a központi költségvetés. A tavalyi teljesüléshez képest pedig mintegy 100 milliárd forintos növekmény mutatkozik, szintén elsősorban az szja, kisebbrészt pedig az illetékek terén megfigyelhető többletbevételnek köszönhetően.

² A tavalyi 0 közeli inflációs rátát figyelembe véve a későbbiekben nem térünk ki a reál értelemben vett változásokra, hiszen azok csaknem megegyeznek a változó áras indexekkel.

³ Jóllehet az előirányzatnál tavaly mintegy 19 milliárd forinttal magasabb összegű fogyasztási típusú adóbevétel keletkezett, miután a nominális GDP több mint 1000 milliárd forinttal a tervezett felett alakult, a GDP-arányos bevételi mutató (7. ábra) csökkenést jelez.

⁴ A cigarettáról a fogyasztási dohányra való forgalomátterelődés.

Az adó- és járulékbevételek egyes fő tételei között leginkább a járulékbevételek magyarázzák a bevételi főösszeg növekedését. Az összes járulékbevétel az egy évvel korábbit 310 milliárd forinttal, míg az előirányzatot 223 milliárd forinttal haladta meg. Az egyes alapokat külön-külön vizsgálva megállapítható, hogy mindegyik esetében terven felül teljesültek a bevételek. A Nemzeti Foglalkoztatási Alapot megillető egészségbiztosítási és munkaerő-piaci járulék 8,6 százalékkal, a Nyugdíjbiztosítási Alap szociális hozzájárulási adó és biztosított járulékbevétele 5,8 százalékkal, míg az Egészségbiztosítás Alap szociális hozzájárulási adóból és járulékból származó bevétele 7,3 százalékkal felülmúlta az eredeti költségvetési előirányzatot. A járulékból befolyó összeg alakulására kedvezően hatott a foglalkoztatás markáns bővülése, valamint a vállalati kisadókra áttérők a vártnál jóval alacsonyabb száma.

Összességében a központi alrendszer nem konszolidált pénzforgalmi bevételei 8,3 százalékkal az előirányzott felett alakultak, ebben azonban a nem adó, illetve járulék típusú bevételek növekedése játszott a legnagyobb szerepet. Elsősorban a költségvetési szervek bevételei kapcsán jelentkező, közel 50 százalékos (csaknem 560 milliárd forintot kitevő) bevételi többlet, valamint a kamatbevételek 243 milliárdos túlteljesülése számít kifejezetten jelentősnek⁵. Előbbi bevételi csoporton belül számottevő tétel a költségvetési szervek államháztartáson belülről érkező működési és felhalmozási célú támogatása, így ennek hatása a konszolidáció miatt nem jelentős, utóbbi pedig elsősorban csak a pénzforgalmi hiányt érinti.

Kiadások

2014-ben a központi alrendszer 18 130 milliárd forintos kiadási főösszeggel zárt, ami a 2013. évi tényadatokhoz képest 4 százalékos növekedést jelent, az eredeti előirányzatnál pedig 6,9 százalékkal magasabb.

Ebben komoly szerepet játszottak az uniós kifizetéseket is magába foglaló, költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok elnevezésű mérleg sor az előirányzatot közel 15 százalékkal (940 milliárd forinttal) meghaladó kifizetései. Így a nettó kiadások⁶ az előirányzatot mintegy 10, az egy évvel korábbiakat pedig csaknem 20 százalékkal (355, illetve 642 milliárd forinttal) haladták meg. A kedvező kamatkörnyezet ellenére (15,5 százalékkal) felülteljesültek a nominális kamatkiadások, többek között a terveket meghaladó visszavásárlási aukciók és csereaukciók keretében visszavásárolt kötvényeken elszámolt felhalmozott kamat nyomán, melyet államháztartási számvitel szerint a kamatkiadások között kell feltüntetni. A nettó kamatkiadások⁷ ugyanakkor – a kamatbevételek és a kamatkiadások egyidejű emelkedése mellett – a 2013. évitől 134, a tavalyi előirányzottól pedig 62 milliárd

⁵ Alapvetően az ugyanazon piaci államkötvények több futamidőn történő kibocsátásakor és csereaukciók során felhalmozott kamat és árfolyamnyereség magyarázza a kamatbevételek megugrását. Ezenfelül a Kincstári Egységes Számla betétei után kifizetett kamatok is mintegy 7 milliárd forinttal felülteljesültek, ez azonban csak kismértékben járult hozzá a kamatbevételek növekményéhez.

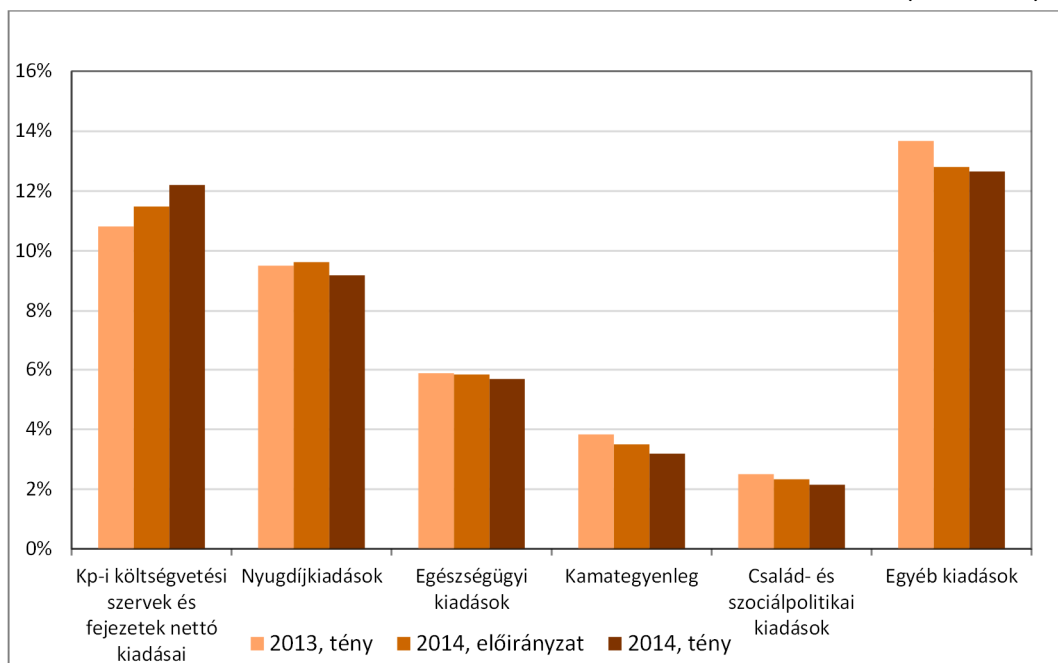
⁶ A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásainak és bevételeinek különbözete.

⁷ A kamatkiadások és kamatbevételek különbözete.

forinttal elmaradtak. A gazdasági társaságokban szerzett részesedések és tőkeemelések révén az állami vagyonnal kapcsolatos kiadások az eredeti előirányzat több mint duplájára nőttek, a 2013. évi kiadási tételhez viszonyítva pedig 138 milliárd forinttal emelkedtek.⁸ Ezek a részesedésvásárlások azonban csak a pénzforgalmi mérlegben jelennek meg, az eredményszemléletű hiányszámnak nem képezik részét.

Egyaránt 31 milliárd forinttal az előirányzat alatt teljesültek a lakástámogatások, valamint a Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap kiadásai.⁹ A 2013. évi tényszámokhoz képest ugyanakkor az előbbi esetében mindössze 4 milliárd forint értékű elmaradás, az utóbbi esetében ellenben 63 milliárd forintos csökkenés mutatkozik. Ebben lényeges szerepet játszott, hogy a korhatár előtti kifizetések 50 milliárd forinttal maradtak el az egy évvel korábbiaktól.¹⁰

8. ÁBRA: EGYES KIADÁSI TÉTELEK ALAKULÁSA A GDP ARÁNYÁBAN (SZÁZALÉK)



Forrás: MÁK

Az elkülönített állami pénzalapok kiadásai között említést érdemel a közmunkaprogramra fordított összegek felfutása (az egy évvel korábbinál 54, az előirányzatnál pedig 42 milliárd forinttal fordított többet a Startmunka-programra a kormányzat). A társadalombiztosítás alapjainak kiadásai pedig összességében az év végi, az alap kiegyensúlyozását szolgáló

⁸ A költségvetési törvény tavaly decemberi módosítása többek között ezeket az állami tulajdoni részesedések növekedését eredményező tranzakciókat tartalmazta (Főgáz Zrt., Antenna Hungária Zrt., AVE Magyarország Zrt., MVM Paks II. Atomerőmű Fejlesztő Zrt.).

⁹ Elsősorban a családi támogatások (családi pótlék, gyermekgondozási segély, gyermeknevelési támogatás, gyermekvédelmi támogatás, anyasági támogatás stb.) maradtak el a tervezett összegtől (25 milliárd forinttal).

