

# **Gazdaságpolitikai monitor**

**2015. szeptember**

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Virovác Péter kutatásicsoport-vezető szerkesztette.

A jelentés egyes részeit készítették: Isépy Tamás, Mándli Marinetta, Pálvölgyi Zsigmond és Virovác Péter.

A felhasznált adatbázis 2015. szeptember 8-án zárult le.

# Tartalomjegyzék

<b>Vezetői összefoglaló .....</b>	<b>1</b>
<b>A kínai visszaesés lassíthatja a világgazdaságot .....</b>	<b>3</b>
Tovább csökken az export növekedést támogató szerepe .....	3
A kínai tőzsde zuhanásának híre magával rántotta a globális pénzpiacokat .....	4
Az eurózóna kinőné adósságállományát .....	8
Stabilizálódhatnak a horvát fiskális folyamatok .....	12
<b>Az idei GDP-növekedés a lassulás ellenére is elérheti a 3 százalékot .....</b>	<b>14</b>
<b>Véget ért a második kamatvágási ciklus, korrigált a CDS és gyengült a forint .....</b>	<b>17</b>
Adósságfinanszírozás .....	17
A Növekedési Hitelprogram aktuális helyzete .....	22
<b>Benyújtották a 2014. évi zárszámadási törvény tervezetét .....</b>	<b>24</b>
Bevételek .....	25
Kiadások .....	27
Az állami feladatellátás funkcionális bemutatása .....	28
<b>Júniusban módosították az idei költségvetést .....</b>	<b>29</b>
<b>Tartható az idei évre kitűzött hiánycél .....</b>	<b>31</b>
Bevételek .....	31
Kiadások .....	33
Egyenleg és államadósság .....	35
A hiánycélt veszélyeztető kockázatok .....	36
<b>Elfogadták a 2016. évi költségvetést .....</b>	<b>38</b>
Kockázatok .....	38
Egyenleg és államadósság .....	40

## Vezetői összefoglaló

Tovább gyorsult az Európai Unió gazdasága, miközben a gyenge exportteljesítmény miatt enyhén apadt az USA GDP-növekedési üteme. A korábbinál gyengébb uniós kilátások hatására az EKB mennyiségi lazításának bővítését helyezte kilátásba, miközben a Fed hónapokon belül emelheti irányadó rátáját. A globális pénzügyi piacot a kínai tőzsde összeomlása uralta, a pénzügyi hangulatkeltés hatására és az április óta tartó korrekció jegyében estek a fejlett tőzsdék és gyengült a dollár. Idén tovább folytatódhat a fiskális konszolidáció az Európai Unióban, stabilitási és konvergenciajelentéseikben a tagállamok a költségvetési hiány jelentős mértékű leszorítását vetítik előre. Kedvező nemzetközi környezet mellett 2019-ig 1 százalék alá süllyedhet az eurózóna költségvetési hiánya, a növekedés gyorsulásával párhuzamosan az adósságráta várhatóan meredek esésnek indul. A visegrádi négy országaiban a kedvező munkaerő-piaci folyamatok és a dinamikus növekedés hatására a közeljövőben tovább csökkenhet a költségvetési hiány, ám a válság során felhalmozott adósságállomány nagyarányú csökkentése középtávon nem valószínű. Magyarország esetében ugyanakkor az adósságráta tartós, évi 1 százalékpontot is meghaladó mértékű csökkenésére számítunk.

A magyar gazdaság teljesítménye 2015 II. negyedévében – elsősorban egyedi tényezők következményeként – 2,7 százalékra lassult. A növekedés szerkezete ismét kiegyensúlyozott volt: a nettó export 1,4, míg a belső felhasználás 1,3 százalékponttal járult hozzá az éves GDP-növekedés üteméhez. A külkereskedelem kedvező hatásában a régió élénkülő kereslete játszik meghatározó szerepet. A belföldi felhasználást főként a fogyasztás vezérelte, de a beruházások is jelentősen növekedni tudtak az I. negyedévi visszaesést követően. A termelési oldalon általánosságban lassulás figyelhető meg, ami alól az élénkülő terciér szektor képez kivételt, amely az ipar után a második legnagyobb hozzájáruló volt a gazdasági növekedéshez. A mezőgazdaság rendkívül gyenge teljesítménye kihathat az egész évre. Többek között ebből fakad, hogy legfrissebb előrejelzésünket negatív irányban revideáltuk. A gazdasági kilátások romlása egyedi tényezőkhöz köthető, ezért fontos hangsúlyozni, hogy Magyarország növekedési potenciálját ezek nem érintik. Az idei és a jövő évre várt 3,1 és 2,5 százalékos növekedést a belső és külső tényezők egyaránt segítik. A munkaerőpiac helyzete jelentősen javul: 2015-ben 6,9, 2016-ban 6,1 százalék lehet a munkanélküliségi ráta. A teljes előrejelzési horizonton alacsonyabb inflációt várunk, mint júniusban, melynek oka az újabb olajársokk. A fogyasztói árak emelkedése 2016 végére közelítheti meg az inflációs célsáv közepét. A jelenlegi rekordalacsony alapkamat várakozásunk szerint akár a jövő év közepéig is fenntartható.

Magyarország befektetői megítélése a külső turbulenciák miatt vegyesen alakult az elmúlt negyedévben: nőtt a CDS, a forint gyengült az euróval, erősödött a dollárral és a svájci frankkal szemben, meredekebbé vált a hozamgörbe. A likviditásbőség hatására a hazai rövid

hozamok jelentősen alulmúlják a jegybanki alapkamatot, ami a jegybanki eszközből kiszoruló nagy likviditásbőséggel magyarázható. Az MNB igyekszik a pótlólagos állampapír-piaci keresletet a hosszabb hozamok irányába terelni a 3, 5 és 10 éves kamatcsereügyletekkel. A jegybanki devizatartalék 34,8 milliárd euró körüli értékre csökkent, amit olyan egyszerű tételek okoztak, mint a forintosítás és a Budapest Bank megvásárlása. Magyarország továbbra is stabilan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a devizatartalékok szintje jelentősen meghaladja a rövid lejáratú devizakötelezettségek mértékét.

A Kormány augusztus végén nyilvánosságra hozta a 2014. évi költségvetés végrehajtásáról szóló zárszámadásitörvény-javaslatot. A benyújtott javaslat megállapítja, hogy az elmúlt év központi költségvetésének végrehajtása a jogszabályi előírásoknak megfelelt, a törvényben előírányzott hiány és az államadósság teljesült. A kormányzati szektor 2014. évi uniós módszertan szerint számított hiánya az előzetesen várt 2,9 helyett 2,6 százalékra teljesült. Az alacsony deficit a kedvező makrogazdasági folyamatok és a gazdaság fehéredésének eredményeként alakult ki.

Júniusban módosult az idei évi költségvetésről szóló törvény. A törvénymódosítás legfontosabb hozadéka a BKV Zrt. adósságának állami átvállalása, az Erste Bank Hungary Zrt. kisebbségi tulajdonosi részesedésének állami tulajdonba kerülése és az új közszolgálati életpályamodell. A módosított költségvetési törvény keretei között megvizsgáltuk, az idei bevételek és kiadások alapján hogyan teljesített eddig a költségvetés. 2015 első hét hónapjában az államháztartás központi alrendszerének hiánya 894,1 milliárd forintot, az éves módosított előirányzat 100,2 százalékát tette ki. A központi alrendszeren belül a központi költségvetés 953,7 milliárd forint hiánnyal, míg a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 36,7, az elkülönített állami pénzalapok pedig 22,9 milliárd forint többlettel zártak. A központi alrendszer bevételi oldalán a növekvő bérkiáramlás és a gazdasági növekedés adóbefizetésekre gyakorolt markáns hatása figyelhető meg, így prognózisunk szerint az idei évre kitűzött hiánycél és államadósság-ráta is tartható. Számításaink szerint az államháztartás GDP-arányos ESA-hiánya 2,2, az államadósság-ráta 75,1 százalékon teljesül majd.

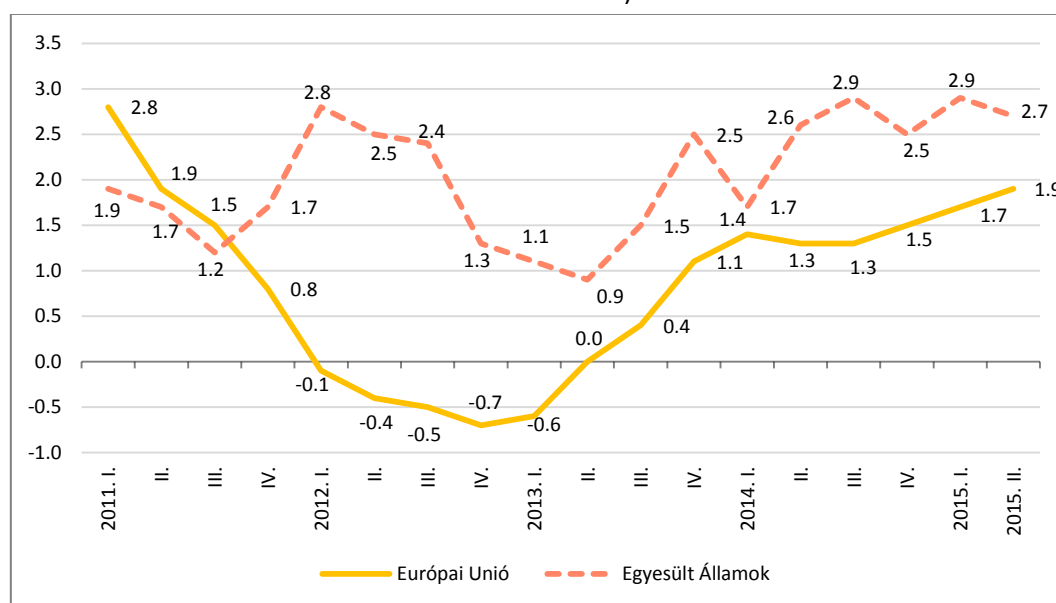
Június végén az Országgyűlés elfogadta a Magyarország jövő évi központi költségvetéséről szóló 2015. évi C. törvényt. A törvény legfontosabb sarokszámokként az államháztartás központi alrendszerének hiányát 2, az államadósság-mutató mértékét 73,3 százalékban határozta meg. A törvénytervezet megalapozottságát a gazdaság jelenlegi helyzetének, az idei költségvetési teljesülés és a jövőre bevezetni kívánt intézkedések fényében vizsgáltuk. A dinamikus gazdasági növekedés és a kedvező munkaerő-piaci folyamatok eredményeképp a jelenlegi költségvetés befizetései kedvezően alakulnak. Mindezerért a jövő évi költségvetést összességében megalapozottnak tartjuk. Kalkulációnk a törvényben tervezettnél kedvezőbb teljesülést azonosít, így a jövő évi GDP-arányos ESA-hiány a kormányzati tervszám alatt, 1,9, az államadósság-mutató 73,1 százalék körül alakulhat.

## A kínai visszaesés lassíthatja a világgazdaságot

### Tovább csökken az export növekedést támogató szerepe

A második negyedév során folytatódott az Európai Unió gazdaságának gyorsuló bővülése, az 1,9 százalékos éves növekedési ráta 0,2 százalékponttal haladja meg az első negyedév teljesítményét (1. ábra). A bővülés motorja továbbra is az emelkedő fogyasztás, ami egymaga a növekedési ráta közel kétharmadát magyarázza. A Juncker-terv ellenére a beruházások növekedést támogató szerepe negyedére csökkent az első negyedévhez képest, a bővüléshez való szűk 0,1 százalékpontos hozzájárulása elenyészőnek tekinthető. A kormányzati költségek 0,3 százalékponttal növelték a GDP-bővülés ütemét, míg a nettó export bővülést támogató szerepe 0,25 százalékponttal nőtt, amiben komoly szerepet kaphatott a kínai import csökkenése.

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



Forrás: Eurostat

Az előző negyedévhez hasonlóan az uniós átlag feletti növekedést produkáltak a kelet-közép-európai tagállamok, melyek közül kimagaslik a 4,4 százalékkal bővülő cseh gazdaság. Az unió nagyobb gazdaságai közül erős negyedévet zárt a növekedési ütemét folyamatosan bővítő Spanyolország, aminek kibocsátása éves alapon 3,1 százalékkal nőtt. Hazánk legnagyobb felvevőpiaca, a német gazdaság 1,6 százalékkal bővült, ami az elmúlt három év második legkedvezőbb teljesítménye. Éves alapon változatlan volt a finn gazdasági kibocsátás, ami a legalacsonyabb ráta az unióban, így 2007 decembere óta az idei második negyedév az első, melyben éves alapon egyik uniós tagállam gazdasága sem zsugorodott.

Az Egyesült Államok 2,7 százalékkal bővült a második negyedévben, ami enyhén elmarad a január és április közötti 2,9 százalékos teljesítménytől. Az unióval ellentétben az amerikai gazdaságban a 3,1 százalékkal bővülő fogyasztáson túl az 5,8 százalékkal emelkedő beruházásoknak is komoly növekedést támogató szerepük volt. A beruházásokon belül a növekedés főként a lakáscélú építéseknek köszönhető, mivel az ipari épületek építési volumene második negyedéve apad, miközben a gépekre és berendezésekre költött források növekedési üteme is erősen visszaesett. Főként a helyi kiadások bővülése miatt a kormányzati kiadások öt éve nem látott mértékben, 0,7 százalékkal nőttek. Ezzel szemben az előző negyedévhez hasonlóan a nettó export növekedést támogató szerepe tovább mérséklődött. Az alacsony olajár, az erős dollár és a fejlődő piacok lassulása következtében az amerikai kivitel mindössze 1,5 százalékkal bővült, miközben az import növekedési üteme 4,8 százalékot tett ki.

Az IMF legfrissebb előrejelzése szerint idén 3,3 százalékkal bővülhet a világgazdaság, ami enyhén elmarad a 2014-es és 2013-as bővülési ütemtől is. A kismértékű visszaesés mögött főként a fejlődő államok lassuló növekedése áll: ezt egyrészt a kínai gazdaság, másrészt az olajexportáló gazdaságok lassulása okozza. A valutaalap várakozása szerint az Egyesült Államok gazdasága 2,5, míg az eurózónáé 1,5 százalékkal bővülhet idén, főként a javuló munkaerő-piaci folyamatok és az alacsony olajárak indukálta fogyasztásbővülés következtében. Az előrejelzés szerint jövőre 3,8 százalékkal nőhet a világgazdaság, többek között az USA 3 százalékos GDP-bővülésének köszönhetően. 2016-ban fennmaradhat az eurózóna növekedése is, ám annak üteme továbbra is mérsékelt, 1,7 százalékos lehet.

## **A kínai tőzsde zuhanásának híre magával rántotta a globális pénzpiacokat**

Szeptember 3-ai ülésén sem változtatott irányadó rátáján az Európai Központi Bank, így az továbbra is a technikailag nullának tekinthető 0,05 százalékos szinten áll. Az elmúlt hónapok gazdasági folyamatai alapján Mario Draghi jegybankelnök a korábban vártnál lassabb gazdasági növekedésre számít az eurózónában, ami az alacsony árupiaci árakkal együttvéve továbbra is a nyomott inflációs környezet fennmaradását vetíti előre. Ebben az esetben az EKB kormányzótanácsa kész kibővíteni mennyiségi lazításának jelenleg havi 60 milliárd eurós felvásárlási keretét, ám Draghi szerint ennek technikai részleteit nem vitatták meg az ülésen.

Az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed kamatdöntő szerve, a Nyílt Piaci Bizottság (FOMC) júliusi ülésén is változatlanul hagyta 0–0,25 százalékos irányadó rátáját. A megbeszélést követő közlemény alapján a monetáris kondíciók szigorításához elengedhetetlen a munkaerő-piaci folyamatok „további enyhe javulása”, aminek értelmezésében megosztott a piac. A szeptemberi ülés előtti utolsó, augusztusi munkaerő-piaci adatok nem mutatnak egyértelműen az erős munkaerőpiac irányába. Az 5,1 százalékra csökkenő munkanélküliségi ráta a szigorítás felé terelheti a döntéshozókat, ám az új

foglalkoztatottak visszaeső száma és a fennálló strukturális problémák továbbra is a laza monetáris politika fenntartását vetítik előre. Az Egyesült Államok gyenge exportteljesítménye és nem kellően stabil gazdasági növekedése miatt az amerikai monetáris kondíciók szigorítását később, leginkább decemberben várjuk, amikor a Fed a harmadik negyedéves gazdasági teljesítmény tudatában hozhatja meg döntését.

A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak érdemben nem változtak május és augusztus vége között, viszont nagy volatilitás jellemezte őket. Az eurózána déli tagállamainak kockázati felárai magas, több tíz bázispontos heti változást mutattak a görög mentőcsomag július elején történő tárgyalása során. A vizsgált időszakban a legalacsonyabb és legmagasabb CDS-felárak közötti különbség Portugália esetén 70, míg Spanyolország és Olaszország viszonylatában rendre 40 és 44 bázispontot tett ki: valamennyi periferiális állam esetében ez az augusztus végi felár közel fele. Továbbra is nagy volatilitás jellemzi az orosz kockázati felárat, ami 60 bázisponttal nőtt a vizsgált időszakban, vélhetően a költségvetés stabilitását garantáló olaj árának további csökkenése következtében.

