

Gazdaságpolitikai monitor

2015. december

© 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. december 11-én zárult le.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	1
A nemzetközi piacok a monetáris politikára figyelnek	3
Szűkül az EU és az USA növekedési üteme közötti különbség.....	3
A piaci hangulat túlfűtötté vált az EKB elrontott kommunikációja miatt	4
Továbbra is csökkenő pályán a költségvetési hiányok az EU-ban.....	8
Az USA csődveszélye 2017 márciusáig elhárult	14
Romlottak a magyar gazdaság rövid távú kilátásai.....	16
Hazánk befektetői megítélése összességében javult	19
Adósságfinanszírozás.....	19
A Növekedési Hitelprogram aktuális helyzete	23
Az idei évi költségvetést érintő fontosabb események.....	26
Kedvezően alakul a 2015. évi hiány	27
Bevételek.....	28
Kiadások	29
Társadalombiztosítási alapok	30
Elkülönített állami pénzalapok.....	31
Egyenleg és államadósság	31
A 2016. évi költségvetést érintő kockázatok	33
Kockázatok.....	33
Egyenleg és államadósság	34

Vezetői összefoglaló

A harmadik negyedévben tovább gyorsult az Európai Unió gazdasági növekedése, miközben az USA gazdaságának bővülési üteme már második negyedéve csökken. A nyomott infláció következtében az EKB kiterjesztette mennyiségi lazítási programját, bár a piac által valószínűsítettnél alacsonyabb mértékben. A globális pénzpiacot a monetáris politikát övező várakozások befolyásolták leginkább: a dollár drasztikusan erősödött az elmúlt hónapokban, miközben a fejlett tőzsdeindexek jelentősen emelkedtek. Az Európai Bizottság az idei évi fiskális prognózisain nem változtatott érdemben, míg a jövő évben a korábbinál kedvezőtlenebb hiányt vár, összhangban a konjunktúra várható alakulásával. Jelenleg kilenc ország áll EDP alatt, ám jövőre Szlovénia és Írország is kikerülhet az eljárás alól. Az elmúlt évek fiskális szigorának köszönhetően jövőre már csak négy ország nem felel meg a maastrichti hiánymutatónak. A bizottsági várakozások szerint a tavalyi évben tetőzhetett az adósságráta az EU-ban és az euróövezetben egyaránt, és az idei évtől egy fokozatos, de lassú adósságcsökkenésre számítanak. Ebben a kamatkiadások csökkenése és a gazdasági környezet mérsékelt javulása játszik meghatározó szerepet.

A magyar gazdaság teljesítménye 2015 III. negyedévében tovább lassult, és 2,4 százalékot tett ki. A növekedés szerkezete kiegyensúlyozott volt: a nettó export 1,3, míg a belső felhasználás 1,2 százalékponttal járult hozzá az éves GDP-növekedés üteméhez. A külkereskedelmi aktívum javulását a magyar termékek és szolgáltatások iránt megnőtt kereslet vezérli. A belföldi felhasználást a lakossági mellett a közösségi fogyasztás is érdemben segítette, miközben a beruházások ismét jelentősen visszaestek. A termelési oldalon vegyes a kép: a szolgáltató szektor vált egyértelműen a gazdaság motorjává, miközben az építőipar és a mezőgazdaság zsugorodott, az ipar növekedése pedig lassult. A globális növekedést övező kockázatok felerősödése a magyar konjunktúrát is negatívan érinti, többek között ennek hatására romlottak a gazdaság rövid távú kilátásai. Az idei és a jövő évre várt 2,9 és 2,3 százalékos növekedést a belső és külső tényezők egyaránt segíthetik, de a hangsúly az exportról a fogyasztásra helyeződik át. A munkaerőpiac helyzete tovább javul: idén 6,8, 2016-ban 6,1 százalék lehet a munkanélküliségi ráta. A teljes előrejelzési horizonton alacsonyabb inflációt várunk, mint ősszel, melynek oka a tartósan alacsony olajár. Az infláció jövőre is még csak 2 százalék közelébe emelkedhet, így az árstabilitás fenntartása mellett a jegybanknak lehetősége nyílna a gazdasági növekedés további ösztönzésére.

Magyarország befektetői megítélése a külső hatások miatt alapvetően javult az elmúlt negyedévben: csökkent a CDS, a forint erősödött az euróval és a svájci frankkal, míg drasztikusan gyengült a dollárral szemben. Mindeközben a hozamgörbe alakja szinte nem változott. 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 állampapírpiazi keresletet a hosszabb hozamok irányába terelni a 3, az 5 és a 10 éves kamatcsere- (IRS) ügyletekkel. A jegybanki devizatartalék 32,1 milliárd euró körüli értékre csökkent.

Novemberben ismét módosult az idei évi költségvetésről szóló törvény. A törvénymódosítás legfontosabb momentuma a rendkívüli kormányzati tartalék 60 milliárd forinttal történt megemlése. A módosított költségvetési törvény keretei között megvizsgáltuk, az idei bevételek és kiadások alapján hogyan teljesített eddig a költségvetés. 2015 novemberéig az államháztartás központi alrendszerének hiánya 970,7 milliárd forintot tett ki, ami az éves módosított előirányzat 108,7 százaléka. A központi alrendszeren belül a központi költségvetés 1038,5 milliárd forint hiánnyal, míg a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 45,8, az elkülönített állami pénzalapok pedig 22,0 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 tartható, számításaink szerint az államháztartás GDP-arányos ESA-hiánya 2,25 százalékon teljesül majd. Az államadósságcél teljesülése esetében kockázatot azonosítottunk, a teljesülés érdekében beavatkozásra van szükség.

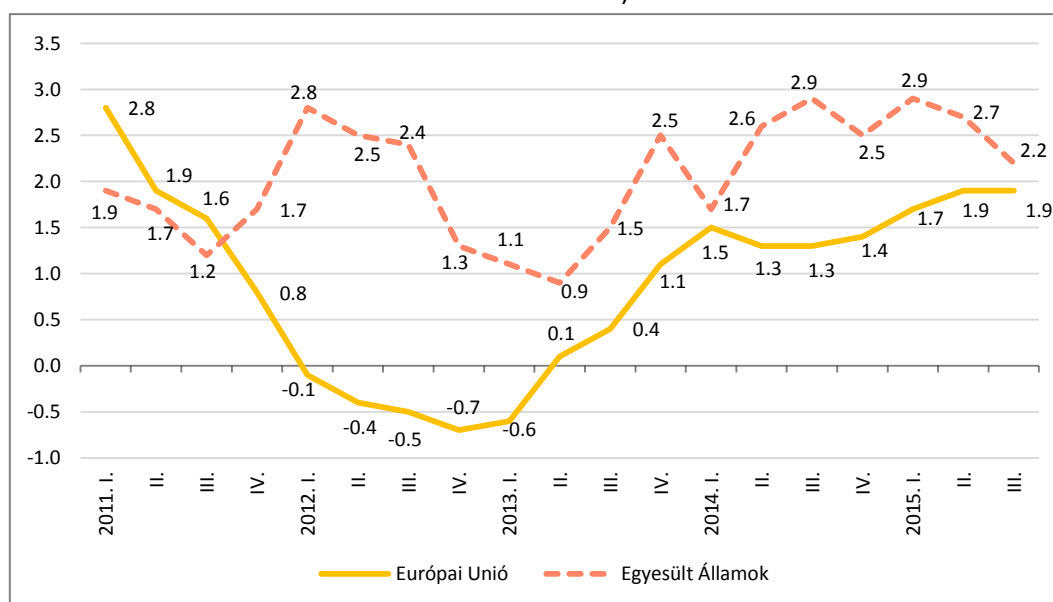
A június végén elfogadott, a 2016. évi központi költségvetésről szóló 2015. évi C. törvény legutóbbi előrejelzésünk óta nem módosult. A törvény legfontosabb sarokszámokként az államháztartás központi alrendszerének hiányát a GDP arányában 2,0, az államadósságmutató mértékét GDP-arányosan 73,3 százalékban határozta meg. A törvénytervezet megalapozottságát a gazdaság jelenlegi helyzete, az idei költségvetési teljesülés és a jövőre bevezetni kívánt intézkedések fényében vizsgáltuk. A dinamikus gazdasági növekedés és a kedvező munkaerőpiaci folyamatok eredményeképp a jelenlegi költségvetés befizetései kedvezően alakulnak. Mindezért 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 százalék körül alakulhat. A GDP-arányos államadósság-ráta követelménye is teljesíthető abban az esetben, ha idén tartani tudjuk az államadósságra vonatkozó szabályokat.