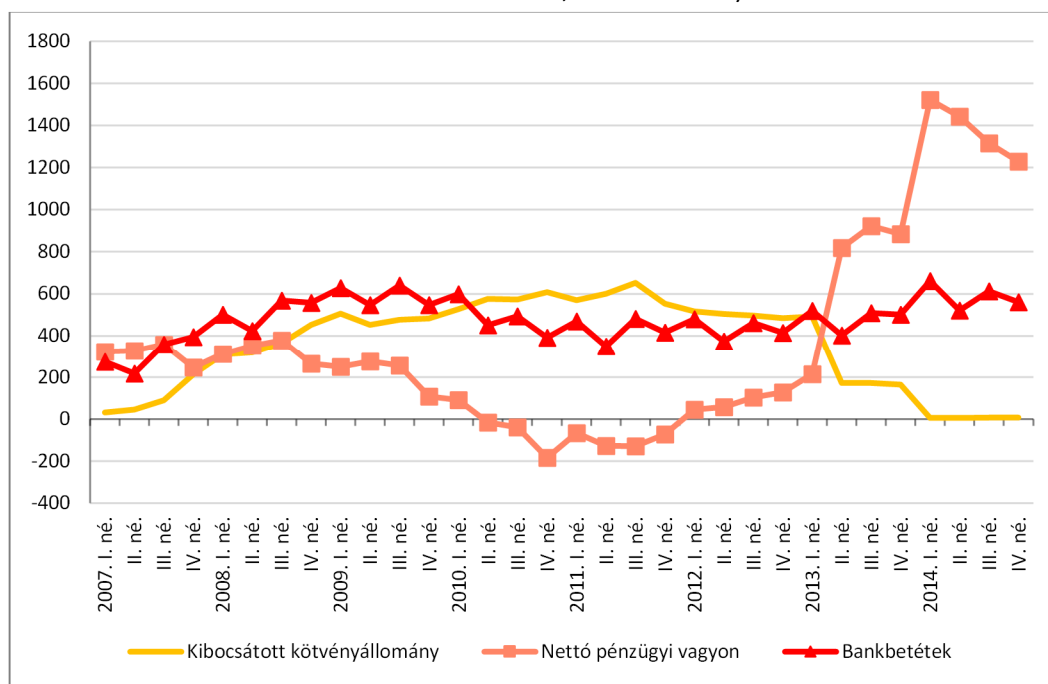
¹⁰ Az érintettek időközben betöltötték a rájuk vonatkozó nyugdíjkorhatárt, így öregségi nyugdíjra lettek jogosultak.

befizetés nélkül gyakorlatilag az előirányzat szintjén alakultak. A nyugellátásra fordított összeg több mint 30 milliárd forinttal az előirányzat alatt maradt 2014-ben, ezt azonban ellensúlyozta a táppénz, a gyógyszerár-támogatások, a gyógyító-megelőző támogatás, valamint a gyógyászati segédeszközök árának támogatása mérlegsorokon jelentkező kismértékű felülköltség.

Egyenleg

Az államháztartás központi alrendszerének 2014. évi pénzforgalmi hiánya 825,7 milliárd forintot, az eredeti előirányzat 84,4, a módosított előirányzat 71,7 százalékát érte el. Az éves deficit nemcsak a 2013. évitől maradt el 112 milliárd forinttal, de egyben az utóbbi egy évtized második legalacsonyabb nominális pénzforgalmi hiányát jelentette.¹¹ A központi alrendszeren belül a központi költségvetés 837,1 milliárd forintos hiánnyal, míg a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai és az elkülönített állami pénzalapok egyaránt 5,7-5,7 milliárd forintos többlettel zártak.

9. ÁBRA: AZ ÖNKORMÁNYZATOK PÉNZÜGYI MUTATÓINAK ALAKULÁSA (ÁLLOMÁNYI ADATOK, NEGYEDÉV VÉGÉN, MILLIÁRD FT)



Forrás: MNB

Az önkormányzati alrendszer a harmadik negyedévben a növekvő beruházási és felújítási aktivitás ellenére kismértékű szufficittel zárt. Így a jelenleg rendelkezésre álló első három negyedéves önkormányzati adatok 115,7 milliárd forintos többletet jeleznek. A Magyar Nemzeti Bank által publikált, az államháztartás előzetes pénzügyi számlái ugyan azt jelzik, hogy az utolsó negyedévben az önkormányzati bankbetétek csökkentek, míg a hitelek növekedtek,

¹¹ 2012-ben mindössze 607 milliárd forintot tett ki a központi alrendszer hiánya.

így az önkormányzatok nettó pénzügyi vagyona csökkent júniushoz képest, az év utolsó negyedében a többlet kisebb mértékű csökkenésével számolunk. 2014 egészét tekintve így a 30 milliárd forintos előirányzatnál kedvezőbben, akár 100 milliárd forint körül is alakulhatott az önkormányzati egyenleg.

Az önkormányzati alrendszer többlete ellensúlyozhatja az előreláthatólag az egyenleget rontó ESA-hídat,¹² így összességében az eredeti 2,9 százalékos GDP-arányos kormányzati célnál akár 0,4 százalékponttal kedvezőbben alakulhatott a maastrichti hiánymutató.

2. táblázat: A 2014. évi államháztartási egyenleg levezetése

	Milliárd Ft	A GDP arányában (százalék)
Központi alrendszer pénzforgalmi egyenlege	-826	-2,6
Önkormányzatok	105	0,3
ESA-híd	-71	-0,2
Várható ESA-egyenleg	-792	-2,5

Forrás: MNB, MKOGY, Századvég-becslés

Az államadósság alakulása

Az államháztartás előzetes pénzügyi számlái alapján a bruttó államadósság 2014. december 31-én 24 521,4 milliárd forintot, a GDP 76,9 százalékát tette ki, ami 0,4 százalékponttal alacsonyabb az egy évvel korábbi rátánál. Az Alaptörvény és a stabilitási törvény¹³ rendelkezéseivel összhangban (erről bővebben lásd keretes összeállításunkat) azonban a devizaadósságot azonos árfolyamon kell figyelembe venni. A fentiek értelmében (2013. év végi árfolyammal számolva) jelentősen, a kormányzati szándékot¹⁴ is meghaladó ütemben, 2,1 százalékponttal, a GDP 75,2 százalékára mérséklődött a bruttó adósságállomány.

¹² Az ESA-híd a pénzforgalmi egyenleg, valamint az EU eredményszemléletű módszertana szerinti egyenleg közötti különbség. A pénzügyi tranzakciók alapvetően pozitív irányba mozdították volna az ESA-hídat, az eredményszemléletű számbavételből (például a kamatbevételeknél már említett felhalmozott kamat és árfolyamnyereség elszámolásából) fakadóan azonban összességében negatív ESA-híddal, azaz a pénzforgalminál rosszabb eredményszemléletű egyenleggel számolunk a kormányzati szektor egészére.

¹³ Magyarország gazdasági stabilitásáról szóló 2011. évi CXCV. törvény.

¹⁴ 2014 végén a szaktárca 1,7 százalékponttal mérséklődő államadósságot várt.

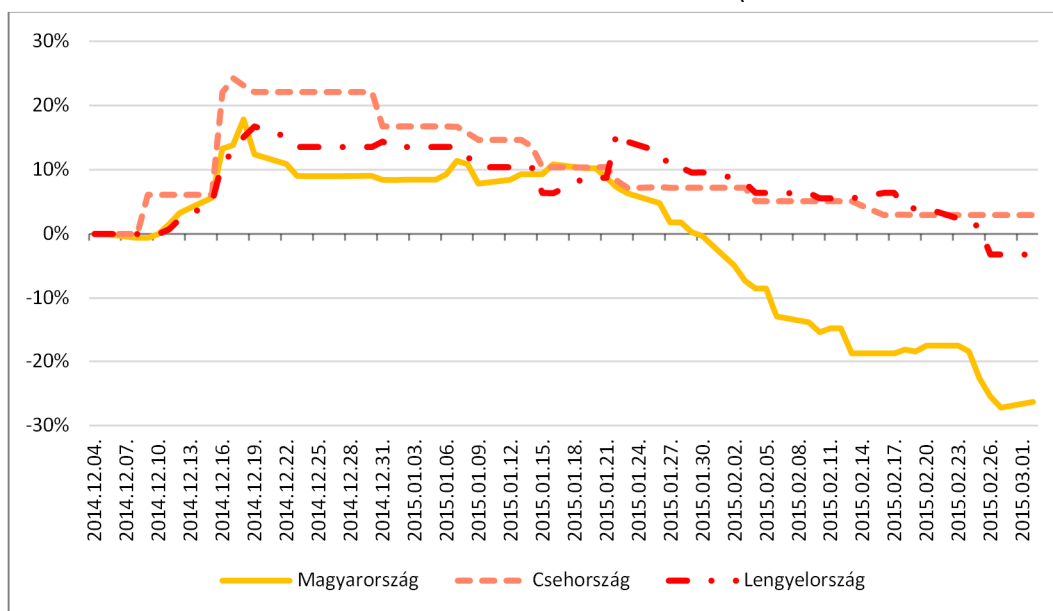
Tartósan alacsony alapkamat, jelentősen csökkenő CDS és kismértékben erősödő forint

Adósságfinanszírozás

Az idei év negyedik negyedében az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 24 521 milliárd forint volt, ami a GDP 76,9 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 77,3 és a szeptemberi 80,3 százalék után. Az adósságot 739 milliárd forint nettó hiteltörlesztés csökkentette, míg 142 milliárd forint árfolyamvesztés növelte a negyedik negyedévben. Magyarország 2 milliárd euró adósságot törlesztett október végén az Európai Uniótól 2008 őszén felvett hitelből. A kifizetés után az Európai Unió felé már alig 1,5 milliárd euró tartozás maradt, amit a hitelmegállapodás szerint 2016 második negyedében lesz esedékes. Ezenfelül az adósságállomány forintban kimutatott értékének növekedését magyarázza a 2013. év végi 296,91 HUF/EUR árfolyamtól 2014. december végén jelentősen gyengébb devizaárfolyam (314,89 HUF/EUR) is.