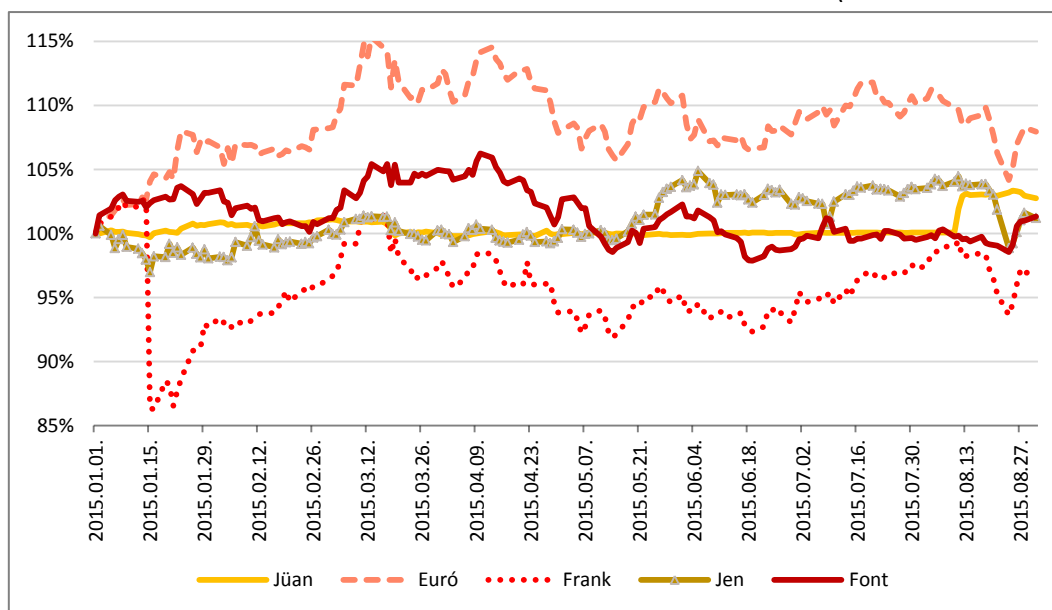
Az európai állampapír-piaci hozamok alakulását leginkább a harmadik görög mentőcsomag tárgyalása körüli bizonytalanság vezérelte, ami miatt jelentősen ingadoztak a kötvényhozamok. A legnagyobb hozamváltozás Görögországot sújtotta, az elmúlt három hónap legmagasabb és legalacsonyabb 10 éves referenciahozama között több mint 10 százalékpont volt az eltérés, valamint többször előfordult, hogy két egymás utáni kereskedés átlaghozamának különbsége meghaladta a 3 százalékpontot. A görög 10 éves hozam július elején felülmúlta a 19 százalékot is, ám július 10-én, a mentőcsomag tárgyalását megelőző kritériumok elfogadásának hatására 13,7 százalékra csökkent az elvárt hozam.

A német 10 éves kamatok júniusi emelkedő trendje a görög tárgyalások felgyorsulásakor megállt, sőt, a görög állampapír-piaci hozammal ellentétesen mozgott: a görög kötvények eladása miatt felszabadult likviditás jelentősebb részét a befektetők német államkötvénybe fektethették. Május és augusztus vége között a francia hozam 30, míg a spanyol és a brit hozamok rendre 20 és 11 bázisponttal nőttek. Augusztus utolsó heteiben, a tőzsdeindexek esésének hatására a globális szinten jelentős parkettel rendelkező európai államokban és az USA-ban is nőttek a 10 éves hozamok, míg Kínában a részvénytőzsdéből kötvénypiacra való tőkeátcsoportosítás hatására estek a referenciahozamok.

A valutapiac június óta tartó viszonylagos stabilitása megszűnt, augusztus végén az amerikai tőzsdék esésének hatására a dollár minden eddiginél jobban megközelítette az euróval szembeni év eleji értékét (2. ábra). Június és augusztus közepe között a dollár enyhén erősödött az euróval és a svájci frankkal szemben, ami negatív hatással lehet a növekvő importbevitelén keresztül az USA nettó exportjára. Az elmúlt három hónapban a japán jen és a brit font is viszonylag szűk sávban mozgott a dollárhoz viszonyítva, utóbbi valuta dollárral szembeni értékét nem változtatta meg jelentősen az augusztus végi tőzsdepánik.



2. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA (INDULÓ ÉRTÉK = 100%)

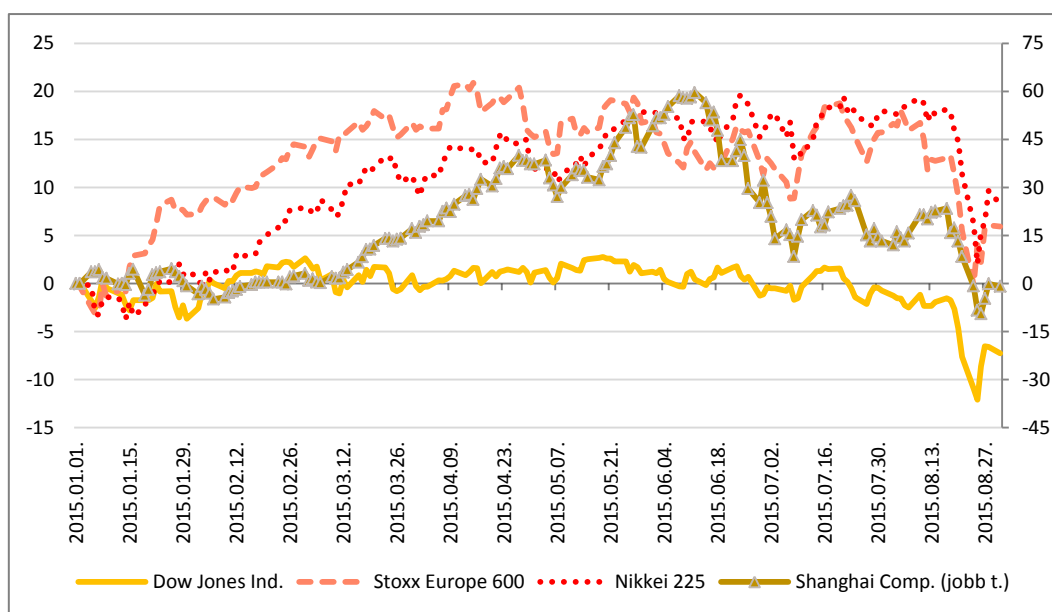


Forrás: Thomson Reuters

Augusztus 11-én a kínai jegybank mesterségesen gyengítette a jüant, így az több mint két évtizede nem látott mértékben értékelődött le a dollárhoz képest. A lépést a Kínai Népi Bank a jüan liberalizációjának részeként jelentette be, ám a kínai fizetőeszközzel való kereskedés továbbra is szigorú korlátozások alatt áll. A jegybank továbbra is csak egy szűk sávban engedi lebegni a valutát, ráadásul a sávok közepét is maga határozza meg, bár ígérete szerint ebben a jövőben jobban figyelembe veszik a piaci folyamatokat. A lépéssel Kína közelebb került ahhoz, hogy a jüan novembertől a dollár, az euró, a jen és a font után ötödik valutaként bekerülhessen az IMF valutakosarába, ami tovább bővíthetné a kínai fizetőeszköz nemzetközi tranzakciókban való használatát.

Bár kínai szempontból a jüan leértékelése a pénzügyi liberalizációjának tűnhet, a lépésben komoly motiváló szerepet kaphatott a reálgazdaság élénkítése is. Kína gazdasági szerkezete eddig nem tudott a márciusban meghirdetett Új norma elnevezésű programnak megfelelően a belső tételek és főként a fogyasztás felé eltolódni, így a növekedésben még mindig kiemelt szerepet játszik az exportszektor. A jüan gyengülése lendületet adhat a kínai kivitelnek, amire égető szüksége van a gazdaságnak: az Európába tartó exportvolumen júliusban éves szinten több mint 8 százalékkal csökkent. A kínai fizetőeszköz leértékelése ellenben csökkenti a Kínába exportáló amerikai, japán és európai vállalatok versenyképességét, ami miatt egyre több támadás éri a kínai valutapolitikát: több kongresszusi képviselő is tiltott exporttámogatásnak tartja a leértékelést. Az ez ellen való fellépéssel, akár az európai vagy japán mennyiségi lazítási program kiszélesítésével könnyen fellángolhat a valuták egymással való versengése, ami komoly stabilitási kockázatot hordoz a globális pénzügyi rendszer számára.

### 3. ÁBRA: VEZETŐ TŐZSDEINDEXEK ÉRTÉKÉNEK ALAKULÁSA 2015. JAN. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters

Június és szeptember között a részvénytársasági folyamatokat főként a kínai tőzsde mélyrepülése határozta meg. A vezető kínai tőzsdeindex, a Shanghai Composite június 12-én érte el tetőpontját, az index 4610 pontos értéke szinte duplája volt a tavalyi év 2340 pontos átlagértékének. A kezdeti visszaesés a túlrazott kínai kötvények korrekciójának volt köszönhető, amit később támogatott a gyenge kínai növekedési adatok hatása is. A részvénytársaság túlfűtöttségét jól példázza, hogy a nagy növekedési potenciálú cégeket tömörítő ChiNext index P/E mutatója a 95-ös értéket is elérte, ami közel duplája a hasonló profilú nyugati tőzsdeindexek árfolyam/nyereség mutatójának. A visszaesést a kínai kormányzat kezdetben az állami tulajdonú pénzügyi intézetek között bevezetett részvényeladási stoppal, később az új tőzsdére lépő vállalatok számának korlátozásával kívánta kezelni, ám a sanghaji tőzsdeindex értéke szeptemberre az év eleji szintjére esett.

Augusztus 24-én másfél éves mélypontra zuhant az amerikai tőzsde, amiben komoly szerepet játszott a kínai parkett fertőző hatása is. Aznap az előző kereskedési naphoz viszonyítva 1000 pontot zuhant a Dow Jones Industrial részvényindex, ám a napon belüli korrekciót követően a záróár 600 pontos csökkenést mutatott. Az eladási hullámot a nagyobb befektetők indították, melyek az Egyesült Államokon kívüli kitétségeik fedezése és likviditásuk fenntartása érdekében csökkentették az általuk birtokolt amerikai részvények mennyiségét. Ennek hatását erősítették fel a korábban nagy számban kötött stop-loss opciós ügyletek, amik miatt az árak csökkenésének hatására folyamatosan nőtt az eladni kívánt részvények volumene. Ezek fundamentumokat torzító hatását mutatja, hogy a 25-ei mélypontot követően 26-án 600 ponttal nőtt a Dow Jones, így stabilizálódott a tőzsde.

A tengerentúli tőzsdék visszaesése érzékenyen érintette a többi, globális szinten is meghatározó indexet: a vezető európai részvényeket tömörítő Stoxx Europe 600 és a japán

Nikkei 225 tőzsdeindex is év eleji értékére esett vissza. A jelentős zuhanást mindkét részvényindex esetében komoly korrekció követte, ám egyik sem nyerte vissza augusztus végéig a beszakadás előtti értékét. Az augusztus végi események hatására év eleji szintjére süllyedt a vezető közép-európai részvényeket tömörítő CETOP 20 index, miközben a visszaesés ellenére is a BUX értéke közel 30 százalékkal magasabb, mint 2015 első napjaiban.

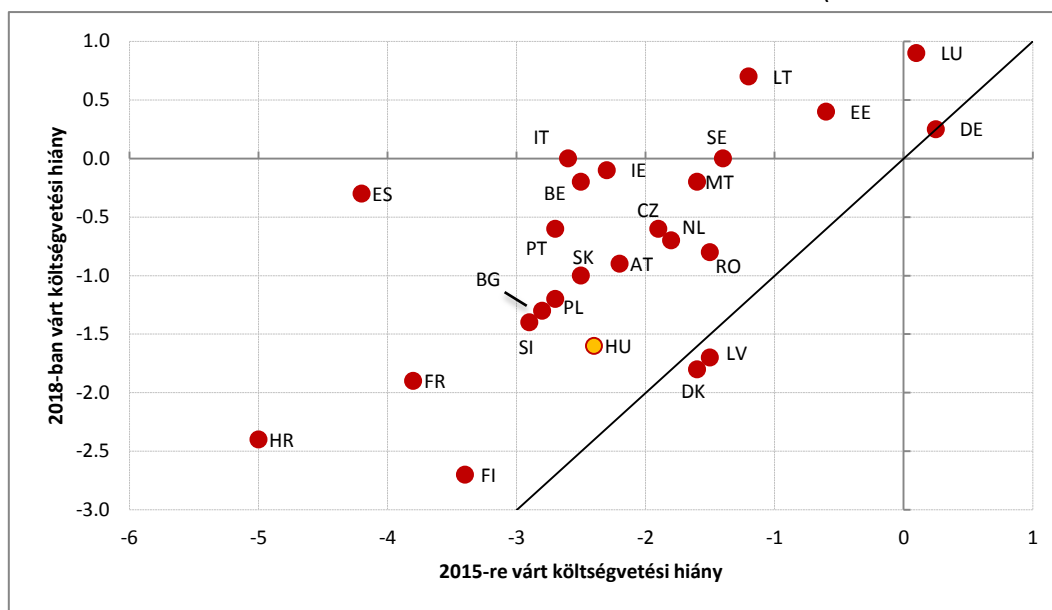
## **Az eurózóna kinőné adósságállományát**

Az Európai Unió Stabilitási és növekedési paktuma alapján a tagországoknak kötelességük középtávú gazdasági előrejelzésüket stabilitási vagy konvergenciajelentéseken keresztül évente közzétenniük. A legutóbbi, tavaszi jelentések alapján várhatóan mindössze négy tagállamban nem teljesül idén a 3 százalékos hiánycél, és 2018-ban teljesítheti mindegyik tagállam a maastrichti kritériumot. A jelentések alapján az egyik legrosszabb helyzetben a finn költségvetés van, melyben a hiány 2017-ig enyhén 3 százalék fölött maradhat. 2015-ben a legmagasabb költségvetési hiánya várhatóan Horvátországnak lesz, míg mindössze két tagállamban, Észtországban és Luxemburgban lehet szufficites a költségvetés.

A jelentések alapján így 2018-ban kerülhet ki minden állam a túlzottdeficit-eljárás (EDP) alól, ám megítélésünk szerint több kormány is túlzottan optimista képet vázolt fel középtávú gazdasági terveiben. Jelenleg 9 ország ellen folyik túlzottdeficit-eljárás, mivel májusban Lengyelország és Málta került ki a programból, ám várhatóan év végén Finnország növeli az eljárás alatt lévő államok számát. Az Európai Bizottság előrejelzése szerint idén Szlovénia és Írország ellen szűnhet meg az EDP, várhatóan Portugália költségvetési hiánya enyhén 3 százalék fölött maradhat.

A jelentésekben felvázolt 2015–2016-os növekedési és fiskális pálya a legtöbb állam esetében alig különbözik a bizottság legutóbbi, júniusi előrejelzésétől, ám több túlzottdeficit-eljárás alatt lévő állam esetében jelentős eltérés mutatkozik. Portugália, Írország és Horvátország a bizottságnál 0,4–0,6 százalékponttal alacsonyabb költségvetési hiányt valószínűsít idén, míg a 2016-os becslések közötti eltérés Portugália esetében 1, Írországnál 1,2, míg Horvátországban 1,8 százalékpontot tesz ki. Még ennél is nagyobb eltérés mutatkozik Románia esetében, ahol a kormány a GDP arányában mérve 2,3 százalékkal kedvezőbbnek látja a jövő évi hiányadatot, mint a bizottság. Az eltérés a román áfacsökkentés fiskális hatásának eltérő megítéléséből adódik: a román kormány szerint a növekvő forgalomból származó fiskális bevétel képes ellensúlyozni az adócsökkentés hatását, ezzel szemben a bizottság szerint az intézkedés 1,9 százalékponttal növeli a hiányt.

4. ÁBRA: STABILITÁSI ÉS KONVERGENCIAJELENTÉSEK FISKÁLIS PÁLYÁI (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)

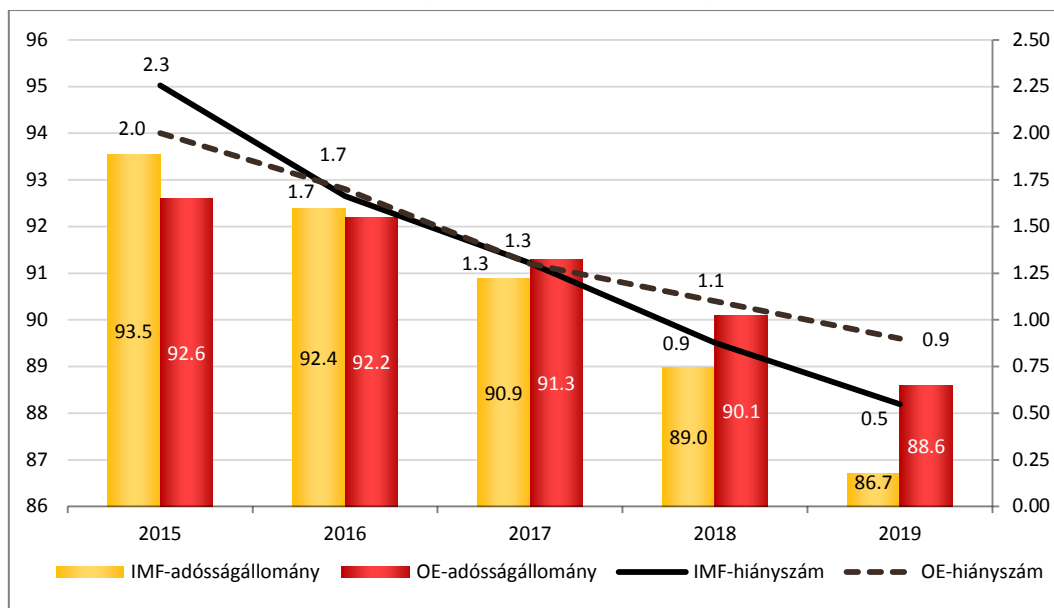


Forrás: Európai Bizottság, Századvég-számítás

Több kormány is a költségvetési hiány nagyarányú mérséklésével számol: az előrejelzések szerint 2018-ban 16 államban lehet a hiány kisebb, mint a GDP 1 százaléka, valamint négy állam költségvetésében haladhatja meg a bevételi oldal a kiadást (4. ábra). 2014 és 2018 között a legnagyobb mértékű hiánycsökkenést a spanyol költségvetés kívánja végrehajtani, ami 5,8 százalékról 0,3 százalékra mérsékelné a deficitet. Három százalékpontot meghaladó ütemben csökkenhet a spanyol mellett az ír, a portugál, a szlovén, a horvát, a belga és a magyar költségvetési hiány is, ám meglátásunk szerint komoly, főként politikai kockázatok övezik valamennyi fiskális pályát.