A nemzetközi piacok a monetáris politikára figyelnek

Szűkül az EU és az USA növekedési üteme közötti különbség

A másodikhoz hasonlóan a harmadik negyedévben is 1,9 százalékkal nőtt az Európai Unió gazdasága (1. ábra). Az öreg kontinens gazdasági bővülését továbbra is a fogyasztás vezérli, ami 1,2 százalékpontot magyaráz a növekedési ütemből. Az előző negyedévvel szemben a beruházások növekedést támogató szerepe ismét bővült, a kormányzati költsékekkel együtt egyaránt 0,4-0,4 százalékponttal emelték a GDP növekedésének ütemét. Ezzel szemben a nettó export negatívan hatott a gazdasági növekedésre: a külkereskedelem –0,1 százalékpontos hatása mögött főként a fejlődő országok csökkenő importkereslete állhat.

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



Forrás: Eurostat

Tagállami szintre lebontva erős harmadik negyedévet zártak a kelet-közép-európai tagállamok. Máltát követően a második legmagasabb bővülési ütem a gazdasági teljesítményét 4,5 százalékkal bővítő Csehországot jellemezte, ám a szlovák, román és lengyel kibocsátás is 3,5 százalékot meghaladó ütemben bővült 2014 és 2015 harmadik negyedéve között. Hazánk legfőbb kereskedelmi partnere, Németország növekedési üteme 1,7 százalékra emelkedett, miközben az eurózóna nagyobb tagállamainak többsége fokozni tudta gazdasági bővülését. Jelentősen egyedül a görög gazdaságban csökkent a gazdasági teljesítmény, ahol az éves alapon mért 1,1 százalékos visszaesés mögött az államadósság körüli tárgyalás hatására a görög bankrendszerben kialakult likviditási problémák állhattak.

Az Egyesült Államok gazdasága 2014 és 2015 harmadik negyedéve között 2,2 százalékos bővülést produkált, így már második negyedéve csökken az amerikai gazdaság éves növekedési üteme. A csökkenő gazdasági bővülésben jelentős szerepet játszott a beruházások növekedési ütemének két negyedév alatt 7,6 százalékról 3,8 százalékra csökkenése, amit a nem lakásjellegű beruházási tevékenység iránti mérséklődő kereslet és a csökkenő készletre történő termelés indukált. Főként a tartós javak iránti folyamatos keresletnövekedés következtében a lakossági fogyasztás az USA-ban továbbra is robusztus, 3 százalékot kissé meghaladó ütemben bővül, a harmadik negyedéves növekedési ráta 3,2 százalékot tett ki. A kormányzati fogyasztás 0,7 százalékkal nőtt egy év alatt: az állami költséket továbbra is a helyi szintű kiadások bővülése vezérli, a szövetségi szintű kormányzati költségek a csökkenő védelmi kiadások következtében ismét zsugorodtak. Az előző negyedévekhez hasonlóan az amerikai külkereskedelmet továbbra is az egyre nagyobb ütemben bővülő import határozza meg, a behozatal növekedési üteme negyedik negyedéve haladta meg a kivitelét. Ezt egyrészt az USA főbb felvevőpiacainak (Kína, Kanada, Japán) csökkenő importigénye, másrészt a dollár 2014 közepe óta tartó jelentős, főbb kereskedelmi partnereinek valutájához mért 18 százalékos felértékelődése indukálja, amit a Fed kamatemelési ciklusa várhatóan tovább fokoz.

Az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzése szerint idén a világgazdaság 3,1 százalékkal bővülhet. A korábbi évektől elmaradó növekedési ütem főként a fejlődő országok, azon belül is Kína csökkenő növekedési rátájának következménye. Az Európai Unió gazdasága idén 1,9 százalékos ütemben bővülhet, a javuló munkaerőpiaci helyzet ellenére a növekedési ütem a következő két évben mindössze évi 0,1 százalékponttal emelkedhet. A bizottság várakozása szerint az előző két negyedév gyengébb növekedése ellenére az USA GDP bővülési üteme az előrejelzési horizont egészében az uniós fölött maradhat: az ideai gazdasági növekedés várhatóan 2,6, míg a 2016-os 2,8 százalékot tehet ki.

A piaci hangulat túlfűtötté vált az EKB elrontott kommunikációja miatt

Bár legutóbbi, december 3-ai ülésén az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa változatlanul hagyta irányadó rátáját, 10 bázispontos vágással, -0,3 százalékra csökkentette betéti kamatlábát, mellyel a bankrendszer likvid forrásainak hitel- és állampapírpiacon áramlását kívánja ösztönözni. A kormányzótanács hat hónappal kitolta mennyiségi lazítási programjának végpontját, így az EKB már 2017 márciusáig tartja fenn havi 60 milliárd eurós felvásárlási keretét. Az utóbbi hónapok jegybanki nyilatkozatai miatt a program bővítésének üteme elmaradt a várakozásoktól, ami a havi felvásárlási keret 10 milliárd euróval való bővítését valószínűsítette. Jól szemlélteti a túlfűtött, a mennyiségi lazítás jelentős kiszélesítését váró piaci hangulatot, hogy a hét hónapos csúcsig erősödő dollár pár óra alatt 1,053-ról 1,096-es árfolyamig gyengült az euróhoz képest. A várt bejelentés elmaradása jelentős hitelességi veszteséget okozott az Európai Központi Banknak, mely eddig híres volt

előremutató monetáris politikájáról – maga Draghi is elismerte, hogy a piaci hangulat túlfűtöttségének kialakulásához jelentősen hozzájárultak a kormányzótanács megnyilvánulásai is.

Az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed kamatdöntő szerve, a Nyílt Piaci Bizottság (FOMC) októberi ülésén sem változtatott 0–0,25 százalékos irányadó rátáján, viszont kilátásba helyezte az amerikai kamatkondíciók decemberi szigorítását. Az ülésről megjelent jegyzőkönyv kiemeli, hogy a harmadik negyedéves maginflációs és foglalkoztatási folyamatok esetleges folytatódása teret engedhet a kamatemelésnek. A novemberben 5 százalékon álló amerikai munkanélküliségi ráta, valamint az utóbbi egy évben 1,5 és 2 százalék között mozgó maginflációs mutató alapján egyre valószínűbb forgatókönyvvé válik a kamatemelési ciklus decemberi kezdete, ám a jelentős globális növekedési kockázatok és az erős dollár továbbra is kérdéssé teszi a monetáris kondíciók szigorításának szükségességét.

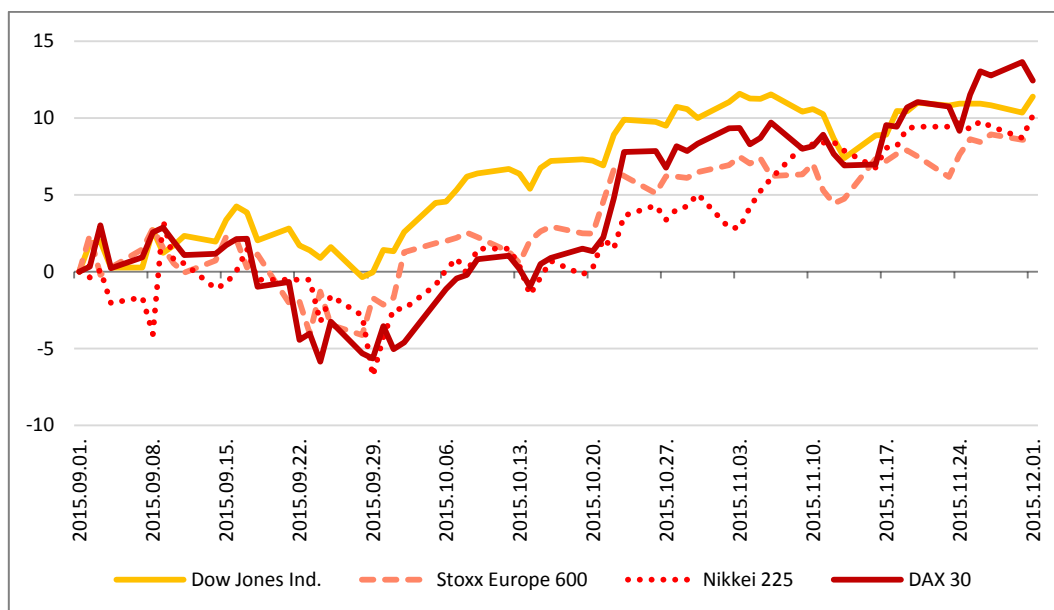
Az elmúlt időszakban a nemzetközi pénz- és tőkepiacon két nagyon fontos esemény zajlott le. Az egyik a Volkswagen emissziós botránya, amely éreztette hatását a VW egyedi árfolyamában, de a német tőzsdére és a nemzetközi tőzsdékre csak mérsékelt és rövid gyengítő hatást fejtett ki. A másik a dollár árfolyamának nagyon jelentős erősödése volt az euróval szemben, amelyet a Fed és az EKB (elmaradt) intézkedései generáltak. A Fed ugyanis őszi ülésein nem emelt kamatot, az EKB pedig folyamatosan a következőkben bejelentendő intézkedések kommunikálásával éreztette a monetáris lazítás folytatódását. A kettő eredőjeként a várt dollár-kamatemelés közeledése és az EKB monetáris lazításának folytatódása a dollár erősödését váltotta ki a devizapiacon. A következőkben elsősorban a fenti két eseménysorozat befolyásoló szerepének jelentőségét elemezzük a tőzsdén, az állampapírpiacokon és a devizapiacon.