Véleményünk szerint elsősorban az EKB mennyiségi lazításának hatására a forint árfolyama tartósan viszonylag stabil maradhat, így a csökkenő devizaarány mellett az adósságráta jelentősebb csökkenését várjuk jövő év végére.

10. ÁBRA: AZ 5 ÉVES CDS-FELÁRAK ALAKULÁSA A RÉGIÓBAN (2014. DECEMBER 4-I BÁZISON)



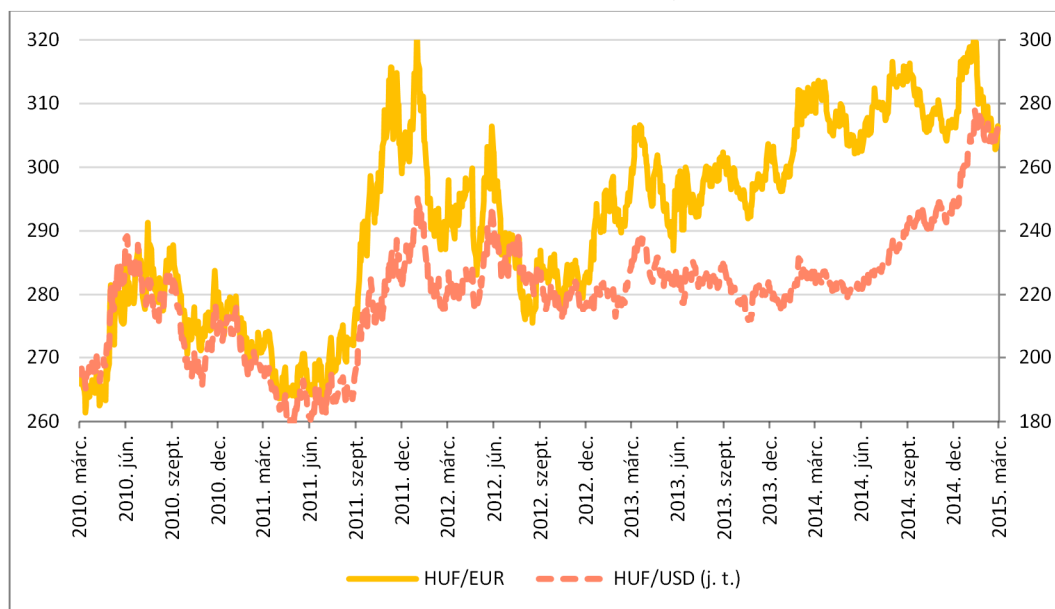
Forrás: Thomson Reuters

A Fed nem változtatott monetáris politikáján. Az EKB 2015. január 22-én jelentette be monetáris lazítási programját, és 2015. március 9-én kezdte meg az állampapír-vásárlásokat. Ennek értelmében az intézet havi 60 milliárd euró értékben vásárol állampapírokat 2016

szeptemberéig. A globális likviditásbőség így tovább növekszik, hiszen a Bank of Japan évi 80 ezer milliárd jenre bővítette eszközbázisát.

Az 5 éves magyar CDS értéke 164 bázispontos kezdő december eleji értékéről 118 bázispontra csökkent 2015. március elejére. Lengyelországban és Csehországban alacsonyabb bázisról változott a CDS az elmúlt három hónapban, előbbiben 2 bázisponttal csökkent, míg utóbbiban 1 bázisponttal emelkedett. A forint árfolyama kismértékben erősödött az elmúlt időszakban az euróval szemben, míg egy svájci frankért és egy dollárért több forintot kellett adni: egy euró 305, egy svájci frank 284, míg egy dollár 273 forintba került december elején; utóbbi két érték historikus csúcsnak számít. A forint/svájci frank árfolyam azért gyengült ilyen mértékben, mert a Svájci Nemzeti Bank (SNB) 2015. január 15-én feloldotta a korábban 1,2 CHF/EUR árfolyamküszöböt. Kitekintve a régióra a cseh korona és a lengyel zloty esetében az árfolyamok minimális mértékben, 0,6 százalékosan erősödtek az euróval szemben a vizsgált időszakban.

11. ÁBRA: EURÓ/FORINT ÉS USD/FORINT ÁRFOLYAM (2010. MÁRCIUS–2015. MÁRCIUS)

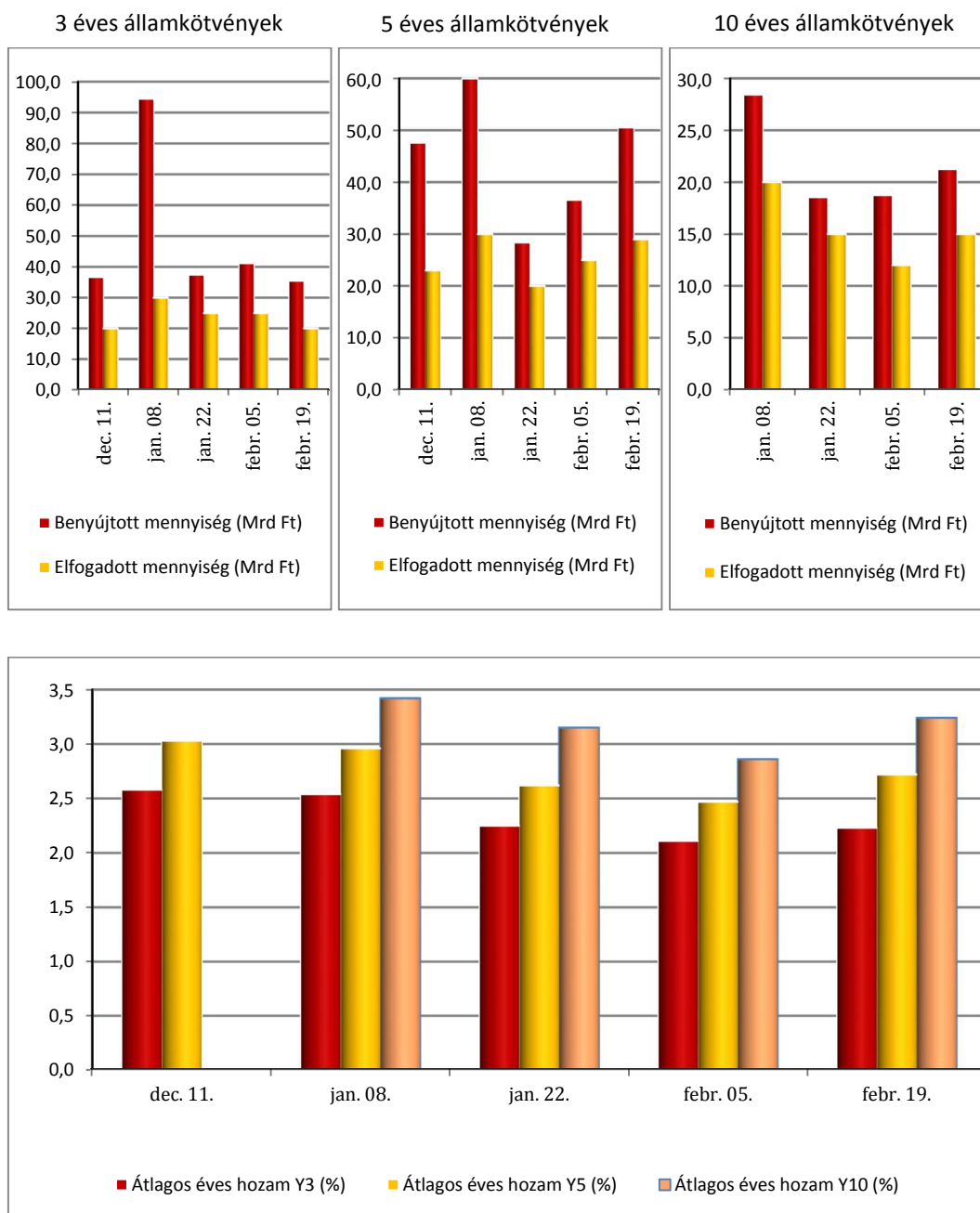


Forrás: MNB

Az állampapír-piaci aukciókon elért hozamok a futamidő függvényében különbözőképpen alakultak. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében csekély mértékben (4 bázisponttal) nőttek, míg az egyévesnél kismértékben (3 bázisponttal) csökkentek a hozamok. Továbbá az államkötvények (3–10 éves lejárat) esetében 18–35 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 hat alkalommal (három esetben a diszkontkincstárjegy-aukcióknál, míg három esetben az államkötvény-kibocsátásnál),

össességében azonban mindkét értékpapírcsoportban markáns többletkibocsátás mutatkozott a december–februári időszakban.

12. ÁBRA: AZ ÁLLAMKÖTVÉNY-AUKCIÓK MENNYISÉGI ÉS HOZAMADATAI¹⁵



Forrás: ÁKK Zrt.