A tagállamok többségében a javuló fiskális folyamatok következtében idén tovább csökkenhet az eurózóna költségvetési hiánya, várhatóan 2 és 2,3 százalék között lehet 2015 egészében. A csökkenő hiányszám egyaránt köszönhető a költségvetés bővülő bevételi oldalának és a kiadások csökkentésének is. Az emelkedő állami bevételeket főként a konjunktúra hatására növekvő adóbevételek generálják: az eurózóna bővülő munkaerő-állománya egyaránt növeli a munkát terhelő adóbevételeket, valamint a növekvő foglalkoztatás hatására emelkedő fogyasztás a forgalmi adókon keresztül emeli a költségvetés bevételeit. A kiadási oldal zsugorodásában is jelentős szerepet játszanak a kedvező foglalkoztatási folyamatok, a munkanélküliek számának csökkenése mérsékli a szociális kiadások szükségességét. A tagállamok többsége emellett nagyszabású kiadáscsökkentő intézkedéseket helyezett kilátásba, melyek legtöbbje az állam működésének racionalizálásán keresztül csökkentené az állami bérköltséget.

5. ÁBRA: AZ EURÓZÓNA KÖLTSÉGVETÉSI HIÁNYÁNAK ÉS ADÓSSÁGÁLLOMÁNYÁNAK ELŐREJELZÉSE  
(A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



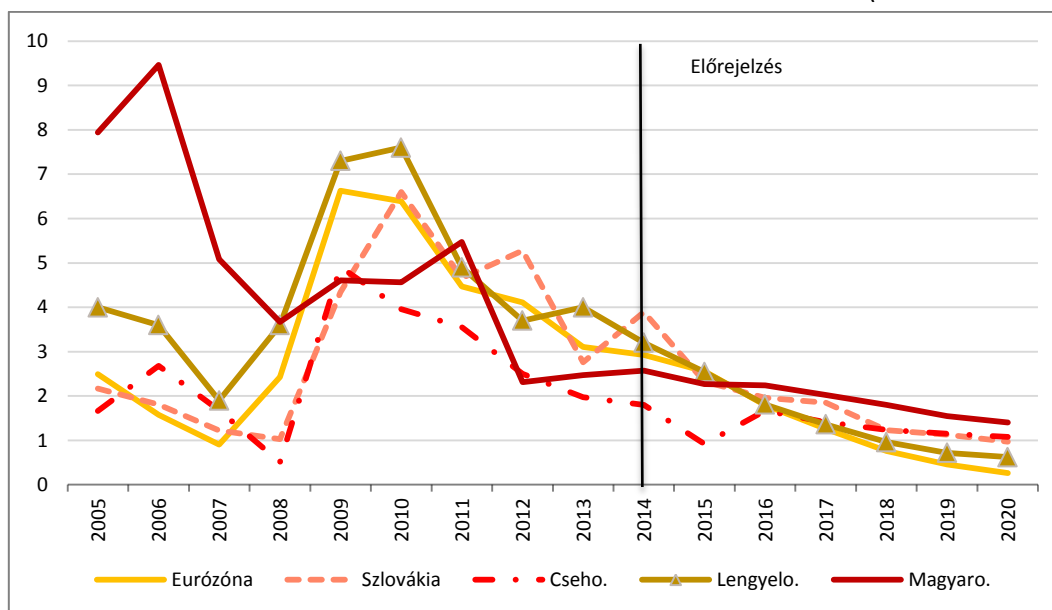
Forrás: IMF, Oxford Economics, Századvég-számítás

A következő években tovább folytatódhat a költségvetési hiány és az adósságállomány mérséklése, az előrejelzések alapján kedvező külső környezet mellett 2019-ben 1 százalék alá eshet az euróövezet hiánymutatója (5. ábra). A valutaalap előrejelzése szerint a következő években meredeken eshet mind a költségvetési hiány, mind az adósságállomány: 2019-re előbbi a GDP 0,5, utóbbi 86,7 százalékra csökkenhet. Az Oxford Economics (OE) előrejelzése is folyamatos javulást vetít előre, ám mértéke jóval lassabb, mint a valutaalap várakozása. Az OE szerint 2015-ben 2 százalék lehet a költségvetési hiány, ami négy év alatt 0,2–0,3 százalékpontos évek közötti javulással 0,9 százalékra eshet. A két előrejelzés közötti eltérés főként a GDP-bővülés eltérő előrejelzéséből fakad: az IMF enyhén jobb gazdasági teljesítménnyel számol, ami egyrészt a növekvő adóbevételeken, másrészt az emelkedő vetítési alapon keresztül csökkenti gyorsabban mindkét mutatót.

Az OE előrejelzése szerint Csehország kivételével valamennyi visegrádi ország csökkentheti költségvetési hiányát a következő években, ám várhatóan az előrejelzési horizont második felében mind a négy mutató az euróövezet hiányszámánál nagyobb lehet. A négy államból hazánkban lehet a legmagasabb a költségvetési hiány, aminek nagymértékű csökkenését a többi visegrádi államhoz képest komoly adósságteher hátráltatja. Idén a katonai kiadások csökkenése miatt a cseh költségvetési hiány 0,9 százalékra eshet, ami az állami alkalmazottak fizetésemelése és a nyugdíjak bővítése miatt 2016-ban 1,7 százalékra nőhet. A tavalyi 2,9 százalék után idén 2,6 százalékra csökkenhet a hiánymutató Szlovákiában, mivel a korábbi elképzelésekkel szemben a kormányzat nem csökkentette a jelenleg 20 százalékos forgalmi adót. Északi szomszédunk 2016-os költségvetési hiánya 1,8 százalékra eshet, főként a még mindig magas, 10 százalékot meghaladó munkanélküliségi ráta mérséklődése miatt:

ezt a kormányzat az alacsony keresetűek körében bevezetett egészségügyi hozzájárulást csökkentő intézkedése támogathatja (6. ábra).

6. ÁBRA: AZ EURÓZÓNA ÉS A V4 KÖLTSÉGVETÉSI HIÁNYÁNAK ELŐREJELZÉSE (GDP SZÁZALÉKÁBAN)

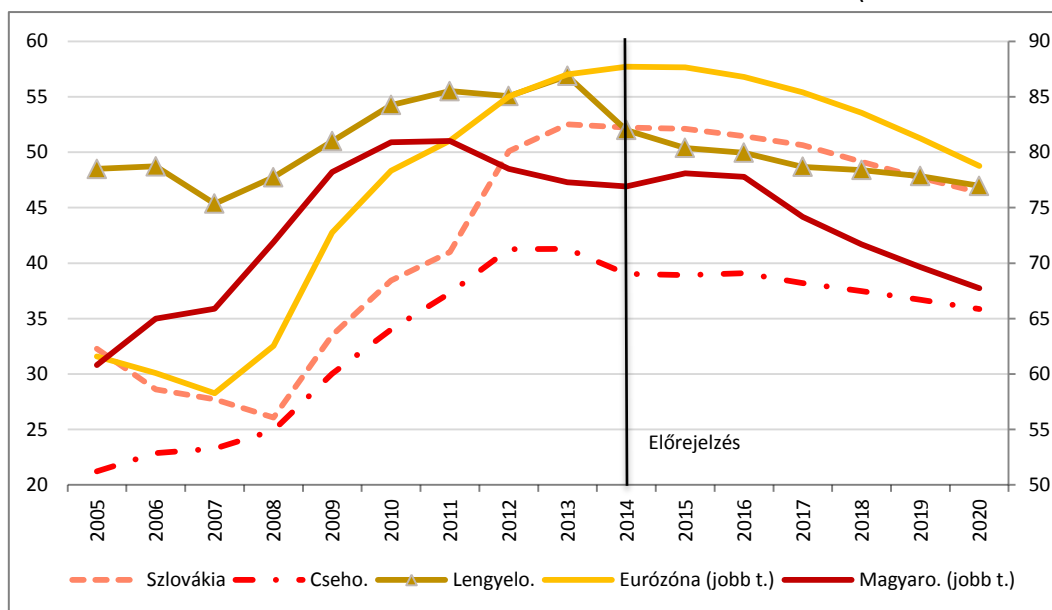


Forrás: Oxford Economics, Századvég-számítás

Lengyelországban 2014-ről 2015-re 0,7 százalékponttal zsugorodhat a hiánymutató, amit egyrészt a magánnyugdíjpénztári befizetések állami ellátórendszerbe történő csoportosítása, másrészt az új lengyel fiskális szabály támogat. Előbbit tekintve a kétpilléres lengyel állami nyugdíjrendszerben a második, piaci biztosítókra épülő pillérből a felhalmozott vagyon felét a lengyel kormány állami kezelésbe vette, míg a megtakarításaiknak biztosítóknál maradó másik felét a biztosítottak 80 százaléka a későbbi kedvezmények fejében áthelyezte az állami kasszába. A fiskális szabályt 2013-ban fogadták el, ám csak idén lép életbe. A szabály értelmében a kormány nem emelheti kiadásait egy képlet alapján számolt nominális szint fölé, így a gazdasági növekedéssel párhuzamosan várhatóan nem ugrik meg a költségvetés kiadási oldala sem. Az Európai Bizottság szakértői szerint az előrejelzési horizonton ez évente közel 1 százalékponttal csökkenti a lengyel költségvetési hiányt, ami 2018-tól kezdve a legalacsonyabb lehet a visegrádi államokban.

A válság kezelése miatt megnövekedett államadósság a visegrádi államok között Magyarországon csökkenhet a leggyorsabb ütemben (7. ábra). Az OE becslése szerint 2020-ra a GDP 67,7 százalékra mérséklődhet a felhalmozott adósságállomány, ami több mint 10 százalékponttal kedvezőbb az idei évre várt 78,1 százalékos értéknél. A válság hatására duplájára emelkedő szlovák államadósság 5,7 százalékponttal eshet a következő öt évben, míg a jelenleg legalacsonyabb GDP-arányos adósságot felhalmozó Csehországban mindössze 3,1 százalékponttal csökkenhet a mutató. Ennél alig magasabb a várható lengyel adósságcsökkentés mértéke, a 3,4 százalékpontos mérséklődés hatására 50 százalék alá csökkenhet az adósság GDP-hez viszonyított aránya.

7. ÁBRA: AZ EURÓZÓNA ÉS A V4 ADÓSSÁGÁLLOMÁNYÁNAK ELŐREJELZÉSE (GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: Oxford Economics, Századvég-számítás

## Stabilizálódhatnak a horvát fiskális folyamatok

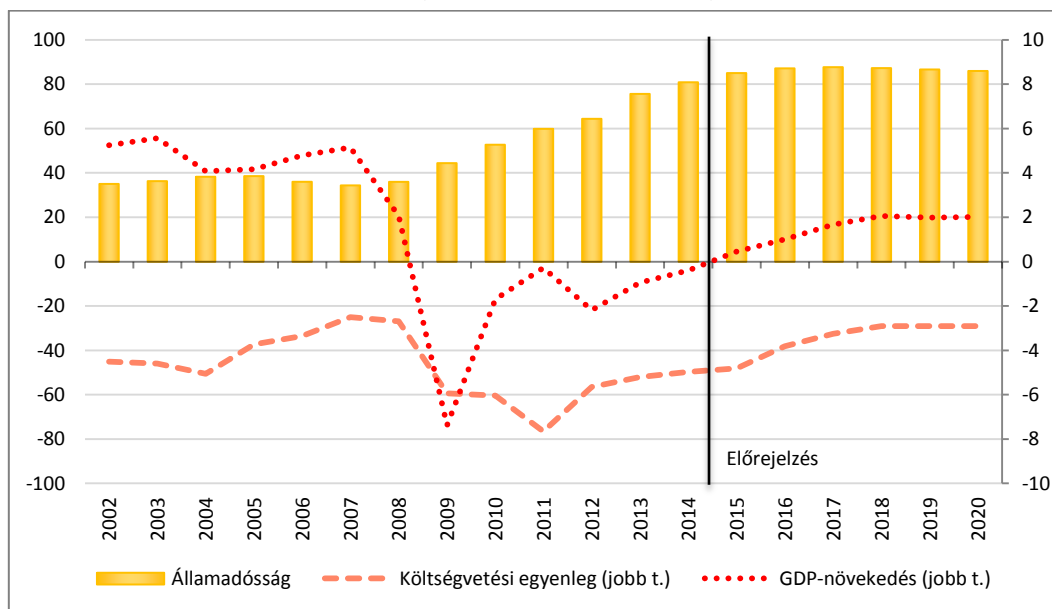
A görög államcsődveszély júliusi elhárulását követően egyre több figyelem helyeződött a finn és főként a horvát fiskális folyamatokra. Görögország és Horvátország gazdasága között rengeteg a párhuzam, az elmúlt tíz év gazdasági folyamatai igen hasonló képet mutattak. A válság hatására mindkét gazdaságban élesen visszaesett a kibocsátás, és az elmúlt években drasztikusan emelkedett az adósságállomány. Mindkét államban szignifikánsan nőtt a munkanélküliség, a szociális védőháló megnövekedett költségei miatt a költségvetések messze kerültek a 3 százalékos maastrichti hiánycéltól. Görögország mellett Horvátország is erősen függ turisztikai szektorától, utóbbi államban az idegenforgalmon és az élelmiszeriparon kívül nincs másik olyan gazdasági alág, ami globális szinten is versenyképes lenne.

A horvát gazdasági visszaesést a pénzügyi szektor gyengélkedése is kísérte: Magyarországhoz hasonlóan a horvát bankrendszernek is komoly, főként a lakáshitelezésben felépülő frankkítetttsége van, ami a gyengülő kuna miatt megnövelte a háztartások törlesztési terheit. Hazánkkal ellentétben a horvát gazdaság exportkivitele nem jelentős, a válság előtti gazdasági növekedés inkább a belső tételre támaszkodott – a megnövekedett törlesztőrészek miatt visszaeső fogyasztást így nem tudta kiváltani a felgyorsuló kivitel, ami magyarázatot adhat a horvát gazdasági visszaesés elhúzódására is.

A horvát válságkezelés sikertelenségét talán az szemlélteti a legjobban, hogy az ország kibocsátása 2008 és 2014 között folyamatosan, összességében a GDP több mint tizedével zsugorodott. Az IMF előrejelzése szerint 2015-ben már növekedésnek indulhat a horvát gazdaság, ám az éves átlagos bővülés várhatóan mindössze 0,4–0,5 százalékot tehet ki, ami a

következő években sem gyorsul 2 százalék fölé. Mivel ez közel 1 százalékponttal alacsonyabb a feltörekvő európai államok 2,9–3,4 százalékos átlagos bővülési ütemétől, várhatóan a horvát gazdaság középtávon sem tudja megközelíteni a kelet-közép-európai államok gazdasági fejlettségi szintjét (8. ábra).

8. ÁBRA: A HORVÁT NÖVEKEDÉSI ÉS FISKÁLIS FOLYAMATOK MUTATÓSZÁMAI  
(A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: IMF, Századvég-számítás

A horvát válságkezelés komoly fiskális költségeket vont maga után, 2009 és 2014 között a költségvetési hiány átlagosan a GDP 5,9 százalékát tette ki. Bár a kormányzat 2011 óta folyamatosan csökkenti a hiánymutatót, a 2015-ös horvát költségvetési egyenleg – 4,8 százalék, az egyik legmagasabb lehet az Európai Unióban. A következő években a gazdasági növekedés megindulása tovább csökkentheti a hiányt, ami legkorábban 2018-ban süllyedhet 3 százalék alá: a maastrichti hiánycélnál szignifikánsan alacsonyabb költségvetési egyenleg a magas kamatkiadások miatt nem várható.

A mérsékelt növekedési ütem és a 3 százalék körüli költségvetési hiány viszonylag szűk teret enged a 2008 és 2013 között megduplázódó adósságállomány csökkentésének. A valutalap előrejelzése szerint 2015 végén 85 százalékra rúghat a horvát GDP-arányos államadósság, ami több mint 4 százalékpontos növekedés tavalyhoz képest. Az adósságállomány emelkedése várhatóan 2017-ig fennmaradhat, a fordulóponthoz követően az államadósság mérsékelt, 0,7–0,4 százalékpontos éves csökkenése várható.