A VW-botrány hatásait vizsgálva érdemes megnézni a német és néhány egyéb nagy tőzsde teljesítményét a kirobbanástól (2015. szeptember 21.) eltelt időszakban, továbbá a német és néhány ország 10 éves állampapírpiaci hozamait és az állampapírok csődkockázatát mérő CDS-felárakat. Ezeket az indikátorokat felhasználva ugyanis megállapíthatjuk, hogy mennyiben tekinthető a VW emissziós botránya egyedi vállalatot érintő, illetve adott részvényt piacot elérő vagy az állampapírok hozamaiban és az egyes országok CDS-feláraiban is megmutatózó eseménynek.

A részvényt piacot elemezve az látszik, hogy a német tőzsdeindex (DAX 30) szeptember elejéhez képest a botrány hatására 6 százalékos esést, ugyanakkor október közepére már visszatért a kiinduló értékére, sőt napjainkban az esés előtti értékéhez képest már 13 százalékos pluszban jár. A VW botránya tehát csak átmenetileg gyakorolt hatást a német tőzsde alakulására. A VW részvényei ugyanakkor jelentősen estek: közel 40 százalékos mélyrepülést mutatott az árfolyam, amely bár október közepére valamelyest korrigált, azóta

újából folyamatos lecsúszás tapasztalható. A kompozit tőzsdeindexek visszaesésének mértéke így jelentősen alatta maradt a kínai tőzsdépánik okozta nemzetközi tőkepiaci ingadozásnak.

2. ÁBRA: VEZETŐ TŐZSDEINDEXEK ÉRTÉKÉNEK ALAKULÁSA 2015. SEPT. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)



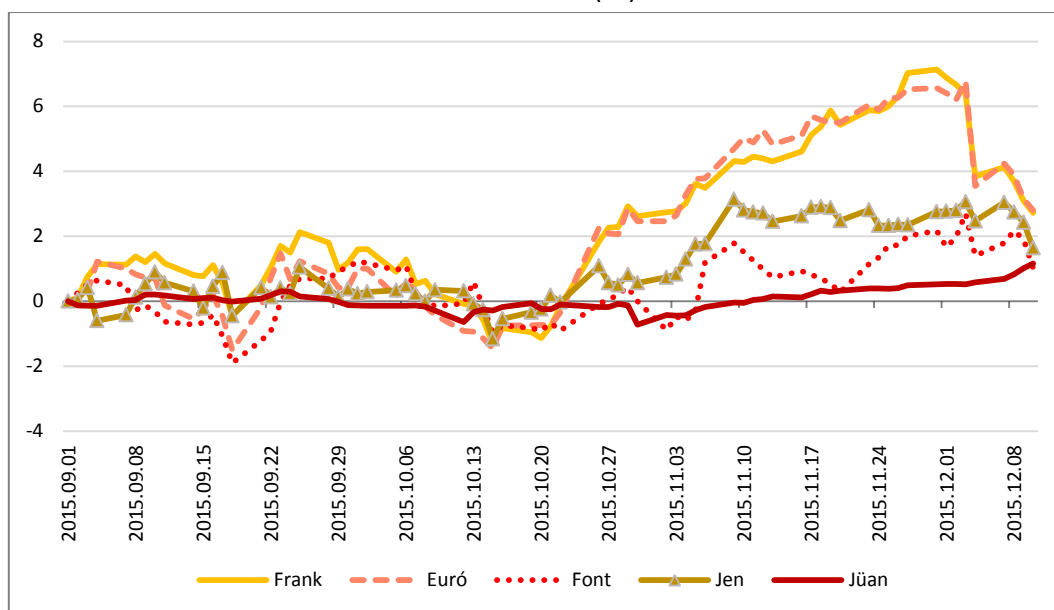
Forrás: Thomson Reuters

Az látszik, hogy szeptember utolsó hetének mélypontjai után a fejlett tőzsdék emelkedésnek indultak, és jelentős, 10–20 százalékos pluszt tudhatnak magukénak. Az év egészét tekintve az amerikai nem emelkedett, de a többi vizsgált index jelentős, 5–15 százalékos pluszban van.

A november elején napvilágot látott nagyon kedvező amerikai munkaerőpiaci adat megismerése után jelentősen erősödtek a tőzsdék, hiszen a kamatemelési várakozások felerősödtek. A dollár erősödése és az euró gyengülése jó hatással lehet az európai exportpiaci vállalatokra, így az európai indexek is emelkedéssel reagáltak az adat megjelenésére.

A devizapiaci eseményeket vizsgálva egy nagyon erős dollárpozíció épült fel, bízva abban, hogy a dollár esetében kamatemelés következik a Fed részéről december 16-án annak következtében, hogy a Fed korábbi ülésein, szeptember 16–17-én és október 27–28-án sem változtatott irányadó kamatán. Mindeközben az EKB-től szárnyra kaptak olyan piaci hírek, amelyek a QE határidejének fél évvel történő meghosszabbítását, a mennyiség növelését (akár 80 milliárd eurós összegig) és a jegybanki betéti kamatok csökkentését tartalmazták. Az EKB azonban december 3-i ülésén a havi 60 milliárd eurós mennyiségen nem változtatott, csak a mennyiségi lazítás idejét toltá ki 2017. március végéig. A piac ezt kevésnek érezte, és a devizapiacon az euró erősödni kezdett a dollárral szemben.

3. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA 2015. SZEPT. 1-JÉHEZ KÉPEST (%)