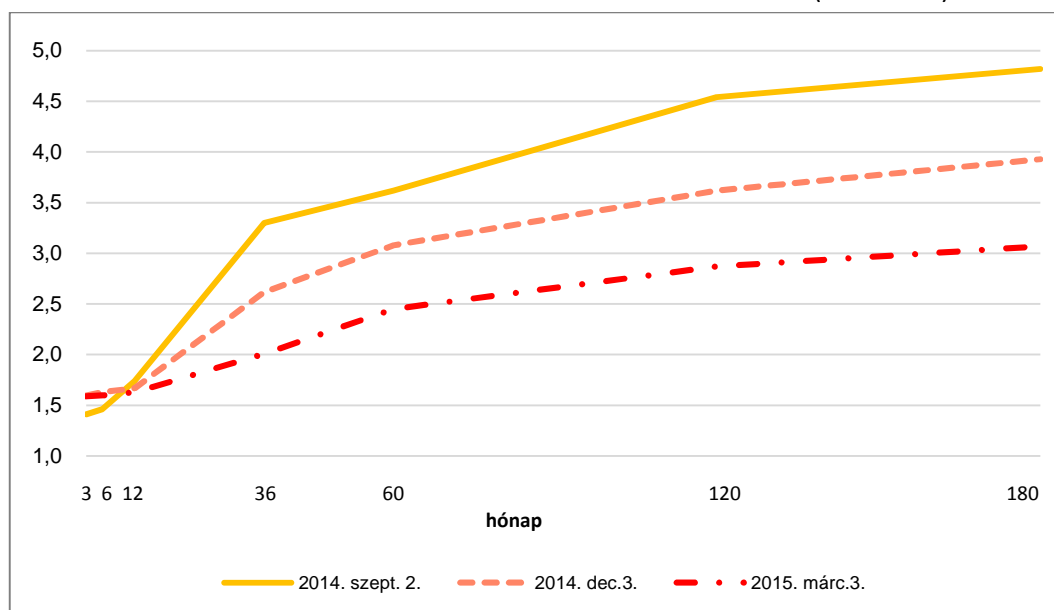
Az elmúlt időszakban a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során a december 4-i, a december 30-i és a január 15-i 12 hónapos DKJ kivételével minden esetben meghaladta az elfogadott mennyiség a meghirdetett összeget. Az időszak egészét tekintve az ÁKK jelentős

¹⁵ 2014. december 11-én nem volt 10 éves kötvényaukció. Az ÁKK 15 éves aukciót hirdetett ezen a napon, amelynek átlagos hozama 3,82 százalék volt az október 30-i 4,26 százalék után.

mennyiségben, 315 milliárd forint értékű többletkibocsátást hajtott végre a diszkontkincstárjegyek esetében. Összességében 43 milliárd forinttal többet fogadtak el a meghirdetett képest, és további 170 milliárd forintnyi többletkibocsátás történt.

A másodpiaci hozamgörbe december elejéhez képest március elejére jelentősen módosult. A jegybanki alapkamat változatlan maradt ugyan, de a kedvező hazai pénzügyi piaci hangulat miatt a piaci szereplők egy része hosszította portfóliójának átlagos hátralévő futamidejét, ezért a hozamok a hozamgörbe rövid végén szinte változatlanok maradtak, míg jelentősen csökkentek a hozamgörbe hosszú végén, ezáltal a hozamgörbe laposabbá vált. Továbbá a hozamgörbe hosszú végének csökkenő hozamaihoz járult hozzá az is, hogy regionális összehasonlításban még magasak a magyar hozamok, és egy kamatvágás egyértelműen a hosszú papírok árfolyamait emeli meg nagyobb mértékben. A hozamgörbe rövid végén 1 és 4 bázispont között csökkentek a hozamok. A hosszabb futamidők esetében 61 és 86 bázispont közötti volt a hozamesés. A jegybank 2014 júliusa óta változatlanul hagyta jegybanki alapkamatának mértékét (2,1 százalék). Az, hogy a hozamgörbe rövid vége a kamatvágás vége óta eltelt időszak folyamán is e kamatszint alatt maradt (47–51 bázisponttal), a nagy likviditásbőségnek tudható be, és egyre inkább annak, hogy a piaci szereplők további kamatvágásra számítanak márciustól kezdődően.

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

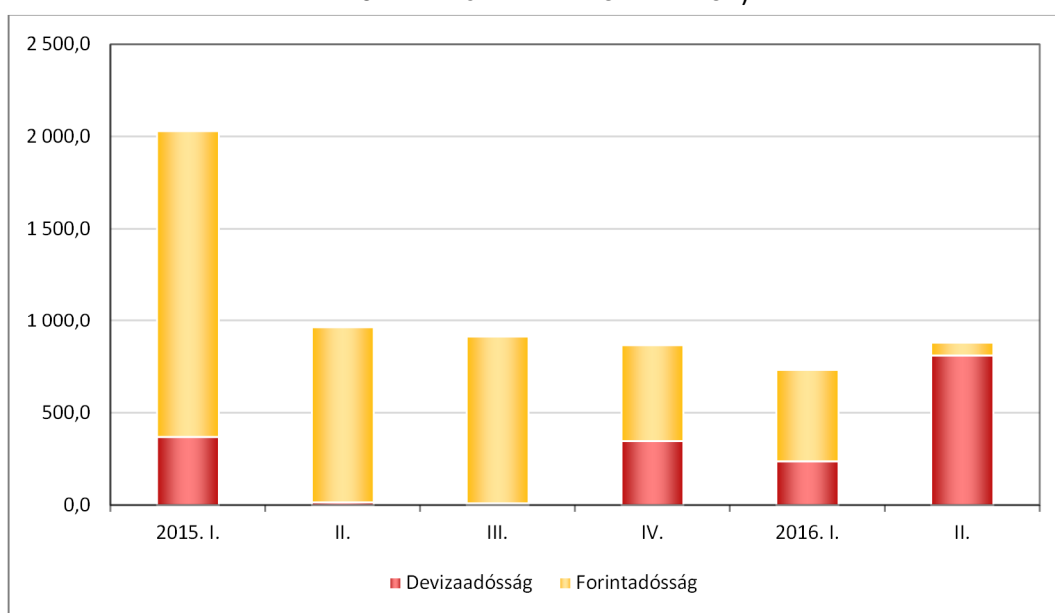


Forrás: ÁKK Zrt.

A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők körében. Továbbá a jegybank 2014. augusztus 1-jétől ismét kéthetes betétet alkalmazott, amelyet külföldiek nem vásárolhattak. A jegybank a külföldiek által hazai kéthetes betétben tartott állományt közel 800 milliárd forintra becsülte, ami megjelenhet a hazai állampapírpiacra. Ez nem történt meg, mivel a külföldiek által tartott

állampapír-állomány csak kisebb mértékben növekedett (4981 milliárdra) 2015. március elejére. A külföldiek zömében valószínűleg hazai bankok segítségével, felárral jutottak kétételes betéthez, továbbá kisebb részben átkonvertálták forintjukat. A cél továbbá ezzel az államadósság devizaarányának csökkentése, ami egy esetlegesen gyengülő forint esetében sem emeli meg drasztikusan a GDP-arányos bruttó államadósságot. 2015. február végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 2490 milliárd forintra emelkedett. Az államadósság devizaaránya tovább csökkent, az október végi 39 százalék után 2015. január végén 37 százaléknak felelt meg, és eleget tesz a 2015. évi finanszírozási tervben meghatározott 40 százalékos (szemben a 2014. évi 45 százalékos) maximumnak.

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



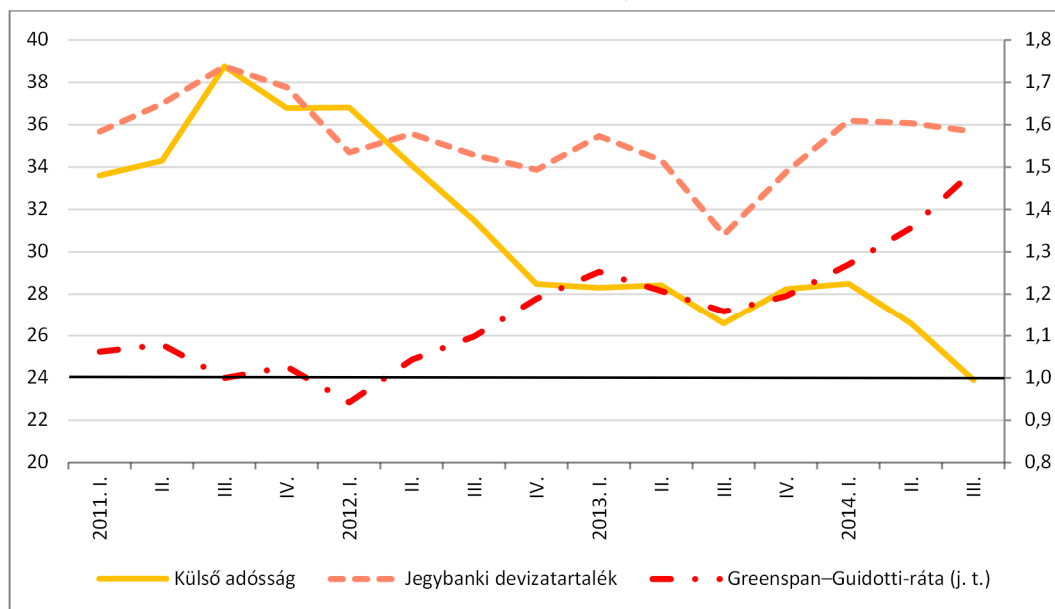
Forrás: ÁKK Zrt.

A központi költségvetés adósságának lejárat szerkezetét vizsgálva fontos kiemelni, hogy csak az I. és a IV. negyedévben van esedékes devizaösszeg. Az árfolyamkockázatot tekintve akár jelentősen módosulhat a lejáró összeg forintellenértéke.