## Az idei GDP-növekedés a lassulás ellenére is elérheti a 3 százalékot

A magyar GDP-növekedés 2015 II. negyedévében a várakozásunkat meghaladó mértékben lassult. A 2,7 százalékos teljesítmény főleg egyedi tényezők következménye, amik a növekedés fundamentumait nem veszélyeztetik. Az április–júniusi időszak teljesítményét kiegyensúlyozottság jellemezte: a nettó export 1,4, a belső felhasználás 1,3 százalékponttal járult hozzá a gazdaság éves teljesítményéhez. A külkereskedelem előző negyedévinél mérsékeltebb hozzájárulása az export és az import egyaránt lassuló növekedése mellett valósult meg. A belföldi felhasználást a háztartások fogyasztási kiadásának 3 százalékos növekedése húzta, amit még korlátoz az adósságállományok leépítése és az óvatossági motívum. A beruházások az I. negyedév negatív teljesítménye után több mint 5 százalékkal bővültek, ami kedvező jelnek tekinthető az év egészére nézve. A beruházásokat továbbra is az uniós forrásokkal összefüggő projektek segítik leginkább.

A termelési oldalon a II. negyedévben a termelőágazatok növekedési üteme általánosságban lassult, míg a tercier szektor némi élénkülést mutatott. A mezőgazdaság közel 17 százalékos visszaesése az előző évi magas bázis és az idei aszály következménye, mely az idei év hátralévő részére is rányomhatja bélyegét, rontva a gazdasági kilátásokat. Az ipar és az építőipar lassuló ütemben, de bővült, előbbit az export, utóbbit az infrastrukturális beruházások vezérelték. Az ipar után a szolgáltatások területe volt a második legnagyobb GDP-hozzájáruló, rendre 1,4 és 1,3 százalékponttal.

A munkaerőpiac erősödése a gazdaság lassulása ellenére folytatódott: a foglalkoztatás és az aktivitás is nőtt. Mivel a munkaintenzív ágazatok dinamikusan bővültek, a munkanélküliségi ráta 7 százalékra mérséklődött, amely alacsonyabb, mint a nyári előrejelzésünk. A bruttó keresetek éves szinten 2,9 százalékkal nőttek a versenyszféra növekvő munkakeresletének köszönhetően. Az állami szektorban az átlagbér a bővülő közfoglalkoztatás miatt csupán 0,7 százalékkal nőtt.

A fogyasztói árak 2015 II. negyedévében éves összevetésben 0,2 százalékkal emelkedtek, de a nyár folyamán tapasztalt újabb negatív olajársokk mérsékeltebb inflációt hozott. Emellett a szabályozott árak csökkentése és a még negatív, de hamarosan záruló kibocsátási rés is visszafogta az inflációt. Ezenkívül széles körű az árak emelkedése, főként a szolgáltatások és a tartós fogyasztási cikkek drágulása jelentős. A középtávú trendmutatók alátámasztják a laza kamatkörnyezet hosszabb távú fenntartását. A globálisan felerősödött kockázatkerülés következtében a hazai kockázati környezet az elmúlt negyedévben enyhén romlott. A forint gyengült az euróval szemben, a CDS-felár nőtt és a 10 éves állampapír hozama is emelkedett. Az MNB nyáron 15-15 bázisponttal, 1,35 százalékra csökkentette az alapkamatot, valamint bejelentette a második kamatvágási ciklus végét.

A nagy nemzetközi hitelminősítő intézményeknél hazánk besorolása a befektetésre nem ajánlott szint legmagasabbján maradt. Az MNB két új mutatót jelentett be a hazai banki szabályozás szigorítására. A likviditásfedezeti ráta hamarabb és magasabb értékkel történő bevezetése az állampapír-vásárlások irányába tereli a bankokat. A devizaegyensúly-mutató a mérlegen belüli devizális eltéréseket maximálja, elősegítve a bankrendszer külső eladósodottságának csökkentését.

Legfrissebb előrejelzésünk a korábbinál mérsékeltebb, de továbbra is 3 százalék körüli GDP-növekedéssel számol 2015–2016-ban. A gazdasági kilátások romlása egyedi tényezőkhöz köthető, ezért fontos hangsúlyozni, hogy Magyarország növekedési potenciálját ezek nem érintik. Várakozásunk szerint a belső és külső tényezők a teljes előrejelzési horizonton pozitívan járulnak hozzá a GDP-növekedéshez, melyet a fogyasztás és az export közel azonos arányban vezérelhet. Az export növekedését, mely a teljes előrejelzési horizonton felülmúlja az importét, a külső kereslet fokozatos élénkülése segíti. A fogyasztás dinamikus növekedését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése biztosítja, amit gazdaságpolitikai és piaci folyamatok egyaránt segítenek. Idén az alacsony inflációs környezet, jövőre a negatív reálkamat és a bérrendezés emeli a háztartások fogyasztási hajlandóságát. A beruházás idén pozitívan járulhat hozzá a növekedéshez, de jövőre a korábbi uniós tervezési időszak lezárása miatt visszaesésre számítunk. A magyar gazdaság az idei év végére a potenciálisnak megfelelő szinten teljesíthet, vagyis a kibocsátási rés bezáródását várjuk. Összességében idén 3,1, jövőre 2,5 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk.

Előrejelzésünk alapján a munkaerőpiac helyzete 2016 végéig jelentősen javul, a foglalkoztatottak száma 120 ezer fővel nőhet. A munkanélküliségi ráta trendszerűen csökken, értéke 2015-ben 6,9, míg 2016-ban 6,1 százalék körül alakul. Az állami szférában jövőre várható jelentős béremelések miatt a nemzetgazdasági átlagkereset számottevően emelkedik, és növekedési üteme 2016-ban elérheti az 5,9 százalékot. A reálbérek bővülése a gyorsuló infláció ellenére is 3 százalék fölött maradhat.

A maginfláció az első negyedévi mélypontja után fokozatosan erősödhet, az idei év végére elérve a 2 százalékot, míg 2016 végén már 3 százalék felett lehet. A ráta felpörgését a tavalyi évi alacsony bázis mellett az importált infláció erősödése, a 2015 végére záródó kibocsátási rés és a negatív olajársokk másodkörös hatásainak lecsengése implikálja. Jövőre mindezek mellett a béremelések elhúzódó másodkörös hatása is erősíti a szűrt infláció felfutását. Az infláció a teljes előrejelzési horizonton elmarad a maginflációtól, de a különbség fokozatosan szűkül. Ez a folyamat a közműdíjcsökkentések bázisba kerülése mellett az olaj és a nyers élelmiszerek árának emelkedését tükrözi. A pénzromlási ütem fokozatos erősödését is a fenti tényezők vezérlik a maginfláció erősödése mellett. A fogyasztóiár-index idén 0,1, jövőre 2,4 százalékon állhat, ami elmarad a korábbi előrejelzésünktől, főként a gyengébb gazdasági teljesítmény és az alacsonyabb olajárpálya miatt.

A magyar alapkamat a tervek szerint hosszabb ideig a jelenlegi, rekordalacsony 1,35 százalékon maradhat, ami reális lehet, tekintve az inflációs folyamatokat. A Fed kamatemelése miatti piaci turbulencia jelenthet egyedül kockázatot, amit csökkenthet, ha hazánk adóbesorolását a várakozásaink szerint javítják. A monetáris politika szigorítása, az első kamatemelés meglátásunk szerint a jövő év közepére tehető.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

	2014	2015	2016
<b>Bruttó hazai termék (volumenindex)*</b>	3,6	3,1	2,5
<b>A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*</b>	1,7	3,2	3,1
<b>Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*</b>	11,7	2,9	-2,8
<b>Kivitel (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*</b>	8,7	7,8	7,9
<b>Behozatal (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*</b>	10,0	7,5	7,1
<b>A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)</b>	6,3	7,0	8,3
<b>Éves fogyasztóiár-index (%)*</b>	-0,2	0,1	2,4
<b>A jegybanki alapkamat az év végén (%)</b>	2,10	1,35	1,75
<b>Munkanélküliségi ráta éves átlaga (%)*</b>	7,7	6,9	6,1
<b>A bruttó átlagkereset alakulása (%)*</b>	3,0	3,1	5,9
<b>A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában</b>	4,0	5,3	6,0
<b>Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában</b>	7,8	8,8	8,0
<b>GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*</b>	-2,6	-2,2	-1,9

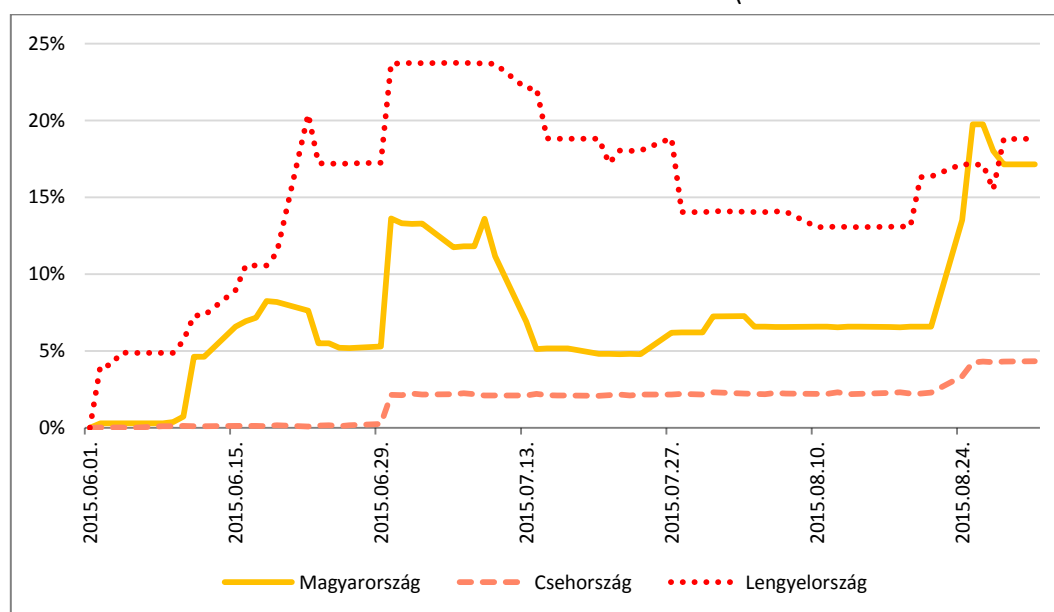
\* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

## Véget ért a második kamatvágási ciklus, korrigált a CDS és gyengült a forint

### Adósságfinanszírozás

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2015 II. negyedévében 25 881 milliárd forint volt, ami a GDP 79,6 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 82,7 és a decemberi 76,9 százalék után. Az adósságot a második negyedévben 397 milliárd Ft nettó adósságvétel növelte, míg 508 milliárd Ft árfolyamnyereség csökkentette. A tranzakcióból fakadó növekményből 195 milliárd forintot a Budapest Bank állami megvásárlásához a Magyar Fejlesztési Bank által nyújtott hitel magyaráz. A további, forintban denominált kötvénykibocsátás növelte a bruttó államadósságot. A 2015. június eleji árfolyamhoz (309,69 HUF/EUR) képest gyengült a forint árfolyama. 2015. augusztus végén egy euró 314,47 forintot ért, ami a devizaadósság forintellenértékét növelte.

9. ÁBRA: AZ 5 ÉVES CDS-FELÁRAK ALAKULÁSA A RÉGIÓBAN (2015. JÚNIUS 3-AI BÁZISON)



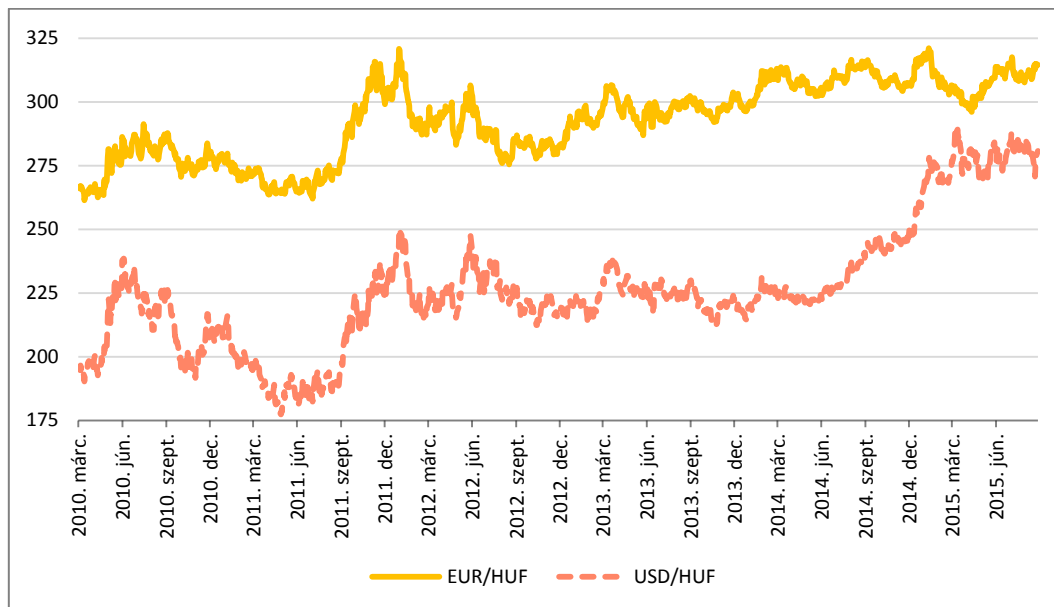
Forrás: Thomson Reuters

A Fed nem változtatott monetáris politikáján. Az EKB 2015. szeptember eleji ülésén felvetette mennyiségi lazításának 2016. szeptember utáni folytatását és esetleges kibővítését. A globális likviditásbőség továbbra is növekszik, hiszen a Bank of Japan folytatja évi 80 ezer milliárd jenes eszközvásárlását.

Az 5 éves magyar CDS értéke 140 bázispontos júniusi kezdőértékéről 164 bázispontra nőtt 2015. szeptember elejére. Lengyelországban és Csehországban alacsonyabb bázisról indulva 2 bázisponttal, 50-re, ill. 11 bázisponttal, 72-re nőtt a CDS az elmúlt három hónapban. A forint árfolyama gyengült az euróval, míg erősödött a svájci frankkal és az amerikai dollárral

szemben: egy euró 314, egy svájci frank 292, míg egy dollár 281 forintba került augusztus végén. Kitekintve a régióra: a cseh korona árfolyama 1,5 százalékkal erősödött, míg a lengyel zloty árfolyama 2,6 százalékkal gyengült az euróval szemben a vizsgált időszakban.

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

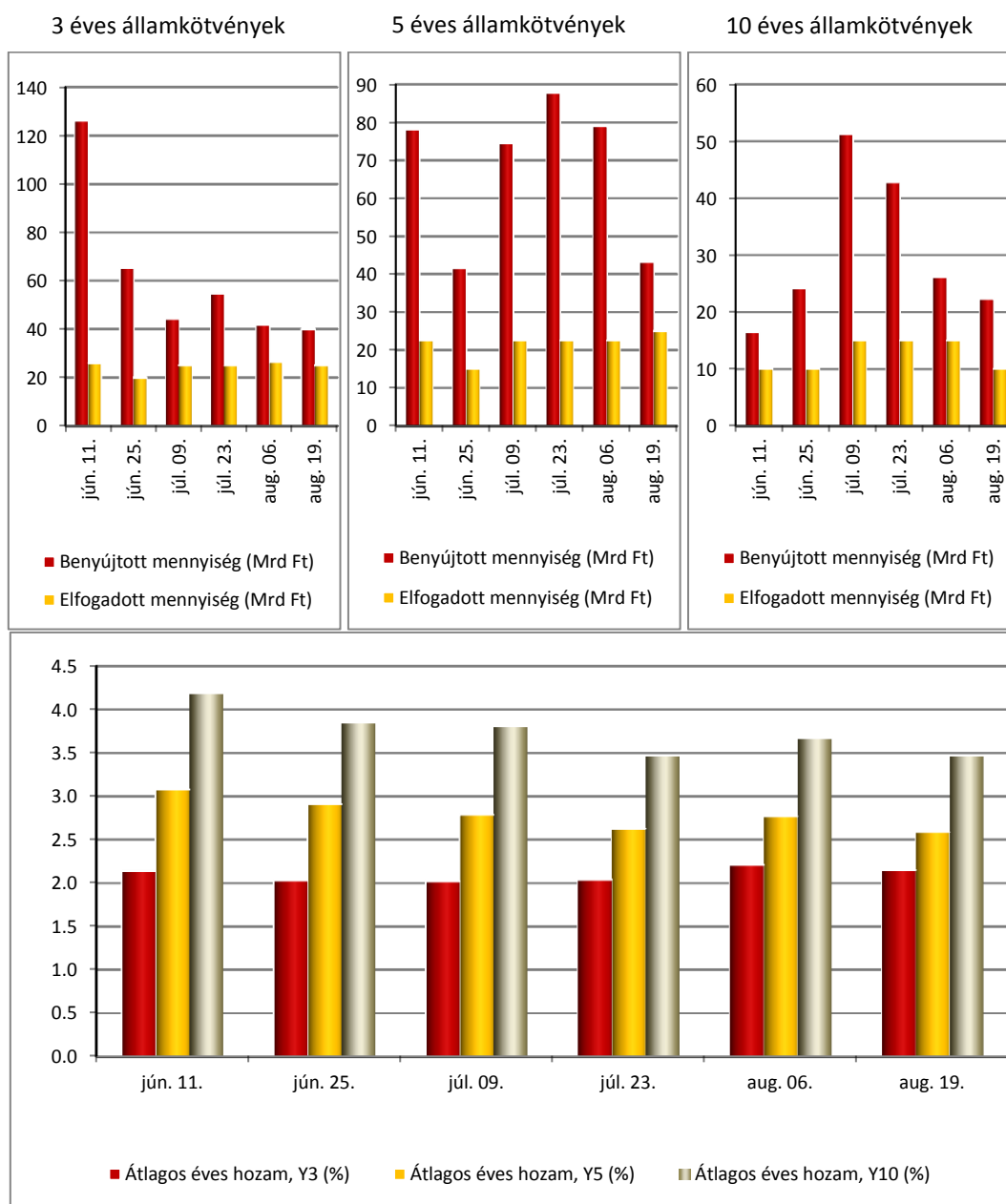


Forrás: Thomson Reuters

Az állampapír-piaci aukciókon elért hozamok a futamidő függvényében eltérően alakultak. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében 38 bázisponttal, az 1 évesnél 47 bázisponttal csökkentek a hozamok. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 1 bázispontos hozamemelkedés, míg az 5–10 éves lejárat esetében 38–49 bázispont közötti, jelentős hozamesés volt megfigyelhető. Mind az állampapírok, mind a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során előfordult olyan eset, amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben csak két alkalommal (mindkét alkalommal diszkontkincstárjegy-aukciónál), de összességében mindkét értékpapírcsoportban markáns többletkibocsátás mutatkozott a június–augusztusi időszakban.