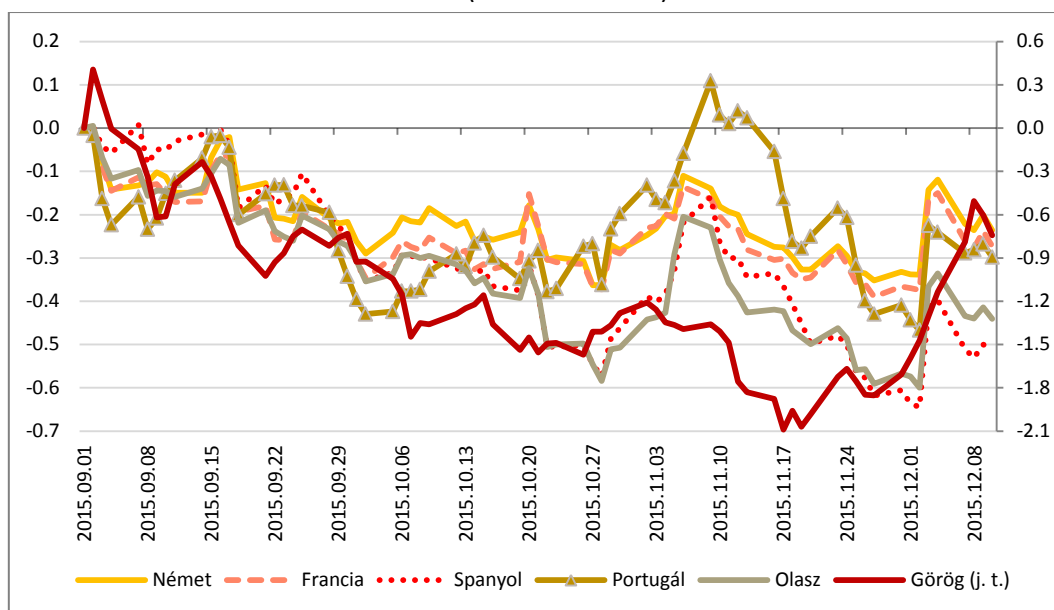


Forrás: Thomson Reuters

Az 5 éves CDS-felár, amely az államcsőd kockázatát mérő mutató, szeptember során mindösszesen 1,5 bázispontot emelkedett, és 14,1 bázisponton tetőzött Németországban. Ezt követően azonban december elejére 2 bázispontot csökkent. Németországban nyilvánvalóan az autóiipari vállalatok csőd-kockázatának növekedése éreztette hatását az államcsőd kockázatában, de ennek mértéke rendkívül kicsi volt. A német kockázati felár az év eleje óta csökkenő trendet követ, amelyet talán legnagyobb mértékben a görögországi hitelmegállapodás eseményei befolyásoltak. Pénzpiaci szempontból a VW-válság tehát egy izolált jelenség maradt, a piacok nem kezdték el büntetni érdemben sem Németországot, sem pedig a német autóiiparhoz szorosan kapcsolódó kiszolgált országokat. Általánosságban a szeptember eleji és a december eleji közötti időszakban az állampapírhozamok alakulásának megfelelően a CDS-felárak is mérséklődtek. Görögországban volt a legjelentősebb a folyamat: a magas bázisról 35 százalékkal, 883 bázispontra csökkent a mutató. Spanyolországban 91-ről 75 bázispontra, míg Franciaországban 30-ról 25 bázispontra mérséklődött a mutató értéke.

A 10 éves állampapírok piacán a vizsgált országok mindegyikében estek a hozamok. A további monetáris lazítási várakozásokkal indokolhatóan szeptember elejéhez viszonyítva jelentősen estek a német (34 bázispont), a francia (37 bp), a spanyol (64 bp), a portugál (44 bp), az olasz (57 bp) és legnagyobb mértékben a görög (159 bp) 10 éves állampapírok hozamai.

4. ÁBRA: A 10 ÉVES ÁLLAMPAPÍROK HOZAMVÁLTOZÁSA 2015. SZEPT. 1.-JÉHEZ KÉPEST
(SZÁZALÉKPONT)



Forrás: Thomson Reuters

Az IMF 2015. november 30-án döntött arról, hogy 2016. október 1-jétől kezdődően bekerül az SDR kosarába a kínai jüan. A súlya 10,92 százalék lesz, ezzel a dollár és az euró mögött a harmadik legnagyobb súlyú deviza lesz, amivel így nagyobb szerepet kap, mint az angol font és a japán jen. A döntéstől azt várjuk, hogy a kínai fizetőeszköznek megnő a szerepe számos ország jegybanki devizatartalékában, azaz a jüan tartalékvaluta szerepe nő, és a nemzetközi kötvénypiacokon is előtérbe kerül a szerepe.

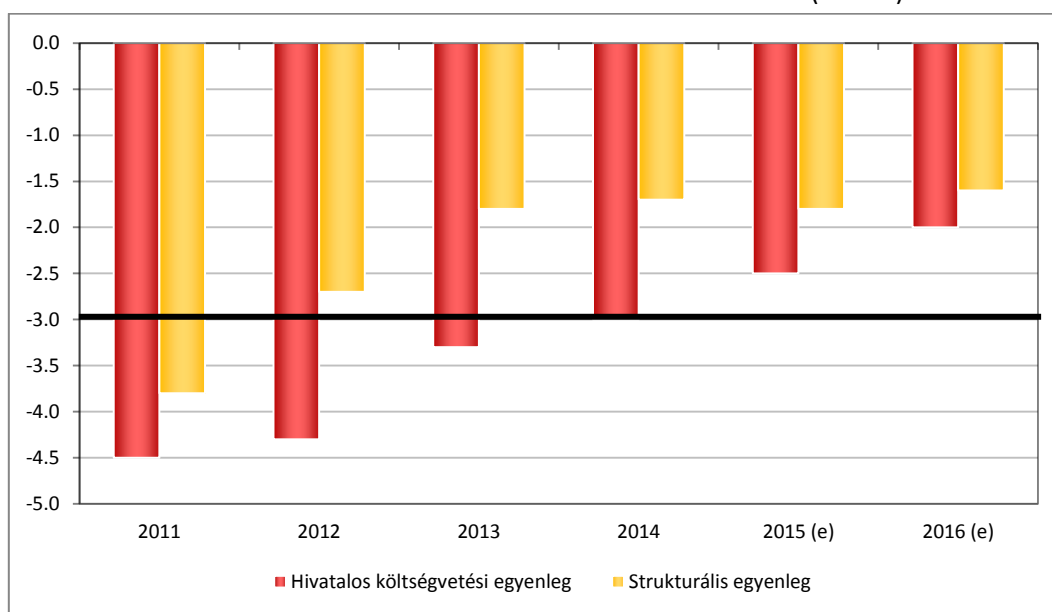
Továbbra is csökkenő pályán a költségvetési hiányok az EU-ban

A nemzetközi intézetek legfrissebb, vagyis őszi európai költségvetési előrejelzéseiket a tavaszihoz képest közelítették egymáshoz, és összességében az idei fiskális hiányra vonatkozó várakozásaikat javították az idei, míg enyhén rontották a jövő évre vonatkozóan. Az előrejelzésekben alkalmazott változtatások az elmúlt fél év tényadataira reflektálnak. Az idei évi javulást a korábban vártnál némileg élénkebb euróövezeti növekedés indokolhatja. Az egyre sokasodó negatív gazdasági kockázatok ugyanakkor a jövő évi hiányszámra vonatkozó borúsabb megítélést indukálhatták. Az eurózónán kívüli fejlődő régiókban várt lassabb gazdasági növekedés a fejlett régiók konjunktúrájára is kihathat, miközben a tartósan alacsonyan ragadó infláció is nyomás alatt tartja az országok költségvetési egyenlegének javulását az öreg kontinensen. A Nemzetközi Valutaalap októberben 0,3 százalékponttal, 2 százalékra javította az eurózóna 2015-re vonatkozó fiskálisihiány-előrejelzését, miközben változatlanul hagyta a 2016. évi 1,7 százalékos prognózisát. Az OECD legfrissebb számításai szerint pedig 1,9 és 1,7 százalékos deficit várható az előrejelzési

horizonton az euróövezetben, a korábban jóslt 2,1 és 1,4 százalékos hiánymutatókkal szemben.

A fenti intézetekkel ellentétben az Európai Bizottság legutóbbi, ősszel megjelent kiadványában változatlanul hagyta a 2015-re vonatkozó euróövezeti hiánymutató várható alakulását, így 2 százalékos deficittel számol továbbra is. Ami a 2016. évi hivatalos deficitet illeti, a bizottság – 0,1 százalékponttal rontva korábbi előrejelzésén – 1,8 százalékos hiányt vár az euróövezet egészében. Ez egyben azt is jelenti, hogy mind az OECD, mind pedig az IMF fiskális prognózisa jelentősen közelített a bizottsági várakozásokhoz, így azok jelenleg nagyjából azonos képet vetítenek előre. Az Európai Bizottság a teljes Európai Unióra is elkészíti fiskális előrejelzését, amely szerint a régió GDP-arányos hivatalos költségvetési hiánya idén 2,5, míg jövőre 2 százalékra mérséklődik. Az előrejelzés megegyezik a májusban közölttel. A bizottság várakozása szerint tehát az EU 28 egészében 2015-ben és 2016-ban is egyaránt 0,5 százalékponttal javulhatnak a hivatalos hiánymutatók.

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



Forrás: Európai Bizottság, *European Economic Forecast Autumn 2015*

A fenti ábrából az is kiderül, hogy 2013 után a költségvetési hiánymutató javulása jellemzően a gazdaság élénkülésének vagy egyedi intézkedéseknek a következménye, ugyanis az ezektől megtisztított strukturális hiánymutató 2013 és 2016 között érdemben alig változik. Mindez azt is jelenti, hogy az idei és a jövő évben közel semleges lesz a fiskális politika irányvonala, miközben 2013-ig bezárólag jelentős szigor volt érvényben ezen a téren.