Az ország pénzügyi 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, amelyen a forintosítás keretében a bankrendszernek felajánlott közel 8 milliárd euró sem változtat. Egyrészt 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 – 23,9 milliárd eurót¹⁶ tesz ki. Az 1,5-es ráta nagy mozgásteret enged a jegybank számára tartalékainak esetleges későbbi óvatos csökkentésére.

15. ÁBRA: A KÜLSŐ ADÓSSÁG¹⁷ (MILLIÓ EURÓ), A JEGYBANKI DEVIZATARTALÉK (MILLIÓ EURÓ) ÉS A GREENSPAN–GUIDOTTI-RÁTA, 2014. SZEPTEMBER



Forrás: MNB

Növekedési Hitelprogram

A Monetáris Tanács 2015. február 18-án egy, az NHP-hoz kapcsolódó, így azzal számos tekintetben megegyező, de azzal párhuzamosan futó különálló konstrukció, az NHP+ elindítása mellett döntött. A Magyar Nemzeti Bank az NHP+ konstrukcióban egy 500 milliárd forintos keretösszeget bocsát a hitelintézetek rendelkezésére 2015. december végéig. Az NHP+ keretében a jegybanktól igénybe vett 0 százalékos refinanszírozási hitelek ugyanúgy kis- és középvállalkozások hitelezésére fordíthatók, maximum 2,5 százalékos kamatláb mellett. Az új hitelprogram azonban kiegészül egy fontos feltétellel annak érdekében, hogy az NHP-ből kiszoruló vállalatok (elsősorban a mikrovállalkozások) hitelpiaca is normalizálódjon. Az NHP+ keretében megkötött hitelszerződéseknél az MNB a hitelezési veszteségek 50 százalékát átvállalja a bankoktól, de legfeljebb 5 évig és évente legfeljebb az egyes pénzintézetek által az ezen konstrukció keretében fennálló hitelportfólió 2,5 százalékának erejéig. Ez azt jelenti, hogy ha a teljes keretet lehívják, akkor a jegybank maximum évi 12,5 milliárd forintos (5 év alatt 62,5 milliárd forintos) veszteséget szenvedhet el. Az NHP+ keretében nyújtott forintlikviditás minden hitelintézet számára azonos feltételek mellett érhető el. Az MNB a 2015. március 16-ával induló NHP+ konstrukcióval arra nyújt ösztönzést a bankoknak, hogy a

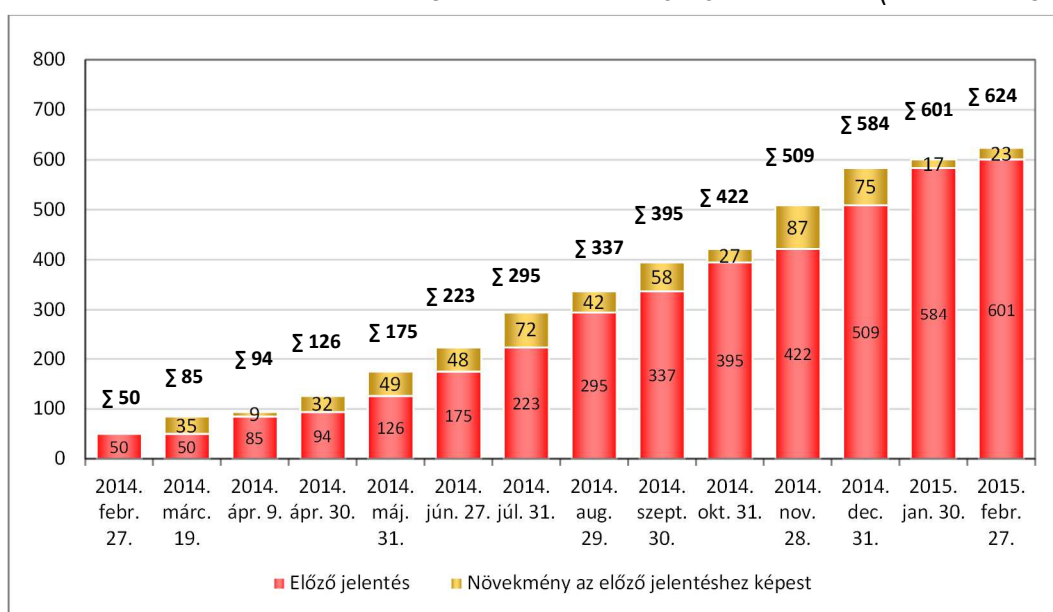
¹⁶ Az MNB fizetésimérleg-statisztikája egyelőre 2014 szeptemberére közöl adatot a rövid lejáratú külföldi adósságról, így a Greenspan–Guidotti-ráta csak eddig az időpontig számítható.

¹⁷ Éven belüli devizakötelezettség.

csökkenő hitelkockázati költségek hatására ne csak a jó, hanem a kvv-hitelpiac legnagyobb részét kitevő közepes hitelképességű ügyfeleknek is fix kamatú, hosszú futamidejű finanszírozást nyújtsanak. A jegybanki kommunikáció szerint az MNB a pénzügyi szektor és az üzleti szféra szereplőivel folytatott konzultációk után alakítja ki a konstrukció részletszabályait.

Az év eleji hónapokban a hitelezést jellemző szezonális miatt az NHP igénybevétele visszafogottabb. A tavaszi hónapokban azonban a hitelezés felfutására lehet számítani, továbbá az NHP második szakaszának havi igénybevétele érdemben meghaladja az előző év azonos időszakának értékét. A program kihasználtsága a december–februárban kötött új szerződésekkel (115 milliárd forint) együtt számolva összesen 624 milliárd forintot tett ki. Az eddig leszerződött hitelösszeg 97 százaléka új hitelként került az igénylőkhöz. Ezen belül a beruházási hitelek (és új lízingügyletek) részesedése 63 százalék, az új forgóeszközhitelké 26 százalék, míg az új EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított arány 11 százalék. A nagy bankok 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 nagy bankok foglalkoznak a programban. Vállalati méret szerint tekintve megállapítható, hogy a mikrovállalkozások hitelfelvétele közel 80 százalékban új beruházási hitelekre irányul, míg a kis- és közepes vállalkozásoknál 50 százalék körüli az új beruházási hitelek részesedése.

16. ÁBRA: AZ NHP II. KERETÉBEN IGÉNYELT HITELEK KUMULÁLT ÉRTÉKE (MILLIÁRD FORINT)¹⁸



Forrás: MNB

Az ágazati eloszlást tekintve a mezőgazdaság, a kereskedelem, javítás és a feldolgozóipari ágazatok részesedése kimagasló, a hitelek közel háromnegyede erre a három területre

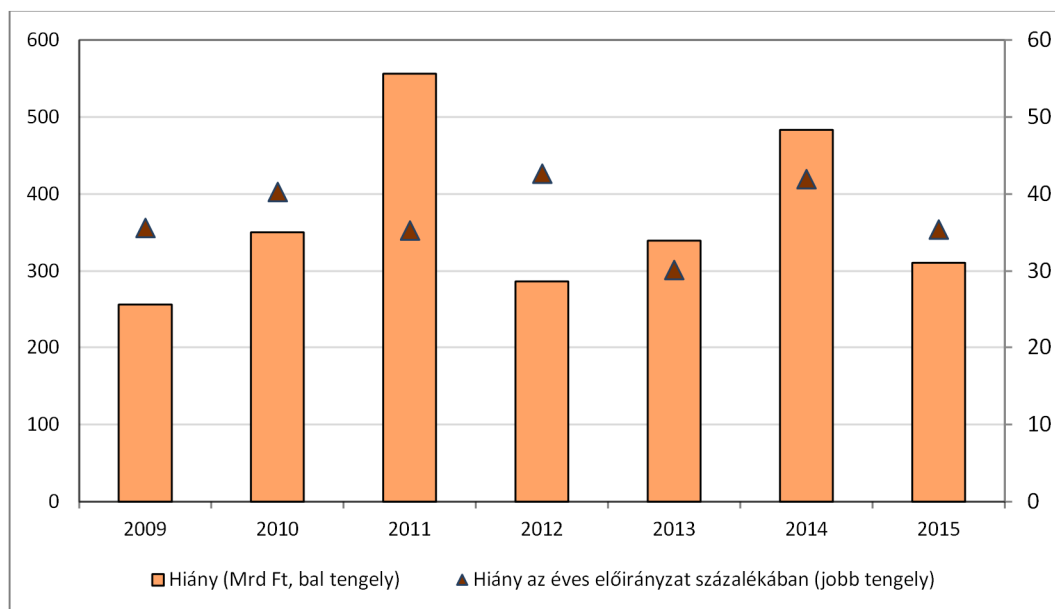
¹⁸ Az adatok csak 2014. április 30-tól (ebben a hónapban haladta meg az NHP II.-ben szerződött hitelek összege a 100 milliárd forintot) állnak rendelkezésre a hónapok végére vonatkozóan, előtte az MNB csak esetleg közölt adatokat.

irányult. Véleményünk szerint az NHP II. 1000 milliárd (a maradvány jelenleg 376 milliárd Ft), továbbá az NHP+ 500 milliárd forintosos hitelkeretének jelentős része a jelenlegi tendenciákat figyelembe véve az év végéig elfogyhat. Ha a bankok alapos hiteladós-minősítés után – különösen az NHP+ programban – nyújtanak hitelt a vállalkozásoknak, akkor a megfelelő volumenű és struktúrájú, döntően tehát beruházásokat elősegítő hitelezés jelentősen ösztönözheti a gazdaság növekedését.