Az MNB igyekszik a kamatcsereügyletekkel (IRS) a hosszabb hozamok felé terelni a piaci szereplőket annak érdekében, hogy a likviditás ne a rövid lejáratoknál csökkentse csak a hozamokat, hanem a hosszabb lejáratoknál is megjelenjen. Ezzel az eszközzel ugyanis a likviditás, ami a jegybanki eszközből kiszorult, meg tud jelenni a 3, 5 és immáron 10 éves futamidőknél is. A kamatcsereügyletben részt vevő bankok nemcsak növelték hosszabb lejáratú állampapír-állományukat, hanem vállalták, hogy ezt a magasabb kitettséget hosszabb ideig fenntartják.

### 11. ÁBRA: AZ ÁLLAMKÖTVÉNY-AUKCIÓK MENNYISÉGI ÉS HOZAMADATAI

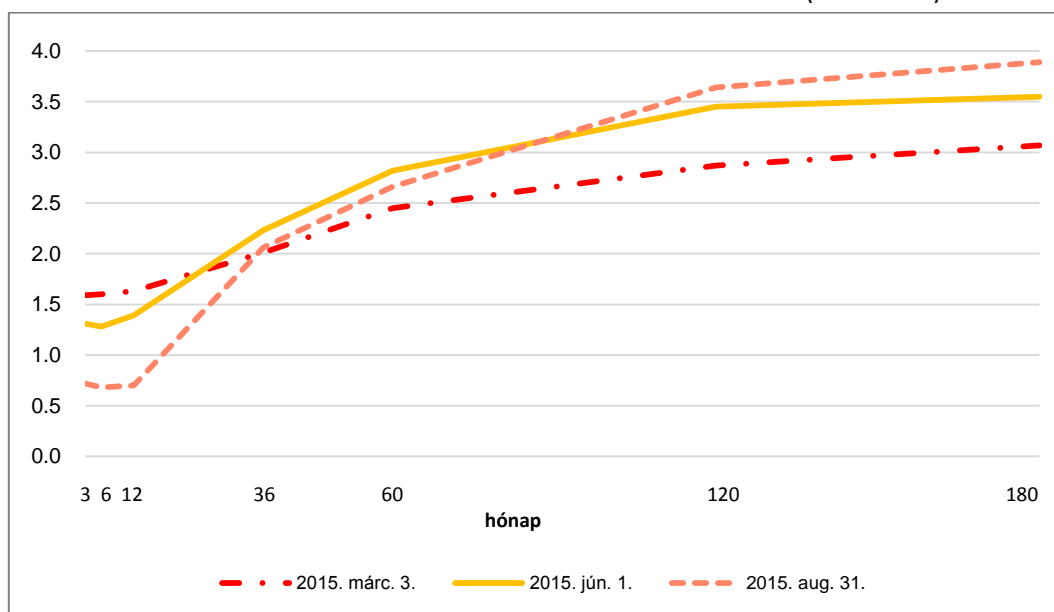


Forrás: ÁKK Zrt.

Az elmúlt időszakban a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során a július 16-ai és az augusztus 13-ai 12 hónapos DKJ kivételével minden esetben meghaladta az elfogadott mennyiség a meghirdetett összeget. Az időszak egészét tekintve az ÁKK jelentős mennyiségű, 373 milliárd forint értékű többletkibocsátást hajtott végre a diszkontkincstárjegyek esetében. Az éven túli papíroknál a vizsgált időszakban nem volt olyan alkalom, amikor a meghirdetettnél kevesebbet fogadott el az ÁKK. Összességében 77 milliárd forinttal többet fogadott el a meghirdetethez képest, és további 180 milliárd forint többletkibocsátás történt.

A másodpiaci hozamgörbe az utóbbi negyedévben jelentősen módosult. A jegybanki alapkamat 30 bázisponttal csökkent 2015. június eleje óta. A hozamgörbe rövid vége lejjebb tolódott, míg a hosszú lejáratoknál emelkedtek a hozamok. Összességében tehát a hozamgörbe meredekebbé vált. A hozamgörbe rövid végén 59–69 bázispont között csökkentek a hozamok. Az, hogy a hozamgörbe rövid vége a kamatvágások közepette is az alapkamat szintje alatt maradt (63–69 bázisponttal), kizárólag a nagy likviditásbőségnek tudható be, hiszen a második kamatcsökkentési ciklusát lezárta a jegybank, és a piac sem számít kamatcsökkentésre. Az 10 és 15 éves futamidők esetében 19 és 34 bázispont közötti volt a hozamemelkedés, amelynek két okát látjuk. Az egyik, hogy az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány jelentősen csökkent, 4644-ről 4181 milliárd forintra, amely gyengítette a forint euróárfolyamát is. Másrészt a hozamemelkedés beleillik a nemzetközi trendbe, mivel a görögországi és a kínai események hatására a feltörekvő országok kötvénypiacain a nagyobb bizonytalanság a hosszú hozamok emelkedését eredményezte.

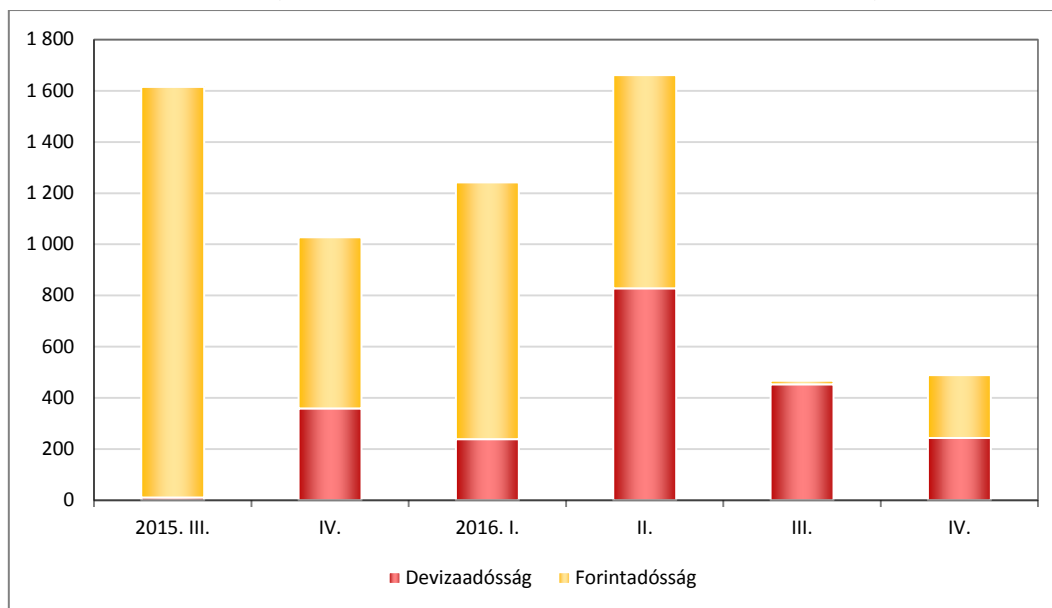
12. ÁBRA: A REFERENCIAHOZAM-GÖRBE VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: ÁKK Zrt.

A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők körében. 2015. július végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 2992 milliárd forintra emelkedett. Az államadósság devizaaránya tovább csökkent, az április végi 36 százalék után 2015. július végén 35,6 százaléknak felelt meg, és eleget tesz a 2015. évi finanszírozási tervben meghatározott 40 százalékos maximum előírásnak.

13. ÁBRA: A KÖZPONTI KÖLTSÉGVETÉS ADÓSSÁGÁNAK LEJÁRATI SZERKEZETE  
(MILLIÁRD FORINT, 2015. JÚNIUS VÉGI ÁLLAPOT)



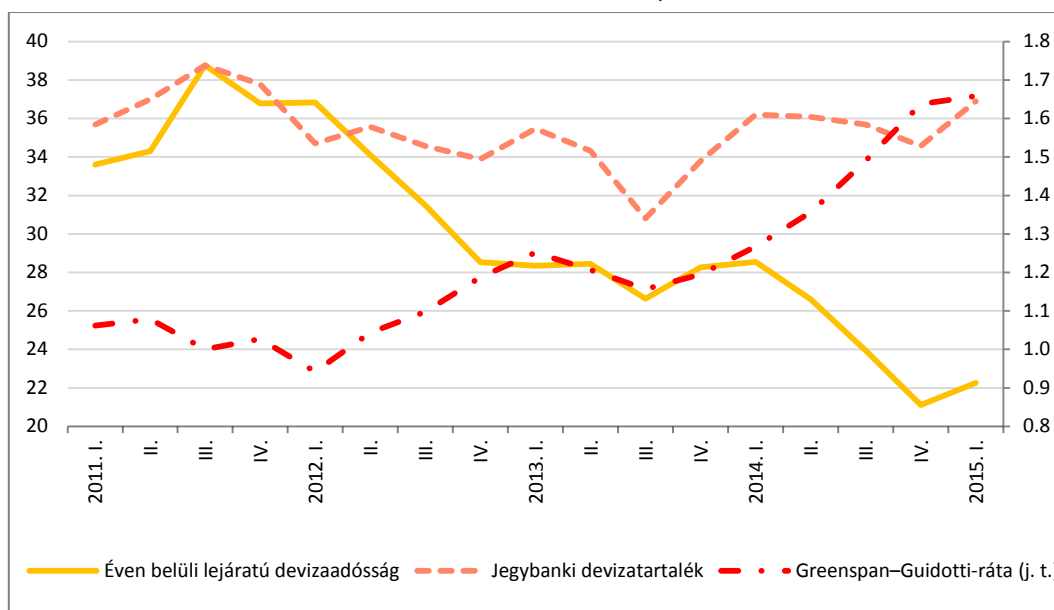
Forrás: ÁKK Zrt.

A központi költségvetés adósságának lejáratí szerkezetét vizsgálva fontos kiemelni, hogy 2015-ben csak a IV. negyedévben van esedékes devizaösszeg. Az árfolyamkockázatot tekintve azonban akár jelentősen is módosulhat a lejáró összeg forintellenértéke.

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2014. december vége óta az MNB devizatartalékai növekedtek, 2015. március végén 36,9 milliárd eurót tettek ki. Éven belüli devizakötelezettségekről a legfrissebb adat 2015. I. negyedévről van. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak: jegybanki tartalékai jóval magasabbak, mint az éven belüli devizakötelezettségei. A Kormány és a jegybank az autóhitelek forintosítása mellett döntött. Ennek értelmében a bankok részére 591,9 millió svájci frankot ajánlott fel a konverzióhoz devizatartalékaiból augusztus 24-én, tendereztetés formájában. A konverziónál az augusztus 19-én érvényes hivatalos svájcifrank-árfolyamot (287,2) alkalmazták. Ez a tétel csökkenti a jegybanki devizatartalékot, azonban az EU-transzferek és a nettó export növelik azt. A mutató nevezője – a rövid lejáratú külföldi adósság – az elmúlt időszakban kismértékben nőtt. Az ennek eredőjeként kialakuló 1,66-os Greenspan–Guidotti-ráta nagy mozgásteret enged a jegybank számára tartalékainak csökkentésére.



14. ÁBRA: A KÜLSŐ ADÓSSÁG (MILLIÓ EURÓ), A JEGYBANKI DEVIZATARTALÉK (MILLIÓ EURÓ) ÉS A GREENSPAN–GUIDOTTI-RÁTA, 2015. MÁRCIUS



Forrás: MNB, Századvég-számítás

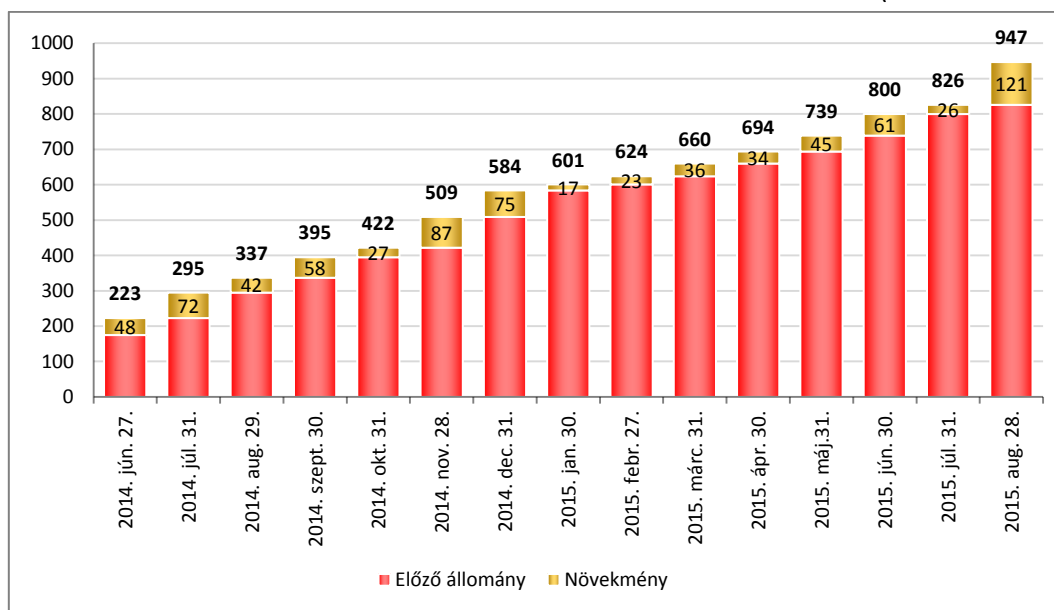
A jegybanki devizatartalékokról van későbbi elérhető adat is, ennek szintje 2015. június végére 34,8 milliárd euróra csökkent. A 2,4 milliárd eurós csökkenésből közel 1,4 milliárd eurót magyaráz a deviza-jelzáloghitelek forintosításához kapcsolódó devizacsere-ügyletek lejáratára, illetve lejárat előtti lezárása. A devizatartalékot tovább csökkentette az, hogy a Budapest Bank megvásárlásához az MFB az MNB-től vásárolta meg a szükséges devizát közel 0,6 milliárd euró értékben.

## A Növekedési Hitelprogram aktuális helyzete

A nyári hónapokban az NHP keretében a hitelezés a várakozásunknak megfelelően felfutott: az NHP II. havi igénybevétele érdemben meghaladja az előző év azonos időszaki értékét. A program kihasználtsága a június–augusztusban kötött új szerződésekkel (208 milliárd) együtt összesen 947 milliárd forintot tett ki. Az eddig leszerződött hitelösszeg 96 százaléka új hitelként került az igénylőkhöz. Ezen belül a beruházási hitelek (és új lízingügyletek) részesedése 59, az új forgóeszközhitelké 29, az új EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított arány 12 százalék. Az elmúlt időszakhoz képest 4 százalékponttal csökkent a beruházási hitelek részaránya, míg 3 és 1 százalékponttal emelkedett az új forgóeszközhitelké és az EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított hitelek részaránya. A nagybankok kihelyezéseinek a felét teszik ki a beruházási hitelek, míg a kis és közepes bankoknál, valamint a takarékszövetkezeteknél a hitelek túlnyomó többsége ilyen célú. Vállalatméret szerint vizsgálva megállapítható, hogy a mikrovállalkozások hitelfelvétel 76 százalékban új beruházási hitelekre irányul, míg a kis- és közepes vállalkozásoknál ez az arány 50 százalék alatti. Az ágazati eloszlást tekintve a mezőgazdaság, a kereskedelem,

javítás és a feldolgozóipari ágazatok részesedése kimagasló, a hitelek továbbra is közel 70 százaléka erre a három területre irányult.