Az egyes országokra vonatkozó bizottsági előrejelzéseket vizsgálva a 2015. évi számokat illetően Görögország és Dánia költségvetési egyenlegén hajtották végre a legnagyobb módosítást a tavaszi prognózishoz képest. A májusban közölt 2,1 százalékos hiány után

ősszel 4,6 százalékra rontották az előrejelzést a bizottsági szakértők. Ennek legfőbb oka, hogy az elmúlt fél év folyamán a görögök körüli bizonytalanság (a hitelezőkkel történt elhúzódo tárgyalások) és ezzel párhuzamosan a pénzügyi kondíciók jelentős romlása ismét mély recesszióba taszította az országot. A másik fontos tényező a hivatalos hiánymutató rosszabb prognózisa mögött, hogy a hitelezőkkel történő megállapodás során az elvárt fiskális konszolidáció ütemén a korábbiakhoz képest lazítottak.

Dánia esetében az új bizottsági előrejelzés 3,3 százalékos hivatalos hiánymutatót számszerűsít, szemben a tavaszi 1,5 százalékot kitevő prognózissal. Ez az előző évi 1,5 százalékos (egyedi intézkedéseken alapuló) szufficithez képest drasztikus romlást jelent. A fő ok a fiskális pozíció romlása mögött ezen egyedi intézkedések (a nyugdíjrendszer strukturális átalakítása)¹ bevételi oldalra gyakorolt elmúló hatása, amely a bizottság szerint önmagában a GDP 2,5 százalékára rúgó hiányromlást jelent. Mindemellett a költségvetés bevételeit jelentősen rontja a nyersanyag-kitermelésből (olaj és gáz) származó bevételek csökkenése is. További tényező még, hogy a dán elektronikus adóbeszedési rendszer hibája miatt komoly adóhátralékok keletkeztek, melyeket a kormány leír. Ez éves szinten nagyjából a GDP 0,25 százalékára rúgó tétel a 2013 és 2015 közötti időszakban.

A jelentősebb euró-zóna-országok közül Hollandia költségvetési előrejelzését rontotta legnagyobb mértékben a bizottság: az idei évben 2,1 százalékos deficit várható. Ennek ellenére is javul az egyenlegmutató a hollandoknál, így jelentős probléma nem mutatkozik. A romló egyenlegmutató itt is elsősorban a nyersanyag-kitermelés csökkentéséből (annak bevételi oldalra gyakorolt hatásából) fakad.

Jelenleg kilenc ország tartozik túlzottdeficit-eljárás (EDP) alá, de az Európai Bizottság az uniós költségvetési szabályok súlyos megszegésére az euró-zóna egyik tagállamában sem számít jövőre. A jelenleg is EDP alatt álló Franciaország és Spanyolország ugyanakkor figyelmeztetésben részesült, mivel kérdéses, hogy időben teljesíteni tudja-e a Stabilitási és Növekedési Paktum elvárásait. Ezzel szemben Szlovénia és Írország esetében a bizottság úgy találta, hogy 2016-ban kikerülhetnek az EDP alól. Görögország és Ciprus fiskális politikáját a korábban megítélt pénzügyi mentőcsomagért cserébe felügyeli a bizottság, így róluk nem esett szó az értékelésben. Portugália a kormányátalakítási nehézségek miatt nem adott be értékelhető 2016. évi költségvetési tervezetet, de csekély esélyét látjuk, hogy itt jövőre megszűnjön az EDP.

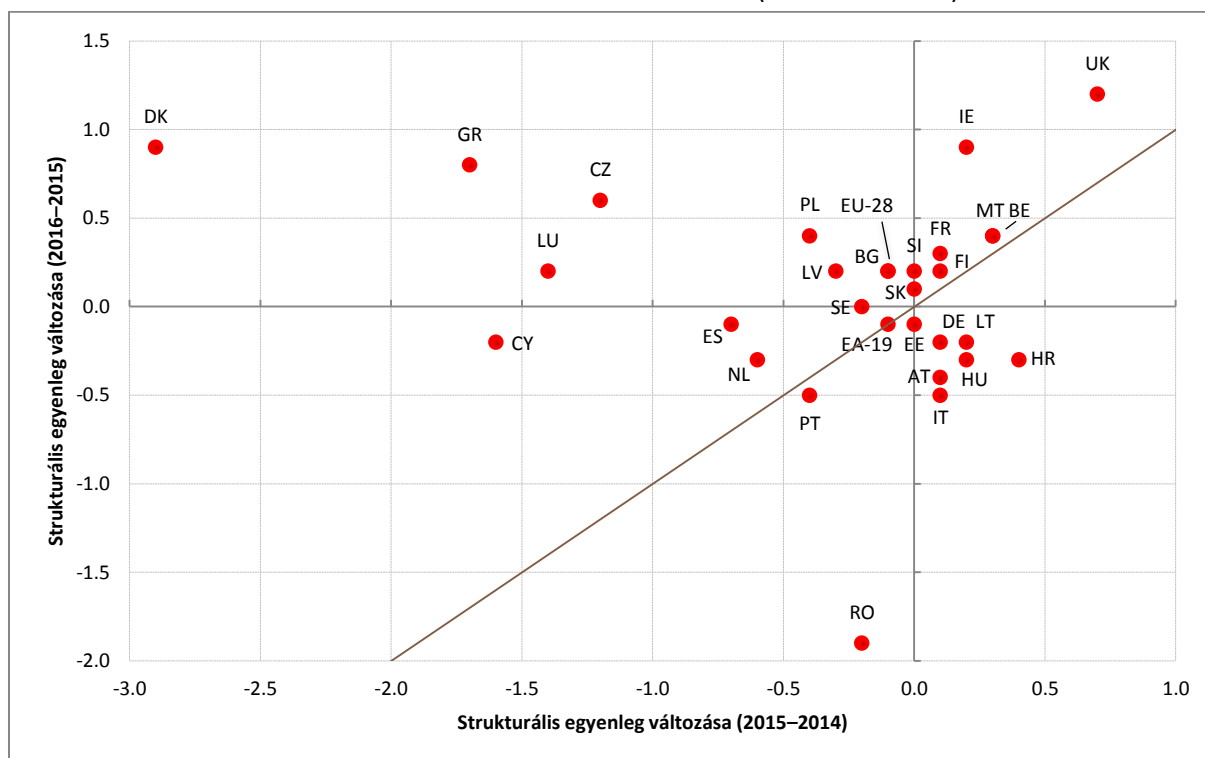
Az Európai Unió jövő évi költségvetési folyamatait illetően az előző évvel megegyező ütemben folytatódhat a kiigazítási sorozat, így 2 százalékra csökkenhet az államháztartási hiány értéke a régió egészében. A deficit lefaragása jövőre a kiadások jelentős, a GDP arányában mérve 0,8 százalékos mérséklésének és a bevételek 0,3 százalékos csökkenésének

¹ A strukturális reform jelentős egyszeri bevételeket generált a kormányzat számára, többek között a 20 százalékos tőkeadó kivetése a korhatár előtt nyugdíjba vonultak esetében, valamint a nyugdíjhozamok megadóztatása.

eredője. Ezt az átlagot jóval meghaladva javít egyenlegén az Egyesült Királyság (1,4 százalékos GDP-arányos javulás) és Spanyolország (1,1 százalékpontos javulás). Az Egyesült Királyság várhatóan így sem kerül majd ki az EDP alól, azonban jelentősen csökkenti a jóléti kiadásokat és befagyasztja az állami béreket. Összességében jövőre csak négy ország haladja majd meg a maastrichti hiánykritériumot.

A diszkrécionális költségvetési intézkedések mértékéről a strukturális hiánymutató változása ad megfelelő képet, mivel azt nem torzítják egyszeri intézkedések és ciklikus hatások. A strukturális deficit 2015-ben várhatóan 0,1 százalékponttal romlik mind az eurózónában, mind az Európai Unióban. 2016-ban hasonló folyamat várható az eurót használó országok közösségében, miközben az EU egészében 0,2 százalékponttal mérséklődhet a strukturális hiány. A két régió közötti eltérést elsősorban az Egyesült Királyságban és Dániában várható jelentős kiigazítás magyarázza.