A kormányzati várakozással egyezően alakulhat az idei hiány

Az év első két hónapját a központi alrendszer 310,7 milliárd forintos hiánnyal zárta; ezen belül a központi költségvetésben 379,8 milliárd forintos deficit, míg a társadalombiztosítási alapoknál 24,8 milliárd forintos, az elkülönített állami pénzalapoknál pedig 44,3 milliárd forintnyi többlet keletkezett. A január–februári hiány az éves előirányzat 35,4 százalékát érte el, ami lényegesen alacsonyabb, mint az előző év azonos időszakában, de az elmúlt években is jellemzően ennél magasabb deficit mellett teljesültek a központi alrendszer első két havi bevételei és kiadásai. A szaktárca indoklása szerint a tavalyinál kedvezőbb egyenlegben meghatározó szerepet játszott az önkormányzatok tavalyi adósságkonszolidációja, melynek során tavaly februárban 68,1 milliárd forint törlesztési célú támogatást fizetett ki a Kormány.

17. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ KÉT HAVI HIÁNYÁNAK ALAKULÁSA AZ ELMÚLT ÉVEKBEK



Forrás: NGM, MÁK

Részletes adatok csak januárra vonatkozóan állnak rendelkezésre: az egyenleget pozitívan befolyásoló tényezők között elsősorban az adó- és járulékbévételek (pl.: jövedéki adó, szja, járulékok) növekedését, valamint a jelentősen javuló kamategyenleget kell megemlíteni, miközben az uniós forrásfelhasználás hatékonyságjavításának köszönhetően a fejezeti kezelésű előirányzatok uniós nettó kiadásai több mint 30 milliárd forinttal megugrottak az egy évvel korábbiakhoz képest. Tekintve, hogy az első havi adatokból messzemenő következtetéseket nem lehet levonni, ráadásul az elmúlt évekhez hasonlóan a kiadások és bevételek teljesülésének időben eltérő eloszlása miatt a hiány nagyságának lefutása idén sem időarányos, éves prognózisunkat a 2014. évi tényadatokra, valamint az aktualizált makrogazdasági modellünkre építve készítettük.

Az elmúlt hónapok egyre kedvezőbb konjunkturális kilátásai, valamint a kormányzati várakozásokat felülmúló¹⁹ 2014. évi államháztartási tényadatok, valamint a tovább gyorsuló uniós kifizetések nyomán az idei prognózisunkat néhány tétel esetében felül kellett vizsgálnunk, így összességében az általunk korábban prognosztizálnál némiképp magasabb deficittel számolunk.

Bevételek

A gazdálkodói szervek befizetései mintegy 80–85 milliárd forinttal felülteljesülhetnek, elsősorban az előirányzatnál magasabb társaságiadó-bevételeknek köszönhetően. A kisadózók tételes adójának (kata) tervezett értékét – jóllehet egyre kisebb bevételt vár a szaktárca – az előző évekhez hasonlóan továbbra is felülbecsültnek gondoljuk. Várakozásaink szerint azonban az itt kieső mintegy 10 milliárd forintnyi bevételt kompenzálja majd az evánál realizálódó mintegy 15–20 milliárd forintnyi többlet. Összességében a tavaly decemberihez képest kismértékben emelkedett a prognózisunk, aminek hátterében a bázisként szolgáló, a korábbi várakozásnál magasabb tavalyi tényadatok, valamint a kedvezőbb konjunkturális kilátások húzódnak meg. Előrejelzésünk alapján az – elektronikus útdíjból származó bevételeket, hulladéklerakási járulékot, korkedvezmény-biztosítási járulékot, rehabilitációs hozzájárulásból, környezetvédelmi termékdíjakból és különféle bírságokból származó bevételeket is magában foglaló – egyéb központosított bevételek terén is megközelítőleg 20 milliárd forinttal a kormányzati tervek felett alakulhatnak a befizetések.

A fogyasztáshoz kapcsolt adók tekintetében az októberi kormányzati várakozásokhoz képest mintegy 75 milliárd forinttal optimistább az előrejelzésünk. Az őszi terveket mintegy 95 milliárd forinttal felülmúló tavalyi áfabevételek bázisba épülése nyomán annak ellenére javultak az áfabevételi várakozásaink,²⁰ hogy az inflációs előrejelzésünket 1,3 százalékponttal lefelé korrigáltuk, a vasárnapi nyitva tartást érintő szabályozás életbelépésének²¹ esetlegesen a kereskedelmi forgalomra gyakorolt hatása pedig lefelé mutató kockázatot hordoz magában. A fogyasztáshoz kapcsolt adók várhatóan előirányzaton felüli teljesülését döntően a törvényi előirányzatnál mintegy 40 milliárd forinttal magasabb jövedékiadó-bevételek magyarázzák. A jövedéki adót érintő többletbevétel okai között elsősorban az alacsony üzemanyagárak nyomán emelkedő üzemanyag-fogyasztás adóvonzatát²², valamint szintén a költségvetési tervezéskor vártnál kedvezőbb tavalyi évi tényadatot szükséges megemlíteni.

A lakossági befizetéseknel kismértékben romlottak a kilátások, ami alapvetően a decemberinél több mint 1 százalékponttal alacsonyabb bruttó bérprognózisunkkal hozható

¹⁹ A Költségvetési Tanácsnak átadott anyagok alapján: <http://kfib.hu/hu/hungarian-budget-2015>, letöltés ideje: 2014. november 12.

²⁰ Az áfasoron mintegy 25 milliárd forintos többlettel számolunk.

²¹ A vasárnapi munkavégzés tilalmáról szóló 2014. évi CII. törvény.

²² Ennek első jelei már januárban megmutatkoztak, amikor az egy évvel korábbiaknál több mint 5 milliárd forinttal több jövedéki adó folyt be az üzemanyagokból.

összefüggésbe²³, így az előirányzatot csak minimálisan meghaladó összeg folyhat be²⁴. A járulékok terén ugyanakkor továbbra is azt prognosztizáljuk, hogy a bevételek elmaradhatnak az éves előirányzattól.

A központi költségvetés egyéb bevételei²⁵ akár 55–60 milliárd forinttal is az előirányzat felett teljesülhetnek, jóllehet némi bizonytalanság övezi a 169 milliárd forint értékűre tervezett vagyonértékesítést, melynek részleteit egyelőre homály fedi. A tranzakcióval kapcsolatos, több helyen megnyilvánuló erős kormányzati elkötelezettség alapján ez a várhatóan realizálódó bevétel több mint ellensúlyozhatja a tavalyi frekvenciaértékesítésekből befolyt összeg kiesését²⁶.

Kiadások

A bevételekhez hasonlóan a kiadások esetében is több tételt érintően módosultak a várakozásaink az egy negyedévvél korábbiakhoz képest. Ennek oka elsősorban a tavalyi év végén vártnál magasabban teljesülő kiadások, ami a bázisba épülve az idei évi előrejelzésünket is felülírta.

A legnagyobb kiadási tételnek számító költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai²⁷ várakozásaink szerint akár 200 milliárd forinttal az előirányzat felett alakulhatnak. Az idén még tovább növekvő európai uniós támogatások miatt a hazai költségvetési társfinanszírozási rész egyidejű megemelkedését várjuk²⁸. Jóllehet messzemenő következtetéseket sem a múltbéli, sem az ideai adatokból nem vonhatunk le, jelzésértékű, hogy az elmúlt években rendre 100–200 milliárd forinttal felülteljesültek a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai, és az idei év januárjában is ugrásszerűen megnőtt az egyenleg az egy évvel korábbihoz képest²⁹.

A Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap kiadásai mintegy 20 milliárd forinttal az előirányzott alatt maradhatnak, elsősorban a családtámogatások és szociális juttatások véleményünk

²³ Az ideai bérdinamikát lefelé nyomhatják a meglehetősen alacsony inflációs várakozások.

²⁴ Szemben a decemberben várt 55 milliárd forintos felülteljesüléssel.

²⁵ Ebbe a csoportba az állami vagyonnal kapcsolatos bevételeket, a helyi önkormányzatok befizetését, az egyéb bevételek mérlegsorát, az egyéb uniós bevételek mérlegsorát, valamint az elkülönített állami pénzalapok és a társadalombiztosítási alapok nem járulékos és hozzájárulási típusú bevételeit soroltuk. A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok bevételeit, valamint a kamatbevételeket érintő előrejelzésünket a kiadási oldalon, a vonatkozó kiadási mérlegsorral egybevetve, egyenlegként mutatjuk be.

²⁶ 130,6 milliárd forint.

²⁷ A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásainak és bevételeinek egyenlege.

²⁸ Az 1118/2015. (III. 6.) Kormányhatározat szerint a Nemzeti Stratégiai Referenciakeret (azaz a 2007–13-as időszak operatív programjai) kapcsán 2015-ben kifizetendő támogatások értéke 2236 milliárd forint, ami mintegy 390 milliárd forinttal meghaladja a költségvetésben szereplő összeget, az ehhez kapcsolódó költségvetési társfinanszírozási rész pedig eléri a 100 milliárd forintot. Ezt némiképp ellensúlyozza, hogy véleményünk szerint az új hétéves ciklus pályázataival kapcsolódó kifizetések jelentősen elmaradhatnak a költségvetésben tervezett mintegy 280 milliárd forinttól.