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



Forrás: MNB

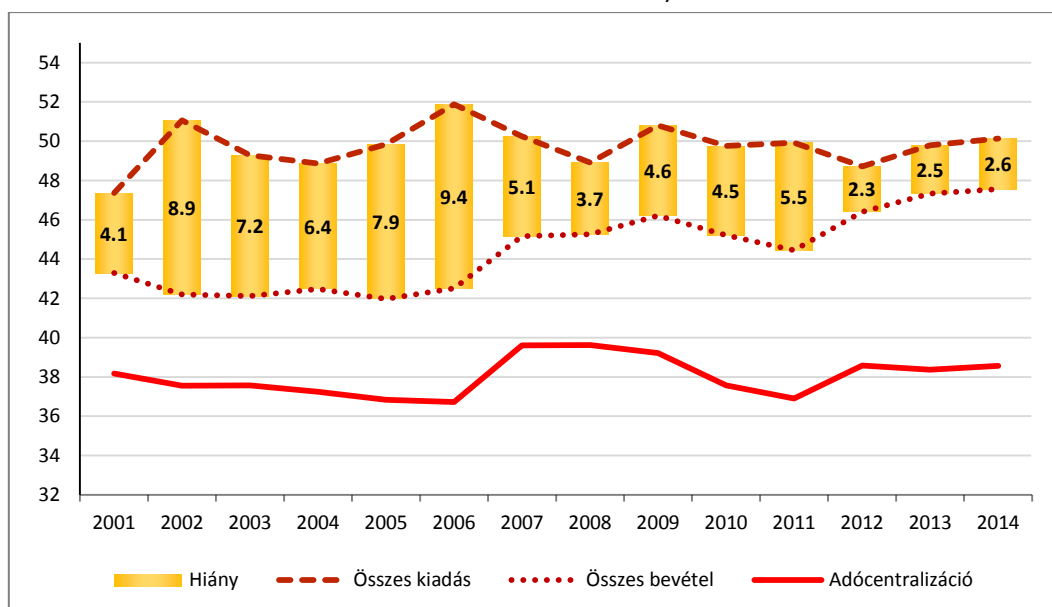
Véleményünk szerint az NHP II. 1000 milliárd forintos (a maradvány jelenleg 53 milliárd Ft), hitelkerete a jelenlegi tendenciákat figyelembe véve akár már a következő hónapban elfogyhat. Az NHP+ teljesítményéről a jegybank csak 100 milliárd forint feletti kihasználtság után ad információt. A Monetáris Tanács 2015. augusztusi végi döntése értelmében, az NHP+ akadozása miatt, az 500 milliárd forintos keret felét (azaz 250 milliárd forintot) a normál NHP II. keretében is felhasználhatják a kereskedelmi bankokon keresztül az ügyfelek. Pontosabban az egyes hitelintézetekre az NHP+ keretében alokált hitelkeret legfeljebb 50 százalékát az NHP II. feltételei szerint is felhasználhatják.

## Benyújtották a 2014. évi zárszámadási törvény tervezetét

A Kormány augusztus végén nyilvánosságra hozta a 2014. évi költségvetés végrehajtásáról szóló, pénzforgalmi elszámolásban készült zárszámadásitörvény-javaslatot. A törvényjavaslat megállapítja, hogy az elmúlt év központi költségvetésének végrehajtása a jogszabályi előírásoknak megfelelt, a törvényben előírányzott hiány és az államadósság teljesült az Alaptörvény, az államháztartásról szóló törvény és a Magyarország gazdasági stabilitásáról szóló törvény előírásai szerint is.

A törvényi megfelelésen túl az államháztartás pénzforgalmi hiánya 2014-ben a tervezett mértéknél kedvezőbben alakult. A költségvetési törvényben rögzített értékeket év közben többször módosították, melynek eredményeként a központi alrendszer bevételi főösszegét 15 985,0, kiadási főösszegét 17 136,5, hiányát pedig 1151,5 milliárd forintban határozták meg. A zárszámadásból kiderül, hogy a már megemelt értékekhez képest a tényleges bevételi főösszeg 9,32, a kiadási főösszeg 6,6 százalékkal felülteljesült, aminek eredményeképp a tényleges pénzforgalmi hiány 30,3 százalékkal alacsonyabb lett. A kormányzati szektor 2014. évi, uniós módszertan szerint számított hiánya az előzetesen várt 2,9 helyett 2,6 százalékra teljesült. Az alacsony deficit a kedvező makrogazdasági folyamatok és a gazdaság fehéredésének eredményeként alakult ki.

16. ÁBRA: AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS FŐBB MUTATÓI UNIÓS MÓDSZERTAN SZERINT<sup>1</sup> (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

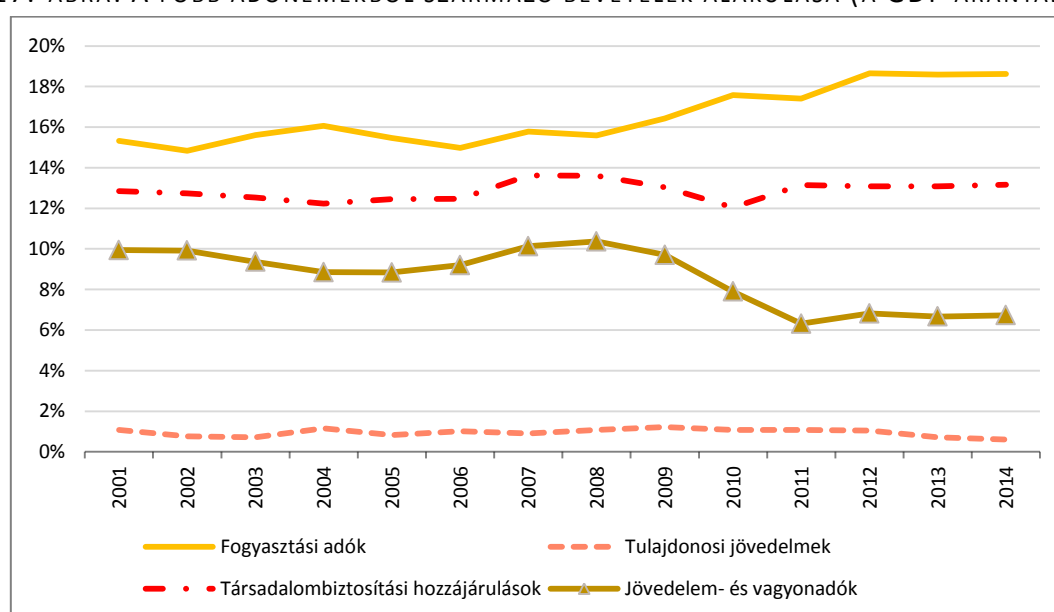
<sup>1</sup> A teljes bevétel és az adóbevételek közti különbség azzal magyarázható, hogy számos, nem adójellegű bevétele is van az államháztartásnak (EU-források, állami vagyonnal kapcsolatos bevételek, koncessziók stb.).

A 16. ábrán az államháztartás legfőbb mutatóit tovább vizsgáljuk a zárszámadásitörvény-javaslatban közzétett mellékletek alapján, GDP-arányosan. A 2014. évi költségvetés összes kiadása a GDP 50,1, összes bevétele 47,6 százalékát tették ki, követve a tárgyévet megelőző két év trendjét. Az adatokat historikusan vizsgálva megállapíthatjuk, hogy a 2010-ben meghirdetett költségvetési konszolidáció a tervezett ütemben haladt. Az időszon megfigyelhető, hogy a fegyelmezett költségvetési gazdálkodás a kiadási oldal elhanyagolható ingadozásai mellett végső soron a befolyó bevételek jelentős növekedése miatt mehetett végbe. Az idősor kezdő időpontja óta a legmagasabb GDP-arányos bevételi értéket tavaly produkálta a gazdaság, ami indokoltá teszi a bevételi tételek alakulásának vizsgálatát. Az adókból és járulékokból befolyt összegek együttesen az adócentralizáció mértékét mutatják, ami a bevételekkel közel azonosan mozgott 2012-ig. Az utolsó lezárt két költségvetésben ez a kapcsolat gyengülni látszik, ami azt jelenti, hogy a bevételi oldal a befolyt adók és járulékok (arányainak) szinten maradása mellett, más forrásból táplálkozva emelkedik. A folyamat mögött elsősorban az európai uniós támogatások állnak.

## Bevételek

Elemzésünket folytatva az elmúlt év költségvetésének mérlegét részleteiben is megvizsgáljuk. 2014-ben a központi költségvetés bevételei az előzetesen várt értéket 1473,4 milliárd forinttal haladták meg. A többletbevétel 85,2 százaléka a központi költségvetésből, 12,5 százaléka társadalombiztosítási alapokból és 2,3 százaléka az elkülönített állami pénzalapokból származik.

17. ÁBRA: A FŐBB ADÓNEMEK BŐL SZÁRMAZÓ BEVÉTELEK ALAKULÁSA (A GDP ARÁNYÁBAN)



Forrás: KSH

A 17. ábrán a 2014. évi központi költségvetés adóbevételei szerkezeti bontásukban láthatóak. Az idősorban egy jól megfigyelhető trendváltás következett be 2008-ban, ami a jövedelmi és vagyonszármazékoktól a fogyasztási adók felé tett váltásban mutatkozik meg, amely az adóstruktúra haszonelv<sup>2</sup> mentén történő átalakításának felel meg.

A gazdálkodói befizetések 43,3 milliárd forinttal elmaradtak az előirányzattól. Egymást közel kioltó tételként szerepel a társasági adó (36 milliárd forint) és az egyszerűsített vállalkozási adó (29,8 milliárd forint) többlete, szemben a kisvállalati adó (32,7 milliárd forint) és a kisadózók tételes adójának (35,8 milliárd forint) hiányával. Az ellentétes irányú eltérések mindegyikét a kisvállalati adózásra áttérők számának tervezetthez képest alacsonyabb teljesülése magyarázza. A tervezettől 26,1 milliárd forinttal maradt el az energiaellátók jövedelemadója, ami a 2013. év során végrehajtott rezsicsökkentések adóalap-csökkentő hatásával magyarázható. Az előzetes várakozásokat továbbá az egyéb központosított bevételek 16,2 milliárd forinttal múlták alul, amit többek között a megtett úttal arányos útdíjból, a hulladéklerakási járulékból és a bírságbevételekből befolyt alacsony összegek magyaráznak.

A fogyasztási adók a 2014. évi módosított előirányzatnál 19,3 milliárd forinttal magasabban teljesültek. Az általános forgalmi adó 21,5 milliárd forinttal meghaladta az előzőleg várt összeget, amit az online pénztárgépek bevezetésének gazdaságfehérítő hatása okozott. A jövedéki adó során 13 milliárd forinttal kevesebb folyt be a tervezettnél, elsősorban a dohánytermékek forgalmának csökkenése miatt.

A lakossági befizetések 53,7 milliárddal felülmúlták a módosított előirányzatot. A kedvező teljesülés legfőbb oka a személyi jövedelemadónak az előirányzathoz képest 2,5 százalékkal (39,1 milliárd forint) magasabb teljesülése. A felülteljesülés több magyarázó változó eredőjeként alakult ki: a foglalkoztatási és bérdinamika a vártnál kedvezőbben alakult, pozitív hatást kifejtve, másrészt az alacsony kamatszint negatívan hatott a bevételekre.

Kedvezően teljesültek az állami vagyonnal kapcsolatos befizetések, a tervezettnél 65 milliárd forint többlettel zárt a tételsor. A magasabb összegű befizetések nagy része a terven felüli részvényértékesítésekből (Főgáz-részesedés az MFB részére) és a frekvenciahasználati jogok értékesítéséből származott. Ezeken túl kisebb tételnövelő ereje volt a megnövekedett osztalékbecsüléseknek és a kibocsátási egységek értékesítéséből származó bevételeknek is.

---

<sup>2</sup> Az adózás így a méltányosság feltételét elégíti ki, hiszen a fogyasztó döntése (mit fogyaszt) alapján alakul ki az adóalap.

## Kiadások

A 2014. évi központi alrendszer kiadási főösszege a módosított előirányzatnál 1239,7 milliárd forinttal alacsonyabban teljesült, aminek közel 95,1 százaléka a központi költségvetéshez kapcsolódik. A kiadási oldal vizsgálata során a módosított előirányzattól vett szignifikáns eltérésekre térünk ki, rávilágítva a teljesülésük mögötti ok-okozati tényezőkre.

Az állam mindenkori feladata állampolgárai jólétének biztosítása, amit különböző eszközökkel igyekszik elérni. Pénzbeli juttatásokkal támogatja a családalapítást és a lakásépítést, amit a lakásépítési támogatások és a Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap kiadástételeinél követhetünk nyomon. A lakásépítési támogatások kiadásai a módosított előirányzattól 13,9 milliárd forinttal lefelé tértek el. A teljesülés főként a tételsorral kapcsolatban álló támogatási rendszer átalakulásával magyarázható. Az átalakulás során 2009. július 1-jével megszűnt több lakásszerzésre és -korszerűsítésre igényelhető kedvezmény és támogatás is, ezért a korábban megítélt összegek hatása az időben előrehaladva egyre csekélyebb. A gyermekes családokat támogató Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap családi támogatások sor alatt további 23,3 milliárd forintos alulteljesülést látunk, amit a zárszámadásítörvény-javaslat a Népesedéspolitikai Akcióterv következtében várt születésszám-emelkedés elmaradásával magyaráz.

A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok európai uniós támogatásainál a módosított előirányzat 79,0 százaléka teljesült (424,7 milliárddal kevesebb). A befolyt támogatások a 2007–2013-as programozási időszakra jóváhagyott operatív programokból származnak, 2014-ben a 2014–2020-as új költségvetési ciklusra tervezett operatív programok támogatásaiból nem folyt be bevétel a központi költségvetésbe. A negatív hatást ellentételezte a kiadási oldal csökkenése, az uniós programok kiadásainál a módosított előirányzathoz (2767,8 milliárd forint) képest alacsonyabban, 2224,0 milliárd forintra teljesült, amit a kisebb bevételekből szükségszerűen következő kisebb önrész okozott.

2014-ben a bevételi főösszeg túlteljesüléséhez 242,8 milliárd forinttal járultak hozzá a felülteljesülő kamatbevételek. A megemelkedett összegből a forintkamat-bevételek 241,1, a devizakamat-bevételek 1,7 milliárd forinttal részesedtek. A kedvező befizetésnövekedés egyrészt az előzetesen kibocsátani tervezett államkötvény -mennyiség megemelésének, másrészt a 2014. év közben végbemenő hozamcsökkenésből fakadó árfolyamnyereségnek köszönhető. Az adósságszolgálattal kapcsolatos kamatkidadások 180,9 milliárd forinttal meghaladták az előirányzatot. A kiadások túllépését a finanszírozási és a kamatkidási szerkezet átalakulása, a korábban említett kedvező hozamszint-alakulás és a devizaárfolyam kedvezőtlen irányú alakulása magyarázza. Összességében, nettó módon szemlélve a pénzforgalmi kamatkidadások a tervezettnél 62,0 milliárd forinttal alacsonyabban teljesültek.

## Az állami feladatellátás funkcionális bemutatása

A kormányzati kiadások funkcionális csoportosítás szerinti mérése nemzetközi szabvány szerint történik, segítve a kormányzatok kiadásainak összehasonlítását. Vizsgálatunk következő része a költségvetés kiadásait funkcionális megosztásban, konszolidált módon, a GDP arányában vizsgálja.

2. táblázat: A 2014. évi központi költségvetés konszolidált kiadásai funkcionális bontásban (a GDP arányában, százalék)

	2013, tény	2014, módosított előirányzat	2014, tény
<b>Állami működési funkciók</b>	9,0	8,8	9,5
<b>Jóléti funkciók</b>	30,9	30,8	28,7
Oktatás	5,4	5,3	5,4
Egészségügy	4,6	4,3	4,4
Társadalombiztosítás, jóléti szolg.	17,6	17,7	15,7
<b>Gazdasági funkciók</b>	9,4	9,2	9,6
Államadósság-kezelés	4,6	4,3	4,5
Egyéb	0,2	0,7	0,1
<b>Összesen*</b>	<b>54,1</b>	<b>53,8</b>	<b>52,4</b>

\* A fenti tételek csak kiemelések, összegük ezért nem adja ki az összes sort. Forrás: T/5954. törvényjavaslat

Az állam működési funkciókra 2014-ben a GDP 9,5 százalékát költötte, ami 0,5 százalékpontos emelkedést jelent 2013-hoz képest. A funkciócsoporton belül az általános közösségi szolgáltatások aránya, ezen belül elsősorban a pénzügyi és költségvetési tevékenységekre és szolgáltatásokra fordított összegek növekedtek. Az emelkedés mögött az állam vagyonszárlásai (Főgáz, Antenna Hungária, MKB) és az önkormányzatok vagyongazdálkodásával kapcsolatos többletek állnak.

Az állampolgárokat közvetlenül is érintő, az egyenlőtlenséget mérséklő jóléti funkciókra 28,7 százalékot fordítottak, ami csökkenés mind a 2013-as, mind a 2014-es módosított előirányzathoz viszonyítva. Az alfunkciókat áttekintve az oktatásra és az egészségügyre az egy évvel korábbihoz képest megközelítőleg azonos mértékben költöttek, azonban a társadalombiztosítási és jóléti szolgáltatások közel 2 százalékponttal alacsonyabban teljesültek. A jóléti szolgáltatásokra fordított GDP-arányos kiadások mérséklődése a nyugellátásokra, az egyéb társadalombiztosítási ellátásokra és a munkanélküli-ellátásokra fordított összegek csökkenésének együttes eredménye.

A GDP-arányos összkidadások csökkenését a gazdasági funkció alatti, közlekedési és távközlési tevékenységek és szolgáltatások soron megjelenő kiadásnövekedés ellensúlyozta. A közúti, vasúti közlekedés és a távközlés viszonylagos stagnálása mellett az egyéb közlekedés és szállítás soron jelentkezik az emelkedés, a 2013. évi 1,3-ről 2014-ben 1,9 százalékra emelkedett.