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



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Autumn 2015, Századvég-számítás

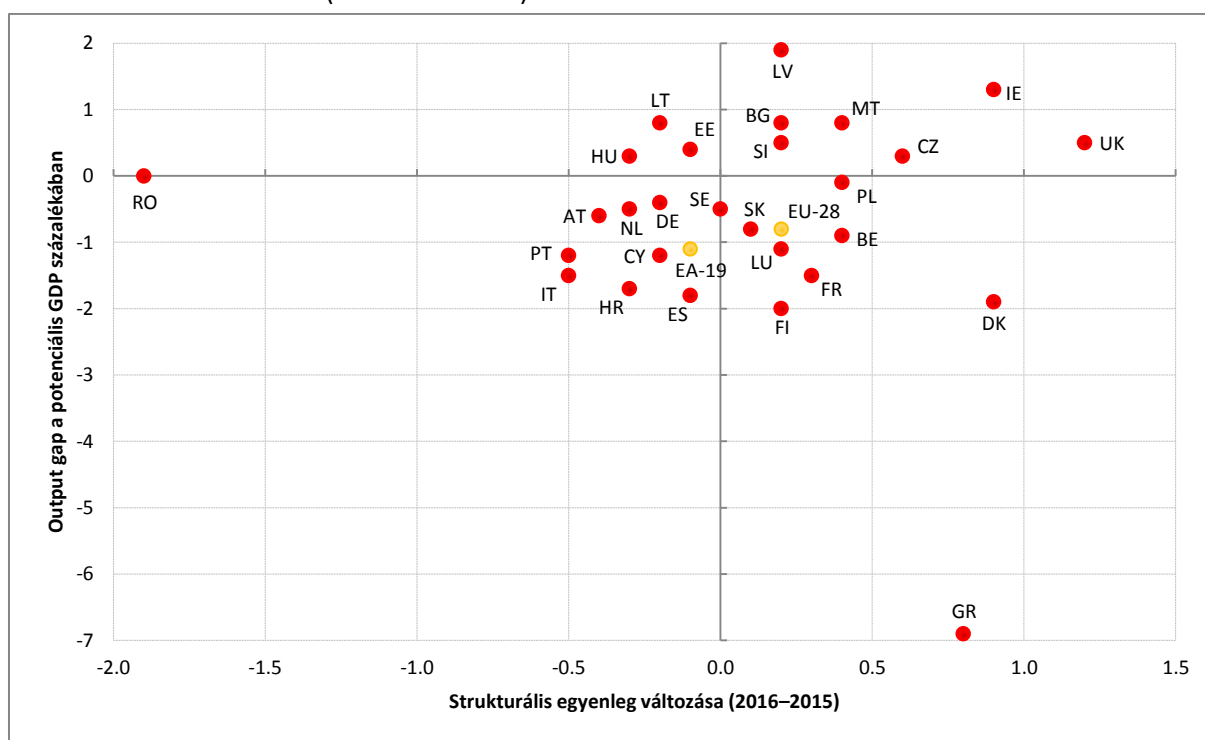
Tovább vizsgálva az országokat jól látható, hogy az országok túlnyomó többsége már csak mérsékeltebb, 0,5 százalékpont alatti költségvetési intézkedést hajt végre. Ugyanakkor jelentős eltérések mutatkoznak a fiskális politika irányultsága szerint. Hat olyan államot találunk, köztük Magyarországot is, ahol a strukturális mutatók alapján a 2015. évi enyhe szigorítást követően jövőre lazítás várható (vagyis romlik a strukturális egyenleg). Hét ország pont ellentétes stratégiát követ, vagyis az idei évi lazítást követően jövőre szigorúbb fiskális

politikát folytat. A régiós államok közül Csehország és Lengyelország található ebben a csoportban. Az Egyesült Királyságban és Írországban a fiskális szigor fennmaradása, sőt erősödése várható a bizottsági előrejelzések alapján. Románia esetében jövőre drasztikusan romlik a strukturális egyenleg, amely az adórendszert érintő rendkívüli átalakítások, a fiskális lazítás eredménye.

Ahhoz, hogy pontosabban megérthessük a fiskális politika irányultságának esetleges megváltozását érdemes megvizsgálni a gazdaságok aktuális állapotát is, melyet a kibocsátási rés mértékével közelíthetünk a legjobban. Összességében tehát az euróövezet egészében nagyjából semleges marad a fiskális politika (enyhén romlik a strukturális egyenleg), miközben az EU egészében csak mérsékelt konszolidáció (javuló strukturális mutató) várható. A közel semleges vagy enyhe lazító költségvetési helyzet az euróövezetben egyben azt is jelenti, hogy a költségvetés támogathatja a régió gazdasági kilábalását a 2016. év során, mivel a régió egészének teljesítménye elmarad a potenciálistól.

Ugyanakkor az aggregált mutató elfedi az egyes tagországok között meglévő jelentős különbségeket. Lazító fiskális politika várható nyolc EU-tagállamban, ahol még jövőre is negatív marad a kibocsátási rés (vagyis ahol a gazdaság tényleges teljesítménye elmarad a potenciális szintjétől). Ezzel szemben további szigorítás, vagyis konszolidáció várható nyolc tagállamban, ahol még mindig kedvezőtlen a gazdaság állapota. Ez utóbbi országok közé tartoznak azok, ahol jelentős probléma van a költségvetéssel, úgymint Franciaország vagy Görögország.

7. ÁBRA: A FISKÁLIS POLITIKA IRÁNYULTSÁGA 2016-BAN, AZAZ A STRUKTURÁLIS EGYENLEG VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉKPONT) ÉS A KIBOCSÁTÁSI RÉSZ AZ EU TAGÁLLAMAIBAN



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Autumn 2015, Századvég-számítás

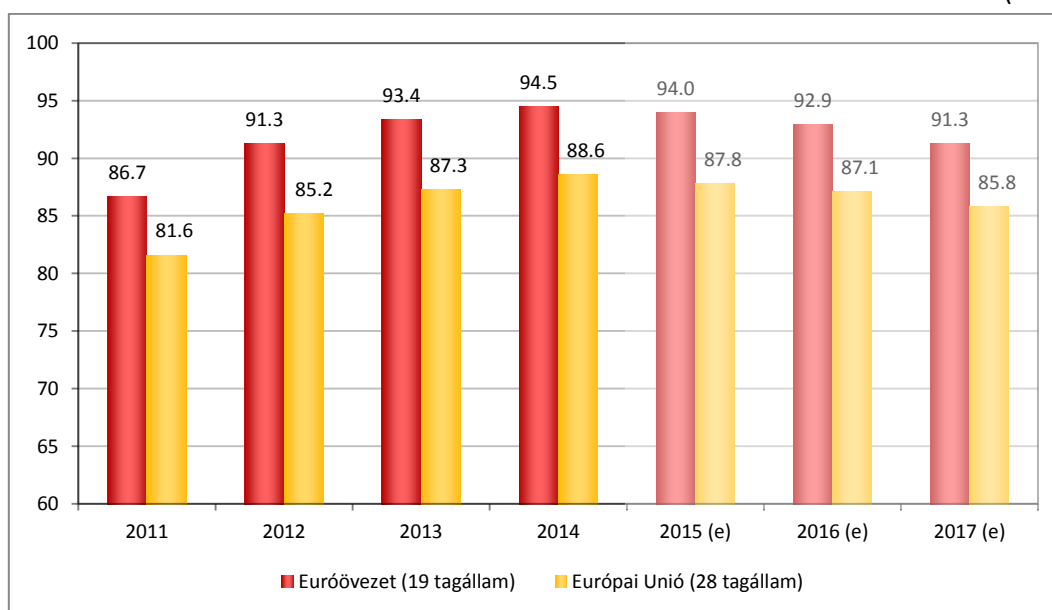
A gazdaságok másik csoportját nézve, a jövőre már pozitív kibocsátási rés ellenére további enyhe fiskális lazítás, vagyis a strukturális egyenleg romlása várható három országban, miközben további hét ország szigorít a fiskális politikáján a javuló gazdasági környezetben. Mindez azt jelenti, hogy az EU-tagországok mindösszesen közel fele (15 ország) folytat kontraciklikus költségvetési politikát: tehát amikor javul a gazdaság állapota, szigorítanak, és amikor romlik, akkor lazítanak, simítva ezzel a gazdaság ciklikus ingadozását.

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

Az adósságrátákra vonatkozó legfrissebb bizottsági előrejelzéseket is figyelembe véve idén mindössze négy tagállam, Észtország, Luxemburg, Svédország és Románia teljesíti az előbbi kritériumrendszert a kiegyensúlyozott mérleget illetően. Jövőre a román költségvetés jelentős lazítása miatt már csak a másik három állam tudja teljesíteni ezt a kritériumot. Svédország esetében a strukturális hiány mindkét évben 1 százalékra várható, így a költségvetés elcsúszása esetén már ők is kikerülnek a csoportból.