²⁹ Az uniós támogatások révén januárban a nettó kiadások 37 milliárd forinttal emelkedtek éves összevetésben, miközben a kormányzat az év egészére nézve 216 milliárd forintos növekménnyel számolt.

szerint némileg túlbecsült kiadásai révén. Az alap kiadásainak kormányzat által várt növekedését csak részben magyarázza a járási szociális feladatok átvétele.

A nettó kamatkidadásokat érdemben befolyásolhatja, hogy várakozásaink szerint a jegybank tavasszal három lépcsőben, 1,5 százalékra csökkenti az irányadó kamatlábát, ami véleményünk szerint az év második felében már változatlan marad. Ennek köszönhetően az adósságszolgálattal kapcsolatos nettó kamatkidadások mintegy 60 milliárd forinttal elmaradhatnak az előirányzattól.

Egyéb kiadási tételek³⁰ ellenben várakozásaink szerint kismértékben a terven felül alakulhatnak. Jóllehet a részesedésvásárlások és tőkeemelések jelentősen csökkennek, új elemként jelentkezik a költségvetésben a magyar állam Erste Bankot érintő 15 százalékos részesedésvásárlása, így az állami vagyonnal kapcsolatos kiadások az előirányzatot meghaladhatják. Költségvetési többletterhet jelent továbbá a kiobbant brókerbotrány miatt az érintett önkormányzatok kártalanítása is.

Az elkülönített pénzügyi alapok, a társadalombiztosítás alapjai, valamint az önkormányzatok gazdálkodása terén egyelőre (a már említett brókerügyön kívül) nem azonosítottunk konkrét, számszerűsíthető többlet kiadási tételt, jóllehet az egészségügyi szerkezet átalakítása 2015-ben akár negatívan érintheti az államháztartás kiadási oldalát.

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

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	80	+0,2
Fogyasztási adók	75	+0,2
Egyéb bevételek	55	+0,2
Járulékok	-50	-0,1
Bevételi oldali kockázatok	160	+0,5
Költségvetési szervek és fej. kez. előirányzatok	-200	-0,6
Egyéb kiadási tételek	-20	-0,1
Nemzeti Család és Szociálpolitikai Alap	20	+0,1
Nettó kamatkidadások	60	+0,2
Kiadási oldali kockázatok	-140	-0,4
ESA-híd	-20	-0,1
Összesen	0	0,0

Forrás: Századvég-számítás

³⁰ Ez alatt elemzésünkben az egyéb kiadások mérleg sor mellett a társadalmi önszerveződések támogatását, a kormányzati rendkívüli kiadásokat, a kezességérvényesítést, az állami vagyonnal kapcsolatos kiadásokat, a helyi önkormányzatok támogatását, valamint az EU-költségvetéshez történő hozzájárulást értjük.

Egyenleg

A pénzforgalmi és az eredményszemléletű hiány közötti kapcsolatot megteremtő ESA-híd a költségvetési tervezéskori értékénél akár 20 milliárd forinttal is alacsonyabb lehet, elsősorban a tervben előirányzott tőkeemelések elmaradásának, előrehozatalának köszönhetően³¹.

Mindent egybevetve a költségvetési törvényben előirányzott 2,4 százalékos GDP-arányos deficittel egyező hiánnyal számolunk, melyben több tényező alakulását – gazdaságfehérítő intézkedések áfabevételekre gyakorolt hatása, állami vagyonelemek értékesítési és hasznosítási bevételei, brókerügyszűz kapcsolódó kártalanítás állami szerepvállalása, Iszlám Állam elleni esetleges katonai szerepvállalás³², aszfaltügy³³ – bizonytalanság övezi.

Államadósság alakulása

A 2015. évi államadósság esetében továbbra is elsődlegesen a változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos állomány csökkenése az elsődleges kritérium. A 2014. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – figyelembe véve a tervezettnél kedvezőbb nominális GDP-t, valamint a várakozásaink szerint az ideinél némiképp magasabb év végi KESZ-állományt – akár 1,4 százalékponttal, a GDP 75,5 százalékára csökkenhet. Ez a költségvetési törvényben szereplő 0,9 százalékpontos adósságcsökkentési ütemnél valamelyest nagyobb javulást jelentene.

Az államadósság csökkentésére vonatkozó szabályok teljesülése

Magyarország bruttó államadósságát érintően három szabály irányadó, melyből kettőnek csak 2016-tól kell megfelelni.

1. 2015-ben mindössze az **Alaptörvényben foglalt adósságcsökkentési kritérium**³⁴ hatályos. Ez kimondja, hogy „mindaddig, amíg az államadósság a teljes hazai össztermék felét meghaladja, az Országgyűlés csak olyan központi költségvetésről szóló törvényt fogadhat el, amely az államadósság a teljes hazai össztermékhez viszonyított arányának csökkentését tartalmazza³⁵”. Ezt a stabilitási törvény 6. § (1) alapján úgy kell számítani, hogy a külföldi

³¹ A költségvetési törvényben (2014. évi C. törvény) – szemben a törvényjavaslattal – ugyan végül nem szerepel az Eximbank tavaly már megvalósult tőkeemelése, az MVM tőkeemelésére pedig mindössze 18 milliárd forintot tervez a kormányzat az eredeti 50 milliárd forinttal szemben, az ESA-hídra vonatkozó konkrét kormányzati prognózist ugyanakkor csak a törvénytervezet tartalmaz, így a kockázatokat ehhez mérten számszerűsítettük.

³² Szijjártó Péter külgazdasági és külügyminiszter március 10-i bejelentése szerint, amennyiben az Országgyűlés a katonai szerepvállalás mellett dönt, az – előzetes számítások szerint – éves szinten 20 milliárd forintos költséggel járhat. Előrejelzésünkben ezt a tételt egyelőre nem vettük figyelembe. A magyar katonai részvétel esetén szükség lehet az Országvédelmi Alap forrásainak megőrzésére.

³³ Az aszfaltügy – melynek során az Európai Bizottság álláspontja szerint a magyar pályázati kiírás szabálytalanul korlátozta a piaci versenyt, amikor egyes útépitéseknél csak olyan cégek indulhattak, amelyek rendelkeztek a közelben aszfaltkeverő teleppel – kapcsán a GDP mintegy 0,3 százalékát kitevő pénzügyi korrekcióra is sor kerülhet, ami az elszámolási időszak végéig hátralévő idő rövidegét tekintve direkt költségvetési kockázatot jelenthet. Ezzel a tényezővel egyelőre azonban nem számolunk, tekintve, hogy mind az elmarasztalás, mind pedig az esetleges bírság értéke bizonytalan.

³⁴ 36. cikk (5) bekezdés.

³⁵ A 36. cikk (6) bekezdés alapján ettől csak különleges jogrend vagy a nemzetgazdaság tartós és jelentős visszaesése idején lehet eltérni.

pénznemben fennálló adósságot keletkeztető ügyleteket azonos árfolyamon kell figyelembe venni. A 2015. évi előrejelzésünkről feljebb már részletesen írtunk: a ráta 1,4 százalékpont körüli csökkenése megfelel a törvényi előírásoknak. 2016-ra vonatkozóan pedig a kormányzati irányszámoknál optimistább, 2 százalék alatti pénzforgalmi hiánnyal, valamint 2,4 százalékos gazdasági növekedéssel számolva akár 2 százalékponttal is mérséklődhet a GDP-arányos adósságállomány.

2. A **stabilitási törvény adósságképlete**³⁶ csak 2015. január 1-jén lépett hatályba,³⁷ azaz csak a 2016. évi költségvetésitörvény-tervezet megalkotásánál kell figyelembe venni. A 3 százalékot meghaladó növekedési prognózisunkat, valamint a visszafogott 1 százalék alatti várható inflációt figyelembe véve csökkenő nominális adósságkövetelményt kapnánk 2015-re. Ez gyakorlatilag teljesíthetetlen feltételt jelentene, amennyiben már idén is érvényben lenne a szabály. 2016-ban az infláció (2,6 százalék) és a gazdasági növekedési ütem (2,4 százalék) felének a különbsége az államadósság mindössze kisebb mértékű, 400 milliárd forint alatti növekedését tenné lehetővé. Ezzel összhangban jövőre még a kormányzati várakozásnál lényegesen kedvezőbb hiányprognózisunk ellenére is a GDP 0,7–0,8 százaléka rúgó pótlólagos egyensúlyjavító intézkedésre volna szükség.³⁸ Tekintve, hogy ez aligha lehet kívánatos cél, a vonatkozó törvényi előírás módosítása vagy hatályon kívül helyezése minden bizonnyal elkerülhetetlenné válik a közeljövőben.
3. Az **EU egyhuzados** – Magyarország esetében 2015-ben még nem alkalmazandó – **szabálya**³⁹ szerinti követelménynek az idei év végére általunk várt 74,5 százalék körüli GDP-arányos mutató egyértelműen megfelelne. Ez ugyanis az adósságráta mintegy 2,4 százalékpontos csökkenését jelentené, szemben a mindössze 0,9 százalékpontos elvárással,⁴⁰ 2016-ban további 2,2 százalékpontos csökkenést vetítünk előre, ami a kívánatos 0,8 százalékpontos csökkenésnél lényegesen kedvezőbb, azaz az uniós adósságszabály teljesítése várakozásaink szerint nem ütközik akadályba jövőre.