## Júniusban módosították az idei költségvetést

2015 júniusában az Országgyűlés elfogadta az idei évi költségvetésről szóló törvény első módosítását. A módosítás eredményeképp az államháztartás központi alrendszerének bevételi főösszege 16 359,7 (+46,9 Mrd), a kiadási főösszeg 17 252,1 (+61,9 Mrd), a tervezett hiány 892,4 (+15,0 Mrd) milliárd forintra módosult.

- A törvénymódosítás egyik legfontosabb momentuma a BKV Zrt. 52,3 milliárd forint értékű adósságának állami átvállalása. A társaság működése kiemelt stratégiai szereppel bír, tekintettel a fővárosi közösségi közlekedésben betöltött szerepére. A vállalat által nyújtott szolgáltatás stabilitása kiemelkedően fontos, ez indokolja az adósságkonszolidációt. A társaság adósságainak átvállalása nem új keletű, hanem egy 2012-ben, mögöttes állami kezességvállalással felvett hitel fennmaradása. Az átvállalás aktualitását az adja, hogy a társaság korábbi hitele az idei évben jár le, ezért a módosítással ezt a viszonyt hosszabbítják meg.
- A módosítás megteremti a szükséges forrást az Erste Bank Hungary Zrt. kisebbségi tulajdoni részesedésének állami tulajdonba kerüléséhez, számszerűen 15,0 milliárd forintot. Az állam az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bankkal közösen 15 százalékos kisebbségi tulajdont szerez az Erste Bank hazai leányvállalataiban, ezen keresztül támogatva a bank aktív hitelezési tevékenységét, ami a gazdasági növekedést segíti elő.
- Az 1846/2014. (XII. 30.) Korm. határozatban az új közszolgálati életpálya bevezetéséről döntöttek. Ennek keretében 2015. július 1-jétől bevezetik a rendvédelmi illetményalapot, míg – a honvédek jogállásáról szóló 2012. évi CCV. törvény módosítása által – a honvédelmi illetményalap megemelkedik, mindkettő mértékét a költségvetési törvény 38 650 forintban határozta meg.
- Az Országgyűlés döntött az Iszlám Állam elleni nemzetközi koalícióhoz való csatlakozáshoz, ami a Magyar Honvédség gazdálkodási kereteinek megemelését indokolja. A törvény forrásokat különít el országunk Kurdisztánban betöltött katonai szerepvállalásához.
- A törvény megteremti a kellő forrást a 2015. szeptember 1-jétől kibővülő, térítésmentes bölcsődei és óvodai gyermekétkeztetéshez.
- A helyi önkormányzatok adósságkonszolidációjakor a Kormány egyben arról is döntött, hogy az adósságot fel nem halmozó önkormányzatok hatékony gazdálkodását is honorálja, elismerve eredményességüket. A szándék egy négyéves program keretében ölt formát, így az érintett önkormányzatok kiemelt fejlesztési célú támogatási forrásokból részesülhetnek. Ennek fedezetét az önkormányzati fejezeti tartalék



6 milliárd forintnyi összege és további 3,7 milliárd forint többletforrás teszi ki, így az előirányzat összesen 9,7 milliárd forint lett.

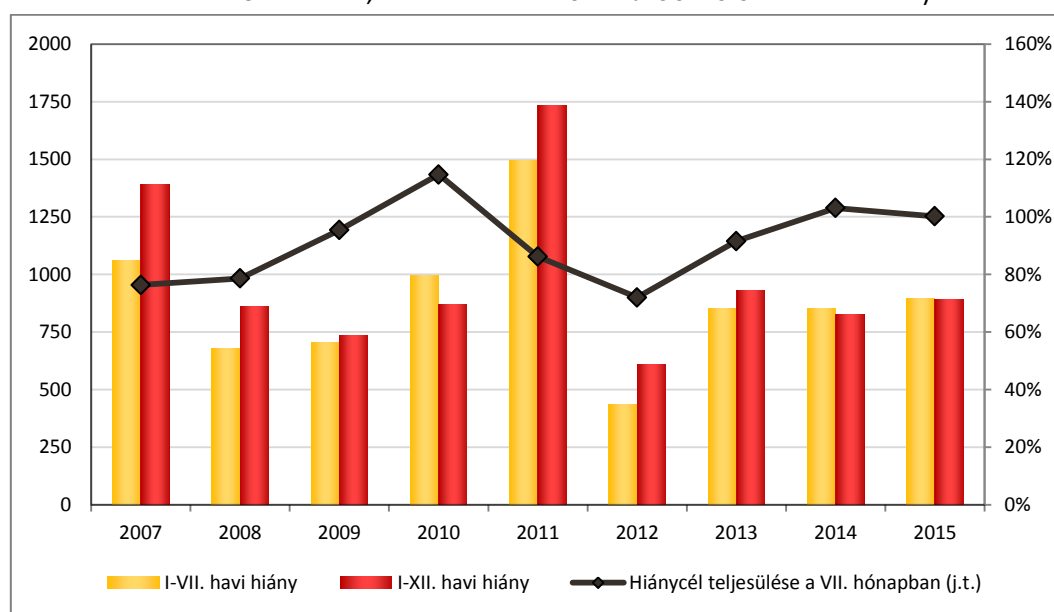
- Az Integrált Közlekedésfejlesztési Program kiemelt jelentőségű Magyarország vidékfejlesztési politikájában. A korábban megfogalmazott kormányzati cél, miszerint 2018-ig minden megyei jogú város bekapcsolódhasson az országos gyorsforgalmi úthálózatba és ezzel egy időben az országhatárral való összeköttetés is megvalósuljon, további forrásokat igényel, ennek 11 milliárd forintos fedezetét is a bemutatott törvénymódosítás biztosítja.
- A törvény tartalmazza a Szövetkezeti Hitelintézetek Integrációs Alapja részére teljesített, 4,7 milliárd forintos befizetés költségvetési elszámolását, valamint ezen összeg felhasználási céljainak meghatározását, amely a Szövetkezeti Hitelintézetek Integrációs Szervezet részére történő átadást jelenti.

A legutoljára említett tételen túl egy további változtatás történt a bevételi oldalon, ez pedig a kamatbevételek 42,2 milliárd forintos megemelése volt.

## Tartható az idei évre kitűzött hiánycél

2015 első hét hónapjában az államháztartás központi alrendszerének hiánya 894,1 milliárd forintot, az éves módosított előirányzat 100,2 százalékát tette ki. Az időarányos teljesülés vizsgálata nem feltétlenül irányadó, tekintve, hogy a kiadások és a bevételek év közbeni megoszlása egyenetlen. A központi alrendszeren belül a központi költségvetés 953,7 milliárd forint hiánnyal, míg a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 36,7, az elkülönített állami pénzalapok pedig 22,9 milliárd forint többlettel zártak.

18. ÁBRA: AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS ELSŐ HÉT HAVI EGYENLEGÉNEK ALAKULÁSA (MILLIÁRD FORINTBAN, ILLETVE AZ ÉVES TELJESÜLÉS SZÁZALÉKÁBAN)



Megjegyzés: pénzforgalmi elszámolás. A 2015-ös éves hiány a módosított törvényi előirányzat.

Forrás: NGM, MÁK

A következőkben megvizsgáljuk a költségvetés egyes tételeit külön-külön abból a szempontból, hogy az adott tétel hogyan alakult az előirányzathoz, illetve az elmúlt évek megegyező időszakához képest, és ebből következtetéseket vonunk le arra vonatkozóan, hogy hol várható érdemi felülteljesülés, illetve elmaradás. Mindezek alapján becslést adunk a 2015. évi – uniós módszertan szerinti – költségvetési deficitre vonatkozóan. Az előrejelzés elkészítéséhez az államháztartás első hét hónapjának részletes adatait használjuk fel.<sup>3</sup>

## Bevételek

A központi alrendszer bevételi oldalán a növekvő bériáramlás és a gazdasági növekedés adóbefizetésekre gyakorolt markáns hatása figyelhető meg. A pozitív folyamat: a központi költségvetés első hét havi halmozott adóbevétele 260,3 milliárd forinttal haladta meg a

<sup>3</sup> A részletes augusztusi adatokat csak szeptember második felében publikálják.

tavalyi évi azonos időszakit. A tavalyiról az idei évre az adóbevételek a gazdálkodószervek befizetései 14,5, a fogyasztáshoz kapcsolt adók 4,5, a lakosságtól származó befizetések 4,5 százalékkal nőttek.

A gazdálkodószervek befizetéseit főként a társaságiadó-befizetések megnövekedett volumene (29,2 százalék) alakította. A bázisévhez képest emelkedtek a befizetések a kisadózók tételes adója mérlegsoron, az eltérés oka az adónemet választó adóalanyok számának 28 ezer fős emelkedése. Paralel folyamatként csökkent az egyszerűsített vállalkozói adó és a kisvállalati adó során befolyt összeg, amit az adózók számának csökkenése indokolt, ez egybeesik a kormányzat kisadózói adónemekre vonatkozó szándékával. Kedvezően alakultak az egyéb központosított bevételek is, a tavalyi év azonos időszakhoz képest közel 38 milliárd forinttal növekedtek a befizetések. Ugyan a mérleg sor adóalapja szerteágazó, de a növekedés első számú oka a 2015 januárjától jelentkező időalapú útdíj.

*Előrejelzésünk szerint a gazdálkodói szervezetek befizetései az előirányzathoz képest 32 milliárd forinttal alulteljesülhetnek. A társasági adóból származó bevételek tartósan a tervezett felett teljesülnek, ami miatt 33 milliárd forintos felülteljesülésre számítunk. Ugyanakkor a növekedési adóhitel kedvezmény keretében az idei év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőség 19 milliárd forint kiesést okozhat az idei költségvetésben. A kisadózó adónemeknél az év eleji tendencia folytatását várjuk, ezért a tervezettnél összesen 8 milliárd forinttal alacsonyabb teljesüléssel kalkuláltunk. A kőolaj árának tartósan alacsony szinten maradása miatt a bányajáradék soron 15 milliárd forint deficitet becslünk. Ezekon felül még az élelmiszerlánc-felügyeleti díj és a dohánytermékekre kivetett egészségügyi hozzájárulás uniós befagyasztása miatt 23 milliárd forint bevételkiesésre számítunk.*

A fogyasztási befizetések jelentős növekedése mögött az általános forgalmi adó 6,8 százalékos és a jövedéki adó 6,2 százalékos bevételnövekedése áll, továbbá emelkedett a lakosság által befizetett személyi jövedelemadó (5,5 százalék) is. A gazdasági növekedés a vállalatok nyereségességének növekedését serkenti, ami mellett a megnövekedett bértömeg-kiáramlás hatására a lakosság megemelte fogyasztásra fordított kiadásait. Megemlítjük még a regisztrációs adó (13,2 százalék), a biztosítási adó (3,7 százalék), az illetékbecfizetések (12,6 százalék) és a gépjárműadó (4,4 százalék) sorain a nagyobb bevételbeáramlást, amely a gazdasági szereplők gépjárművásárlásainak emelkedését támasztja alá. Ezt magyarázhatja a megnövekedett kereseteken túl a Brent kőolaj árának tartósan alacsony szintje, amihez másrészt a január–július közötti időszakban a bányajáradék után befolyt összeg drasztikus csökkenése is hozzákapcsolódik.

*Az év első hét hónapjára jellemző kedvező gazdasági folyamatok fennmaradását várjuk, aminek eredményeképp becsléseink a kormányzati célt meghaladóak a fogyasztáshoz kapcsolt adók és a lakossági befizetések tekintetében. Az általános forgalmi adó során 50, a jövedéki adó során 60 milliárd forint felülteljesüléssel, továbbá a kedvező foglalkoztatási és*

*bérkiáramlási adatok miatt a személyi jövedelemadó 18 milliárd forintos többletével kalkulálunk az év végi teljesüléskor.*

## **Kiadások**

A központi alrendszer július végi halmozott kiadásai 137,2 milliárd forinttal teljesültek alacsonyabban, mint az elmúlt év azonos időszakában. A csökkenés mögött ellentétes irányú változások együttes hatása húzódik meg.

Az egyedi és normatív támogatások soron történt kifizetések emelkedtek meg a bázisidőszakokhoz képest. Ez a helyközi személyszállítási szolgáltatások korábbi költségtérítéseinek elszámolásához és az Eximbank Zrt. kamatkiegyenlítéséhez kapcsolódó magasabb mértékű kifizetésekre vezethető vissza.

Csökkentek a lakásépítési támogatásra fordított kiadások, ezt a devizahitel-adósok tartozásállományának forintosítása és az árfolyamgát rendszerének folyamatos kivezetése okozta. A folyamatot megfordíthatja a Családi Otthontermelési Kedvezményben igényelhető támogatások beindulása.

A két év összehasonlítását befolyásolja, hogy a helyi önkormányzatok adóssághkonszolidációjára 2014 májusában került sor, amikor 68,6 milliárd forint törlesztési célú támogatást utaltak át, egyszeri rendhagyó tételként torzítva az összevetést.

A központi alrendszer szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadásait és bevételeit nettó módon szemlélve vizsgáljuk meg. A mérleg soron jelentkező bevétel 2015 első hét hónapjában 396,9 milliárd forint volt, szemben a tavalyi év azonos időszakában befolyt 673,8 milliárd forinttal. Az elmaradás oka, hogy a várt bevételeket az Európai Unió még nem folyósította. A kiadási oldalon szintén nagymértékű – 170,2 milliárd forintos – többletkiadás jelentkezett a bázisidőszak azonos időszakához viszonyítva. A jelentős eltérés oka, hogy a 2007–2013-as programozási időszak operatív programjai esetében 2015 végéig be kell fejezni a még folyó projekteket, ami miatt az erre az időszakra szóló források lehívásának utolsó lehetséges időpontja az idei év. A forrásfelhasználás gyorsított üteme miatt megnövekedett a támogatáshoz kapcsolódó önrész mértéke is, megemelve a kapcsolódó kiadásokat. A fejezeti kezelésű előirányzatok uniós egyenlege az ellentétes irányú erők eredőjeként a tavalyi év azonos időszakához képest 447,1 milliárd forintos hiányt produkált.

*A legnagyobb kiadási tételnek számító költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai várakozásaink szerint akár 70 milliárd forinttal az előirányzat felett alakulhatnak. Az idén még tovább növekvő európai uniós támogatások miatt a hazai költségvetési társfinanszírozási rész egyidejű megemelkedését várjuk. A Nemzeti Stratégiai Referenciakeret 2015. évre vonatkozó kifizetési tervéről szóló 1118/2015. (III. 6.) kormányhatározat szerint a 2007–2013-as tervezési ciklus operatív programjai kapcsán 2015-ben kifizetendő támogatások értéke mintegy 390 milliárd forinttal meghaladja a*

*költségvetésben szereplő összeget, az ehhez kapcsolódó additív költségvetési társfinanszírozási rész pedig eléri a 100 milliárd forintot. Ezt némiképp ellensúlyozza, hogy véleményünk szerint az új hétéves ciklus pályázataihoz kapcsolódó kifizetések jelentősen elmaradhatnak a költségvetésben tervezett mintegy 280 milliárd forinttól, e téren az egyenleget csaknem 40 milliárd forinttal javító hatással számolunk. 2017-ig további mintegy 21 milliárd forintos többlet lehet a költségvetés számára a magyar szerepvállalás az Iszlám Állam elleni nemzetközi katonai fellépésben, az idei évre ebből 10 milliárd forint többletkiadással kalkulálunk.*

A kamatbevételek az év első hét hónapjában 169,0 milliárd forintos szintet értek el, a kamatkiadások pedig 744,1 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkiadás összességében 4,9 milliárd forinttal lett kevesebb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva.

*A nettó kamatkiadások érdemben elmaradhatnak az előirányzattól. Az 1,35 százalékos irányadó kamatlábnak köszönhetően az adósságszolgálattal kapcsolatos nettó kamatkiadások mintegy 65 milliárd forinttal elmaradhatnak az előirányzattól.*

### **Társadalombiztosítási alapok**

A társadalombiztosítási alapok július végi 36,7 milliárd forintos halmozott szufficitje a Nyugdíjbiztosítási Alap 29,9 milliárd forintos és az Egészségbiztosítási Alap 6,8 milliárd forintos többletéből áll. Az idei évi többlet közel 100 milliárd forinttal marad el az egy évvel korábbi időszakban regisztrálttól, ami a csökkenő bevétel és a növekvő kiadás kombinációjaként állt elő. Az alapok együttes bevétele 38,6 milliárd forinttal elmaradt a 2014. évitől, ami a szociális hozzájárulási adóból és járulékokból befolyt bevételek megnövekedése miatt az előző év azonos időszakához képest lecsökkent központi költségvetési támogatás következménye. Az alapok kiadásai a bázisévhez viszonyítva 59,0 milliárd forinttal megnövekedtek, ami a 2015. január 1-jétől érvényes magasabb nyugdíjösszeggel magyarázható. Ezen túl megnövekedtek még a gyógyszerár-támogatásra, gyermekgondozási díjra és a táppénzre fordított összegek is.

### **Elkülönített állami pénzalapok**

Az alapok összes bevételei 16,9, kiadásai 39,5 milliárd forinttal magasabban alakultak az előző évihez képest, így egyenlegük 22,6 milliárd forinttal alulmúlta a megelőző évet. Az egyenleg mindkét oldali eltérése a Nemzeti Foglalkoztatási Alaphoz köthető – magasabbak lettek az alapot megillető egészségbiztosítási és munkaerő-piaci járulékok, valamint a Start munkaprogram kiadásai is. Az előző év azonos időszakához képest magasabbak a Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Alap kiadásai is.