Az adósságráták alakulására vonatkozó prognózisok alapján a tavalyi tetőzést követően az elkövetkező években a GDP-arányos államadósság-ráta lassú csökkenése várható az euróövezetben és az Európai Unióban egyaránt. A tavaszi előrejelzéshez képest csak minimális módosítást hajtott végre a bizottság, míg a 2016. évi kilátásokat mindkét régió esetében rontotta.

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



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Autumn 2015

Az euróövezet mérsékelten javuló adósságrátája mögötti legfőbb tényező a kamatkiadások csökkenése, a gazdasági teljesítmények és az infláció fokozódása, miközben a kamatfizetéstől megtisztított elsődleges egyenleg romlik. Ezzel szemben az EU egészét tekintve már dinamikusabb csökkenés várható, mivel itt 2016-ban a szigorúbb fiskális politika hatására az elsődleges egyenlegek javulása is hozzájárul az adósságállomány leépítéséhez.

Az elmúlt évek szigorú fiskális politikájának és a mérsékelten javuló gazdasági teljesítményeknek köszönhetően 2016-ban már 11 uniós tagállam teljesíti a maastrichti 60 százalékos adósságküszöböt, ugyanannyi, mint 2015-ben. 2014 és 2016 között a tagállamok pontosan felénél csökken az adósságráta, miközben a másik felénél, egy-két kivételtől eltekintve, lassuló ütemű növekedés várható. A legnagyobb adósságemelkedés Görögországban és Horvátországban várható, míg a legnagyobb csökkenést Írország és Ciprus mutathatja fel.

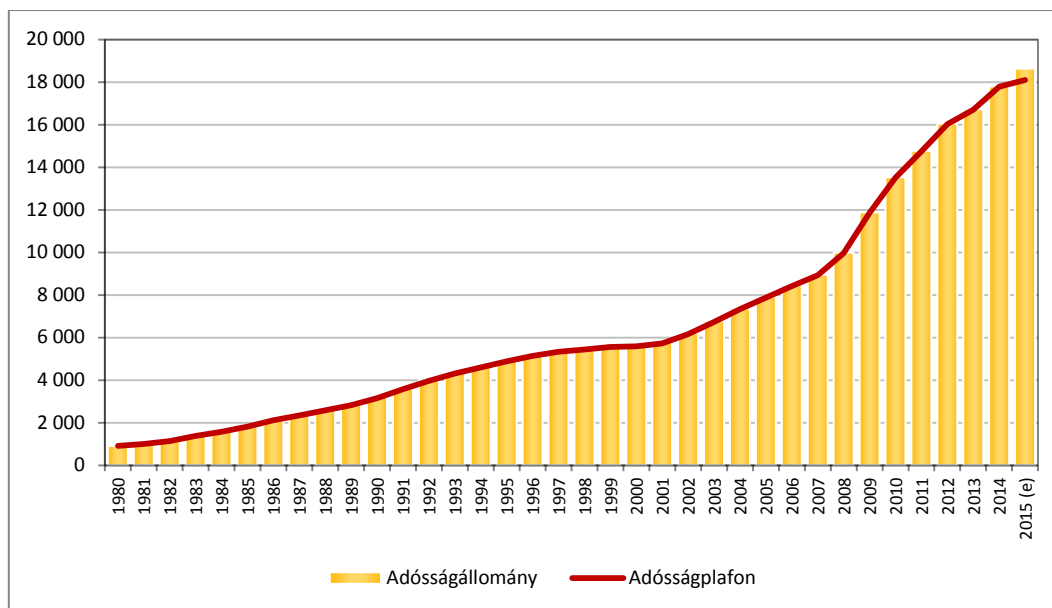
Az USA csődvészelye 2017 márciusáig elhárult

2015. november 2-án Barack Obama elnök aláírta a kongresszus által egy héttel korábban jóváhagyott, két évre szóló költségvetési kerettörvényt. Ezzel lényegében a 2016-os elnök- és kongresszusi választás időszaka alatt elhárult a fiskális bizonytalanság és a korábban már többször is piaci pánikot okozó adósságprobléma.

A megegyezés azért is volt kulcsfontosságú, mert november 3-án ismét elérte volna az adósságlimitet az Egyesült Államok államadóssága, ami technikai csőddel és/vagy az állam átmeneti leállásával járt volna. Ez utóbbira éppen 2013 októberében volt példa, amikor 16 napig részlegesen leálltak bizonyos állami funkciók. A technikai csőd elérése előtt egy nappal azonban felfüggesztették az adósságplafont, amely 2014. februárban lépett újból hatályba. Ezt követően azonban a további problémák és bizonytalanság elkerülése érdekében február 15-én újból felfüggesztették az adósságplafont, egészen 2015. március 16-ig. A felfüggesztés lezárulását követően az Egyesült Államok adóssága az újra hatályos szabályozás értelmében nem mehetett 18,1 trillió dollár fölé.

A probléma 2015 október–novemberében vált ismét akuttá, amikor a pénzügyminiszter, Jacob J. Lew ismét figyelmeztette a kongresszust, hogy meg kell emelni az adósságplafont, különben november 3-án az ország fizetéseképtelenné válik. Tanulva a 2013. októberi eseményekből, viszonylag gyorsan megszületett a kétpárti egyezség, amelynek értelmében végül elfogadták a kétéves költségvetési megállapodást, és felfüggesztették az adósságlimitet is 2017. március közepéig. Az adósságlimit ekkor ismét hatályba lép, és szintje az éppen aktuális adósságállomány mértéke lesz. A döntéssel elhárult annak a veszélye, hogy decemberben kormányhivataloknak kelljen felfüggeszteniük a működésüket, továbbá 2017 márciusáig csődtől sem kell tartani.

9. ÁBRA: AZ ADÓSSÁGPLAFON ÉS AZ ADÓSSÁGÁLLOMÁNY ALAKULÁSA AZ ELMÚLT 35 ÉVBEN
(MILLIÁRD DOLLÁR)



Forrás: Office of Management and Budget, Historical Tables

A költségvetési megállapodás tartalmaz még egy rendkívül fontos intézkedéscsomagot: lazít a kiadások korlátain, melyet korábban fűnyíróelven vágtak meg. Összesen 80 milliárd dollárral megnövelik a következő két fiskális évben a katonai és belföldi célokra fordítható tételeket.

A költségvetési megállapodás továbbá azt is kimondja, hogy a pénzügyminiszter csak annak érdekében halmozhat fel újabb adósságokat az adósságplafon felfüggesztésének ideje alatt, hogy a kormányzat korábbi kötelezettségeinek eleget tegyen, de új kötelezettségvállalás érdekében nem bocsáthatnak ki államkötvényt.

Romlottak a magyar gazdaság rövid távú kilátásai

A magyar gazdaság növekedése 2015 III. negyedévében újfent lassult. Nem csak a 2,4 százalékos teljesítmény ténye, de annak felhasználási oldalon mutatott növekedési szerkezete is meglepetést hordozott. A fogyasztásbővülés nem tudott érdemben gyorsulni, a beruházások visszaestek, de a külkereskedelmi teljesítmény jelentősen javult. A július–szeptemberi időszak GDP-bővülését 1,3 százalékponttal magyarázza a nettó export és 1,2 százalékponttal a belső felhasználás. A külkereskedelmi aktívum javulása a nyári leállások ellenére a vártnál jelentősebben bővülő export és az energiahordozók ára miatt lassabban bővülő import következménye. A belföldi felhasználást a háztartások fogyasztási kiadásának 2,7 százalékos növekedése mellett a közösségi fogyasztás is érdemben segítette. Utóbbit a határvédelemmel összefüggő megemelkedett kiadások magyarázzák. A beruházások a III. negyedévben 1,5 százalékkal zsugorodtak, amit leginkább a magas bázis magyaráz: az állami szférában ezt az uniós források, a versenyszférában az NHP csúcsra járatása okozza.

A termelési oldal nem okozott meglepetést: az agrárium visszaesett, a szekunder szektorban lassult a növekedés üteme, az építőipari teljesítmény csökkent, a szolgáltatások markánsan élénkültek. A mezőgazdaság bő 18 százalékos visszaesése a magas bázis és az aszály következménye, de így jövőre egy átlagos év is támogathatja a növekedést. Az ipar mérséklődő, ám továbbra is az export által vezérelt növekedését a magas kapacitáskihasználtság okozza. Az építőipart az uniós és az egyedi nagyberuházások kifutása húzza vissza. A szolgáltatások területén, ami önmagában 1,9 százalékponttal járult hozzá a növekedéshez, szinte mindenhol javult a teljesítmény.