³⁶ 4. § (2) bekezdés: „A központi költségvetésről szóló törvényben az (1) bekezdésben foglalt értéket oly módon kell meghatározni, hogy annak alapján az államadósság megelőző évhez (a továbbiakban: viszonyítási év) viszonyított növekedési üteme ne haladja meg a központi költségvetésről szóló törvényben meghatározott, a költségvetési évre várható infláció és bruttó hazai termék reál növekedési üteme felének a különbségét.”

A hivatkozott (1) bekezdésben foglalt érték pedig az Alaptörvény 36. cikk (4) és (5) bekezdésében foglaltak szerinti, az államháztartás év utolsó napján fennálló költségvetési törvény szerinti nominális államadósság.

³⁷ 46. § (4) bekezdés.

³⁸ Azzal számolva, hogy az Adósságcsökkentő és Fejlesztési Alap forrásait a bankadó bejelentett csökkentésére fordítaná a kormányzat.

³⁹ Az Európai Unió hatos csomagjának ún. „adósságfék” szabálya szerint amennyiben a piaci árfolyamon számolt GDP-arányos államadósság meghaladja a 60 százalékot, a tagállamnak a referenciaértéktől vett eltérés 1/20-ával kell csökkentenie az adósságrátát hároméves átlagban. Magyarország esetében egy átmeneti időszak van érvényben, mivel 2011-ben még EDP-eljárás alatt állt. Az EDP-eljárás lezárásának évét követő három évben (azaz 2016-ig) a bizottság azt vizsgálja, hogy az adott tagállam tesz-e hatékony előrelépést a szabály teljesítéséért.

⁴⁰ A 301,9 HUF/EUR 2015. év végi árfolyam-előrejelzésünk jelentős forinterősödést jelent az egy évvel korábbihoz képest, de még a tavalyihoz hasonló árfolyam mellett is teljesülne az egyelőre nem hatályos szabály.

Függelék

4. táblázat: Hivatalos hiánymutatók a GDP százalékában

Ország	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Euróövezet (EU18)	-1,9	-2,2	-2,6	-2,9	-3,6	-4,1
Európai Unió (EU28)	-2,2	-2,6	-3,0	-3,2	-4,2	-4,5
Ausztria	-1,4	-2,0	-2,9	-1,5	-2,3	-2,6
Belgium	-2,4	-2,6	-3,2	-2,9	-4,1	-3,9
Bulgária	-2,9	-3,0	-3,4	-1,2	-0,5	-2,0
Ciprus	-1,4	-3,0	-3,0	-4,9	-5,8	-5,8
Csehország	-1,5	-2,0	-1,3	-1,3	-4,0	-2,9
Dánia	-2,7	-2,8	1,8	-1,1	-3,7	-2,1
Egyesült Királyság	-3,6	-4,6	-5,5	-5,8	-8,3	-7,6
Észtország	-0,6	-0,6	-0,4	-0,5	-0,3	1,0
Finnország	-2,2	-2,5	-2,7	-2,4	-2,1	-1,0
Franciaország	-4,1	-4,1	-4,3	-4,1	-4,9	-5,1
Görögország	1,6	1,1	-2,5	-12,2	-8,6	-10,1
Hollandia	-1,8	-2,2	-2,8	-2,3	-4,0	-4,3
Horvátország	-5,6	-5,5	-5,0	-5,2	-5,6	-7,7
Írország	-3,1	-2,9	-3,9	-5,7	-8,0	-12,6
Lengyelország	-2,7	-2,9	-3,6	-4,0	-3,7	-4,9
Lettország	-1,0	-1,1	-1,5	-0,9	-0,8	-3,4
Litvánia	-0,6	-1,2	-1,1	-2,6	-3,2	-9,0
Luxemburg	0,1	-0,4	0,5	0,6	0,1	0,3
Magyarország	-2,5	-2,7	-2,6	-2,4	-2,3	-5,5
Málta	-1,8	-2,0	-2,3	-2,7	-3,6	-2,6
Németország	0,2	0,2	0,4	0,1	0,1	-0,9
Olaszország	-2,0	-2,6	-3,0	-2,8	-3,0	-3,5
Portugália	-2,8	-3,2	-4,6	-4,9	-5,5	-7,4
Románia	-1,5	-1,5	-1,8	-2,2	-3,0	-5,5
Spanyolország	-3,7	-4,5	-5,6	-6,8	-10,3	-9,4
Svédország	-1,0	-1,6	-2,2	-1,4	-0,9	-0,1
Szlovákia	-2,6	-2,8	-3,0	-2,6	-4,2	-4,1
Szlovénia	-2,8	-2,9	-5,4	-14,6	-3,7	-6,2

Forrás: AMECO adatbázis

5. táblázat: Strukturális hiánymutatók a GDP százalékában

Ország	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Euróövezet (EU18)	-1,2	-1,0	-1,0	-1,2	-2,1	-3,5
Európai Unió (EU28)	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-2,7	-3,8
Ausztria	-1,0	-1,0	-1,1	-1,4	-1,9	-2,5
Belgium	-2,0	-2,1	-2,8	-2,6	-3,0	-3,6
Bulgária	-2,5	-2,7	-3,2	-1,3	-0,5	-1,9
Ciprus	-1,1	-1,4	-0,9	-2,1	-5,5	-5,7
Csehország	-1,5	-1,7	-0,7	0,1	-1,4	-2,6
Dánia	-1,5	-1,8	1,2	-0,1	-0,1	-0,6
Egyesült Királyság	-4,0	-4,6	-5,0	-4,4	-6,5	-5,9
Észtország	-1,0	-0,8	-0,7	-1,1	-0,3	-0,2
Finnország	-1,3	-1,0	-1,0	-0,6	-1,0	-0,8
Franciaország	-3,0	-2,6	-2,9	-3,3	-4,3	-5,0
Görögország	1,2	1,7	1,9	2,7	-0,3	-6,1
Hollandia	-1,1	-0,9	-0,7	-0,6	-2,3	-3,8
Horvátország	-4,8	-4,3	-3,4	-3,6	-4,4	-7,1
Írország	-3,4	-3,4	-3,9	-4,8	-7,1	-8,0
Lengyelország	-2,4	-2,7	-3,0	-3,5	-4,0	-5,9
Lettország	-1,7	-1,6	-1,6	-1,1	-0,1	-1,1
Litvánia	-1,2	-1,7	-1,9	-2,2	-2,7	-3,7
Luxemburg	0,5	0,4	1,3	2,1	1,7	0,9
Magyarország	-2,4	-2,6	-2,6	-1,3	-1,3	-4,3
Málta	-2,2	-2,4	-2,7	-2,7	-3,9	-3,0
Németország	0,5	0,7	0,9	0,7	0,1	-1,2
Olaszország	-0,8	-0,6	-0,9	-0,8	-1,5	-3,2
Portugália	-2,1	-1,7	-1,2	-2,0	-2,3	-5,5
Románia	-1,3	-1,2	-1,3	-1,4	-2,1	-3,3
Spanyolország	-2,7	-2,3	-2,1	-2,2	-3,5	-6,2
Svédország	-0,9	-1,0	-1,3	-0,3	0,0	0,0
Szlovákia	-1,9	-2,0	-2,4	-1,5	-3,5	-4,0
Szlovénia	-2,9	-2,2	-2,5	-1,9	-1,8	-4,5

Forrás: AMECO adatbázis

6. táblázat: Bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában

Ország	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Euróövezet (EU18)	93,2	94,4	94,3	93,1	90,8	86,4
Európai Unió (EU28)	87,6	88,3	88,4	87,1	84,9	81,3
Ausztria	84,5	86,4	86,8	81,2	81,7	82,1
Belgium	106,6	106,8	106,4	104,5	104,0	102,1
Bulgária	30,3	27,8	27,0	18,3	18,0	15,7
Ciprus	111,6	115,2	107,5	102,2	79,5	66,0
Csehország	45,0	44,4	44,1	45,7	45,5	41,0
Dánia	43,6	42,7	45,0	45,1	45,6	46,4
Egyesült Királyság	91,0	90,1	88,7	87,2	85,8	81,9
Észtország	9,5	9,6	9,8	10,1	9,7	6,0
Finnország	62,6	61,2	58,9	56,0	53,0	48,5
Franciaország	98,2	97,1	95,3	92,2	89,2	85,0
Görögország	159,2	170,2	176,3	174,9	156,9	171,3
Hollandia	70,5	70,5	69,5	68,6	66,5	61,3
Horvátország	88,7	84,9	81,4	75,7	64,4	59,9
Írország	107,9	110,3	110,8	123,3	121,7	111,1
Lengyelország	49,8	49,9	48,6	55,7	54,4	54,8
Lettország	35,5	36,5	40,4	38,2	40,9	42,7
Litvánia	37,3	41,8	41,1	39,0	39,9	37,3
Luxemburg	25,1	24,4	22,7	23,6	21,4	18,5
Magyarország	76,1	77,2	77,7	77,3	78,5	81,0
Málta	66,8	68,0	68,6	69,5	67,5	69,8
Németország	68,9	71,9	74,2	76,9	79,0	77,6
Olaszország	131,9	133,0	131,9	127,9	122,2	116,4
Portugália	123,5	124,5	128,9	128,0	124,8	111,1
Románia	39,3	39,1	38,7	38,0	37,3	34,2
Spanyolország	102,5	101,5	98,3	92,1	84,4	69,2
Svédország	40,6	41,3	41,4	38,6	36,4	36,1
Szlovákia	55,2	54,9	53,6	54,6	52,1	43,5
Szlovénia	81,8	83,0	82,2	70,4	53,4	46,2

Forrás: AMECO adatbázis