*Az elkülönített pénzügyi alapok, a társadalombiztosítás alapjai, valamint az önkormányzatok gazdálkodása terén egyelőre nem azonosítottunk további konkrét, számszerűsíthető többletkiadási tételt. Mindazonáltal a korábbi negyedéves kiadványunkban említett, az*

egészségügyi szektor szerkezetátalakításából fakadó kiadási hatások továbbra is kilátásban vannak, amik a 2015. évi költségvetést negatívan érinthetik.

## Egyenleg és államadósság

Legutóbbi negyedéves prognózisunkat fenntartva, elemzéseink szerint a pénzforgalmi és az eredményszemléletű hiány közötti kapcsolatot megteremtő ESA-híd a költségvetési tervezéskori értékénél akár 20 milliárd forinttal is alacsonyabb lehet. Mindent egybevetve a költségvetési törvényben előírányzott 2,4 százalékos GDP-arányos deficitel szemben kismértékű eltéréssel számolunk, prognózisunk valamivel kedvezőbb, 2,2 százalékos hiányt tartalmaz.

3. táblázat: A 2015-ös költségvetést övező kockázatok (eltérés az egyenlegtől)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	-32	-0,10%
Fogyasztási adók	110	0,33%
Lakossági befizetések	18	0,05%
<b>Bevételi oldali kockázatok</b>	<b>96</b>	<b>0,29%</b>
Költségvetési szervek és fej. kez. előirányzatok	70	0,21%
Nettó kamatkiadások	-65	-0,19%
<b>Kiadási oldali kockázatok</b>	<b>5</b>	<b>0,01%</b>
ESA-híd	-20	-0,06%
<b>Összesen</b>	<b>71</b>	<b>0,21%</b>

Forrás: Századvég-számítás

A költségvetési törvény alapján a központi költségvetés 2015. december 31-ére tervezett adóssága (310,1 Ft/euró, 255,2 Ft/svájci frank és 230,1 Ft/amerikai dollár árfolyam mellett) 25 100,4 milliárd forint. Az Államadósság Kezelő Központ Zrt. adatai alapján a központi költségvetés adóssága a 2015 júliusában 24 996,7 milliárd forintot tett ki, ami a 2014. év végi adósságállományhoz képest 4,76 százalékos növekedést jelent, megközelítve az év végére kítűzött teljes állomány nagyságot. A legfrissebb júniusi adat szerint 2015 első hat hónapjában a bruttó GDP-arányos államadósság 79,6 százalékot tett ki. A központi költségvetés adósságának megemelkedése mögött a következő tényezők állnak:

- a forint árfolyamának a 2014. év végi értékhez képest bekövetkezett kismértékű gyengülése miatt az adósság devizában fennálló részének forintban nyilvántartott értéke emelkedett;
- a Budapest Bank megvásárlása adósságnövelő tételként lépett fel;
- a még meg nem érkezett európai uniós források előfinanszírozását állampapír-kibocsátással fedezték.

A 2015. évi államadósság esetében továbbra is a változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos állomány csökkenése az elsődleges kritérium. A 2014. év végi árfolyamon számolt

bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re vonatkozó előrejelzésünkre és fenntartva várakozásainkat az év végi KESZ-állomány növekedésére – akár 1,8 százalékponttal, a GDP 75,1 százalékára csökkenhet. Ez a költségvetési törvényben szereplő 0,9 százalékpontos adósságcsökkentési ütemnél nagyobb javulást jelentene.

## A hiánycélt veszélyeztető kockázatok

### 1. Európai uniós források

Ahogy azt a központi alrendszer elemzésekor már bemutattuk, a 2014-es évhez képest idén a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós támogatásai mérleg sor nettó 447,1 milliárd forinttal rosszabb egyenleget produkált. A hiány a felfutó lehívások után fizetendő megnövekedett önrészből és a még meg nem érkezett támogatások előfinanszírozásából fakad. A Kormány a jelenséget átmeneti jellegűnek tekinti, ami a megítélt források éven belüli eltérő folyósítása miatt alakult ki. A közösségi elszámolási szabályok értelmében a jelenleg nélkülözött összeg egyedül a pénzforgalmi hiányt emeli a tervezett szint fölé, azonban a hiánycél kalkulációjához bevételeként számolják el. A 2015-re kitűzött bruttó GDP-arányos államháztartási hiány ezért továbbra is 2,4 százalék marad, az eddig be nem folyt források egyedül az államadósság szintjére gyakorolhatnak (ideiglenes) hatást.

### 2. Alacsony tartalék

A költségvetés tervezésekor az előre nem látott kiadásokra tartalékot kell képezni, amely rugalmasságot és ellenálló képességet biztosít a váratlan eseményekkel szemben. A Magyarország 2015. évi központi költségvetéséről szóló törvény hatályos állapota szerint az idei évi költségvetés 100 milliárd forint általános és 30 milliárd forint további tartalékot tartalmaz (Országvédelmi Alap) ilyen hatások kivédésére. Az Országvédelmi Alapot még nem költötték el, azonban az általános tartalékból összesen 8,8 milliárd forint maradt. Ezért az idei költségvetés számára kockázatot jelenthet bármely előre nem látható sokk, ami nagyobb kiadásra kényszeríti a kormányzatot.

### 3. Felfüggesztett adóbevételek

Júliusban az Európai Bizottság új vizsgálatot indított az élelmiszerlánc-felügyeleti díj és a dohánytermékekre kivetett egészségügyi hozzájárulás (eho) ügyében. A bizottság indoklása szerint az adómértékek progresszív jellege szelektív előnyt biztosíthat az alacsony árbevételű vállalkozásoknak a versenytársakkal szemben, megsértve az uniós jogszabályokat. A vizsgálat ideje alatt az adótételek behajtását felfüggesztették. A két adónem esetében ez számításaink szerint idén 23 milliárd, jövőre 38 milliárd forint bevételekiesést jelenthet.

#### 4. Vagyonértékesítés

Az állami vagyon értékesítésével kapcsolatos bevételek kilétét egészen augusztusig homály fedte, védve a Kormány mint a csereügyletben érdekelt fél érdekeit a cserelehetőségeket rontó információk elterjedésétől. A hét hónapig tartó diszkréciónak véget vetve nyilvánosságra hozták, hogy a várt 169,0 milliárd forintos tételt az állami földek árusításától várják. A kormánydöntés értelmében – előreláthatólag – 300–380 ezer hektár állami földet értékesítenek, amely szántóterületeket, gyümölcsösöket és legelőket is érint.

#### 5. Menekültügy

Az ideiglenes műszaki határzár építése és a hazánkba érkezett migránsok elhelyezése megközelítőleg 29 milliárd forinttal terhelte mindeddig az általános kormányzati tartalékot. Az Európai Bizottság augusztusi közleménye szerint az elmúlt hetekben 23, többéves nemzeti programot hagyott jóvá az intézmény, e programok teljes finanszírozására a 2014–2020 közötti időszakra összesen 2,4 milliárd euró forrást ítétek meg. A megítélt támogatásokat két keret öleli fel, amelyből az egyik a Menekültügyi, Migrációs és Integrációs Alap (AMIF), ami a tagállamok közös migrációs és menekültügyi politikájának kialakításához, a folyamatok hatékony menedzseléséhez biztosít forrást. A másik a Belső Biztonsági Alap (ISF), ami a magas szintű biztonságot és a bűnmegelőzést szem előtt tartva igyekszik megbízható kereteket kialakítani a jogszerű utazáshoz. Magyarország az ISF két alprogramján keresztül juthat forráshoz, összesen 61,5 millió euró összegben. A közel 19 milliárd forintos összeg még nem éri el az eddig Magyarország részéről a menekültügy keretében mozgósított összeget, ezért a Kormány további 8 millió euró (2,5 Mrd Ft) gyorssegélyre nyújtotta be igényét, amit a bevándorlók befogadásához szükséges kapacitásbővítés indokol. A többletkiadás idén még nem jelent számszerűsíthető kockázatot, mivel a jelenlegi 29 milliárd forint megtérítését az Európai Uniótól várhatjuk, a későbbiekben azonban felmerülhet olyan kiadás, amit Magyarországnak önállóan kell finanszíroznia.

#### 6. További kockázatok

Egyéb kockázatok és többletkiadások jelentkezhetnek a kórházi intézményrendszer és a Klebelsberg Intézményfenntartó Központ kapcsán. A kórházi intézményrendszer adósságrendezése ugyan megtörtént, azonban a strukturális átalakításokra még nem került sor, így a korábbi rendezetlen mechanizmusok ismét adósságfelhalmozással fenyegetnek. Az augusztusi Kormányinfo<sup>4</sup> során a KLIK számára folyósítandó 10 milliárd forintos többlettámogatásról hangzott el ígéret, az intézmény zavartalan működésének fenntartásáért. A kiigazítás ugyan még nem lépett életbe, azonban hosszú távon ennél az intézményrendszerrel is jelentkezhet igény az átstrukturálásra.

---

<sup>4</sup> Március 26-ától a kormányüléseket követő csütörtökönként rendszeresen tartanak sajtótájékoztatót, ahol a Kormány döntéseiről tájékoztatják a közvéleményt.



## Elfogadták a 2016. évi költségvetést

Az idei évben rendhagyó módon már májusban benyújtották a következő évi költségvetésről szóló törvényjavaslatot, amit az Országgyűlés júniusban elfogadott. A Magyarország 2016. évi központi költségvetéséről szóló 2015. évi C. törvény az államháztartás központi alrendszerének bevételi főösszegét 15 800,4, kiadási főösszegét 16 562,0, hiányát 761,6 milliárd forintban határozta meg. Az államháztartás 2016. december 31-ére tervezett adósságaként (303,7 forint/euró, 289,4 forint/svájci frank és 276,3 forint/amerikai dollár árfolyam mellett) 25 898,5 milliárd forintot, az államadósság-mutató mértékeként 73,3 százalékot határozott meg.

A benyújtott törvényjavaslat és az elfogadott törvény között jellemzően kisebb horderejű eltéréseket találunk. Az átvezetett főbb változtatás az Országvédelmi Alap 100-ról 70 milliárd forintra való lecsökkentése, amely az idei 30 milliárd forintos tartaléknál még mindig nagyobb. Az egyenleget javító változtatásként az egyéb értékesítési és hasznosítási bevételek mérleg soron 17,9 milliárd forintos növekedést és a vegyes kiadásoknál 19,0 milliárd forintos csökkenést láthatunk. Az egyenleget rontó intézkedések között szerepel a hitelintézetektől várt bevétel csökkenése, ami a pénzügyi szervezetek különadója soron 10 milliárd forintos csökkenésként jelenik meg, továbbá a beruházási célú kiadások 30 és az egyéb vegyes célú kiadások 32,4 milliárd forinttal megnövelt nagysága.

Az elfogadott változtatásokon túl változott intézetünk makrogazdasági folyamatokra vonatkozó előrejelzése is. A gazdasági növekedés mérséklődése mögötti okok (mezőgazdasági teljesítmény visszaesése, nettó export csökkenése) az államháztartás mérlegére is hatással vannak, ezeket a kockázatokat számszerűsítjük a következőkben.

### Kockázatok

A kockázatok első csoportját azok a tényezők alkotják, amiket már a törvényjavaslatban foglaltak alapján is számszerűsítettünk. A másik csoportba tartoznak azok a kockázatok, amik már az idei évben is jelentkeznek, és áthúzódnak a következő évre is. Ide tartozik többek között az Európai Unió és Magyarország között húzóódó, két adónem beszedésével kapcsolatos ellentét, az egészségügyi intézményrendszer és a KLIK halogatott strukturális átalakításaiból következő adósságtermelés is. Ilyen a menekültügyi helyzet, amit idén az Európai Unió forrásaiból finanszírozunk, azonban a jövő évben további következmények is felléphetnek. A menekülthelyzet kiéleződése ronthatja a turizmus teljesítményét, ami miatt csökken az export és a hozzá kapcsolódó költségvetési bevételek is.

A bevételi oldalon a gazdálkodószervezetek befizetéseire vonatkozó előrejelzésünkben az előirányzatnál kisebb összeg szerepel, az idei költségvetés vonatkozásában már említett növekedési adóhitel kedvezmény és az Európai Unió vizsgálat alá vont két adónemének

(várható) kiesése miatt. Az idei év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőség a következő évben 10, a két adónem pedig további 38 milliárd forintnyi kiesést okozhat, ami az egyenleg alakulását végül negatív tartományba tolja el.

A fogyasztási adókat az idei év bevételei fényében alultervezettnek találtuk, a tervezettnél 55 milliárd forinttal több bevételre számítunk. Korábbi becslésünk az olajár lassú emelkedésével számolt, ennek bekövetkezése azonban időben kitolódni látszik. Becslésünk szerint a legnagyobb befizetési tétel, az áfa során 18 milliárd forintnyi többlet folyhat be.

A lakossági befizetéseket kismértékben felültervezettnek találtuk, vagyis negatív kockázatot azonosítottunk. Ugyan az idei évben – az áfához hasonlóan – ezen befizetések dinamikusan növekednek, de meglátásaink szerint önmagában ez a trendszerű növekedés nem képes fedezni a következő évben életbe lépő kedvezményeket. Összességében tehát továbbra is úgy látjuk, hogy az erősödő munkaerőpiac és a növekvő bérek együttese nem képes teljes mértékben fedezni az adókiengedést, ami így negatív irányban módosítja az egyenleget.

A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásain az idei évhez képest jövőre a Kormány lefelé korrigált. A változás irányát megfelelőnek tartottuk, azonban a 2007–2013-as európai uniós költségvetési időszak lefutásából arra következtethetünk, hogy a jelenlegi időszakban a forráslehívások ismét az utolsó évekre koncentrálnak. Erre utal az is, hogy a 2014-ben indult új tervezési időszakhoz kötődő projektek érdemi beindulása csak 2016 második felében várható. Ebből következően az előirányzatnál alacsonyabb forrásbevonásra számítunk, amihez alacsonyabb önrészbefizetési kötelezettség adódik, így összesen az előirányzatnál 57 milliárd forinttal kevesebbre számítunk ezen a soron.

Az elmúlt negyedévvél megegyezően a nettó kamatkidadásokra vonatkozó becslésünk és a kormányzati előirányzat között 50 milliárd forintos eltérést várunk. Az eltérés oka vélhetően az általunk alacsonyabb szinten várt kamatpálya és hozamkörnyezet pozitív hatása.

A társadalombiztosítási alapok kiadását kicsivel feljebb korrigáltuk, összesen 26 milliárd forintot kitevő mértékben. Ebből közel 20 milliárd forintot magyaráz az a kiadási többlet, ami prognózisunk szerint a nyugdíjkifizetéseknél jelentkezik. Ennek oka intézetünk és a költségvetésitörvény-tervezetben megfogalmazott makropálya közötti különbség, különösen az inflációra vonatkozó előrejelzés, melyet intézetünk magasabb szinten vár, mint a kormányzat.

Összegzésképpen elmondhatjuk, hogy az előirányzathoz képest előrejelzésünk 12 milliárd forinttal kevesebb bevételt, míg 56 milliárd forinttal kevesebb kiadást tartalmaz, melyek eredője 44 milliárd forintot kitevő pozitív eltérést gyakorol a kitűzött pénzforgalmi hiánycélra.

## Egyenleg és államadósság

Figyelembe véve a bruttó hazai termék alakulására vonatkozó várakozásunkat, ez a GDP 0,13 százalékára rúgó pozitív kockázatot jelent a 2016. évi költségvetés tervezetében. Mivel előrejelzésünk átveszi a kormányzat ESA-hídra, valamint az önkormányzatokat érintő kiadásokra vonatkozó előirányzatait, ezért várakozásunk szerint a jövő évi GDP-arányos ESA-hiány a kormányzati tervszám alatt, 1,9 százalék körül alakulhat.

4. táblázat: A 2016-os költségvetést övező kockázatok (eltérés az egyenlegtől)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
<b>Gazdálkodói befizetések</b>	-57	-0,16%
<b>Fogyasztási adók</b>	55	0,16%
<b>Lakossági befizetések</b>	-10	-0,03%
<b>Járadékok</b>	0	0,00%
<b>Bevételi oldali kockázatok</b>	<b>-12</b>	<b>-0,03%</b>
<b>Lakásépítési támogatások</b>	25	0,07%
<b>Költségvetési szervek és fej. kez. előirányzatok nettó kiadásai</b>	-57	-0,16%
<b>Nettó kamatkiadások</b>	-50	-0,14%
<b>Tb-alapok</b>	26	0,07%
<b>Kiadási oldali kockázatok</b>	<b>-56</b>	<b>-0,16%</b>
<b>ESA-híd</b>	0	0,00%
<b>Összesen</b>	<b>44</b>	<b>0,13%</b>

Forrás: Századvég-számítás

A 2016. évi költségvetési törvény – a gazdasági stabilitásról szóló törvénynek eleget téve – az államháztartás 2016. december 31-ére tervezett adósságát (303,7 forint/euró, 289,4 forint/svájci frank és 276,3 forint/amerikai dollár árfolyam mellett) 25 898,5 milliárd forintban, az államadósság-mutató mértékét 73,3 százalékban határozta meg.

Intézetünk szerint a 2015. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re vonatkozó előrejelzésünkre és fenntartva várakozásainkat az év végi KESZ-állomány növekedésére – a GDP 73,1 százalékára csökkenhet, teljesítve a költségvetési törvényben foglaltakat.