A magyar munkaerőpiac az előző negyedévekhez hasonló ütemben bővült 2015 harmadik negyedévében, és a munkanélküliségi ráta a lassuló gazdasági növekedés ellenére is 6,6 százalékra mérséklődött. A feszesebbé váló munkaerőpiac pozitívan hathat a jövőbeli bérfolyamatokra, de emelkedő kockázatot jelent a betöltetlen álláshelyek növekedése, ami egyre nagyobb munkaerőhiányt jelez. A bérek éves növekedési üteme a közszférában tapasztalható bérrendezéseknek köszönhetően 4,5 százalékra gyorsult.

A hazai fogyasztói árszínvonal 2015. július–szeptemberben éves összevetésben stagnált, de a rezsicsökkentések bázisba kerülése az elmúlt két hónapban újból emelkedő inflációs rátát hozott. A továbbra is nyomott inflációs folyamatok legfőbb oka az olajárak újbóli esése, ami részben ellentételezi az alacsony bázist, valamint a termékek és szolgáltatások széles körében tapasztalható áremelkedést. Átlag felett emelkedett a szolgáltatások és a tartós fogyasztási cikkek ára. A középtávú trendmutatók ugyanakkor alátámasztják a laza kamatkörnyezet hosszabb távú fenntartását. A globálisan csökkenő kockázatkerülés következtében a hazai kockázati környezet az elmúlt negyedévben enyhén javult. A hazai fizetőeszköz erősödött az euróval szemben, a CDS-felár zsugorodott, és a 10 éves állampapír

hozama is csökkent. A hazai jegybank ősszel nem változtatott alapkamatának mértékén, miközben bejelentéséhez és az önfinanszírozási program folytatásához híven az irányadó instrumentumát a három hónapos betétre módosította, továbbá 25 bázisponttal lefelé tolt a kamatfolyosót.

A nagy nemzetközi hitelminősítő intézeteknél hazánk besorolása a befektetésre nem ajánlott szint legmagasabbján maradt. A Fitch mellett azonban már a Moody's is pozitív kilátással látta el a besorolást. Az MNB bevezette a Növekedéstámogató Programot, amely az NHP III.-ből és a piaci hitelezés banki előmozdítását ösztönző Piaci Hitelezési Programból áll.

Legfrissebb előrejelzésünkben a korábbinál visszafogottabb gazdasági növekedést várunk 2015–2016-ban. A gazdasági kilátások romlása főként a lanyhább globális konjunktúrához köthető. Várakozásunk szerint a belső és külső tényezők a teljes előrejelzési horizonton pozitívan járulnak hozzá a GDP-növekedéshez, amit idén az export, jövőre pedig a fogyasztás vezérelhet. A kivitel teljesítménye felülmúlja a behozatalét, így a külkereskedelmi aktívum emelkedik, de jövőre a gazdaságösztönző hatása már mérsékeltebb lesz. Ennek oka az ipari kapacitások csúcsra járása miatti növekedési korlát és a korábban vártnál lanyhább külső kereslet. A fogyasztás az idén látottnál gyorsabban bővíülhet 2016-ban: a háztartások óvatossági megtakarításainak csökkenésére számítunk. Ebben segíthet a munkaerőpiac javulása, a tartósan alacsony infláció miatti magas reálbér-emelkedés és az olyan gazdaságpolitikai intézkedések, mint az elszámolás áthúzódó hatása, a családi adókedvezmény kiterjesztése és a jövedelemadó csökkentése. A beruházások idén csekély mértékben segítik, jövőre jelentősen visszafoghatják a gazdasági növekedést, melynek oka az uniós források beszűkülése. Összességében idén 2,9, jövőre 2,3 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk.

Előrejelzésünk szerint a gyengülő konjunktúra miatt a munkaerőpiac növekedése lassul, de a foglalkoztatottak száma ennek ellenére 75 ezer fővel bővíül 2016 végéig. A munkanélküliségi ráta tovább csökken, mértéke éves átlagban idén 6,8, jövőre 6,1 százalékon alakulhat. A bérek növekedési üteme az idei 3,8-ről 5,5 százalékra gyorsul, de ez nem jár a reálkeresetek gyorsabb növekedésével, melynek értéke mindkét évben 3,8 százalékra várható.

A maginfláció az idei III. negyedévben sem indult emelkedésnek. Az év végére így 1,5 százalék körül ragadhat a mutató, és csak jövőre indulhat emelkedésnek. Ennek során 2016 végére már meghaladhatja a 2,5 százalékot. A jelentősen alacsonyabb maginflációs várakozásunk legfőbb magyarázata a lanyhább külső árnyomás, a gyengébb konjunktúra és a tartósan alacsony olajárak másodkörös hatása. Az infláció tekintetében is jelentős negatív revíziót hajtottunk végre, így az a teljes előrejelzési horizonton elmarad a maginflációtól. Ennek oka, hogy a korábbiakkal ellentétben csökkenő olajárakra és a nyers élelmiszerek alacsonyabb áremelkedésére számítunk jövőre. A pénzromlási ütem a maginfláció emelkedése miatt az év vége felé közeledve fokozatosan erősödik. Mindezeket számszerűsítve a fogyasztóiár-index idén -0,1, jövőre 1,8 százalékon állhat.

Tekintettel a tartósan alacsony külső és belső inflációs környezetre és az alacsony inflációs várakozásokra, a hazai monetáris politika hosszabb ideig változatlan szinten tarthatja az alapkamatot. A Fed kamatemelése nem jelent érdemi veszélyt, mivel nem érheti meglepetésként a piacokat, és az EKB további lazítása is segíthet tompítani a hatásokat. Jelenleg nagyobb valószínűségét látjuk annak, hogy kamatvágás helyett a hazai jegybank jövőre nem konvencionális eszközzel lazít a monetáris kondíciókon.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

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

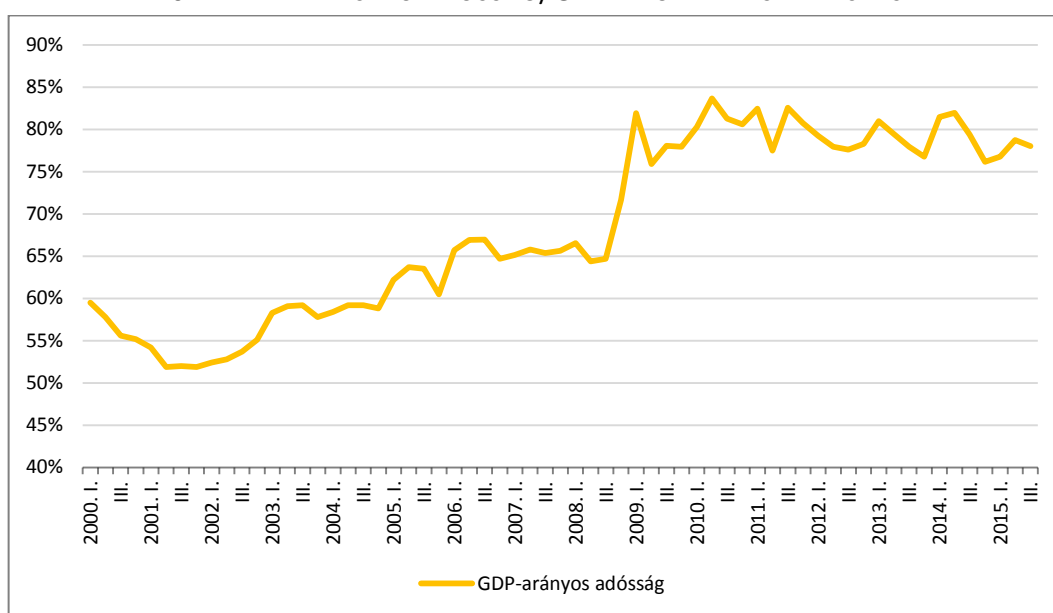
* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

Hazánk befektetői megítélése összességében javult

Adósságfinanszírozás

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2015 harmadik negyedévében 25 910 milliárd forint volt, ami a GDP 78 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 79,4 és a decemberi 76,2 százalék után. Az adósságot a harmadik negyedévben 92 milliárd Ft nettó adósságvétel növelte, míg 60 milliárd Ft árfolyamnyereség csökkentette.

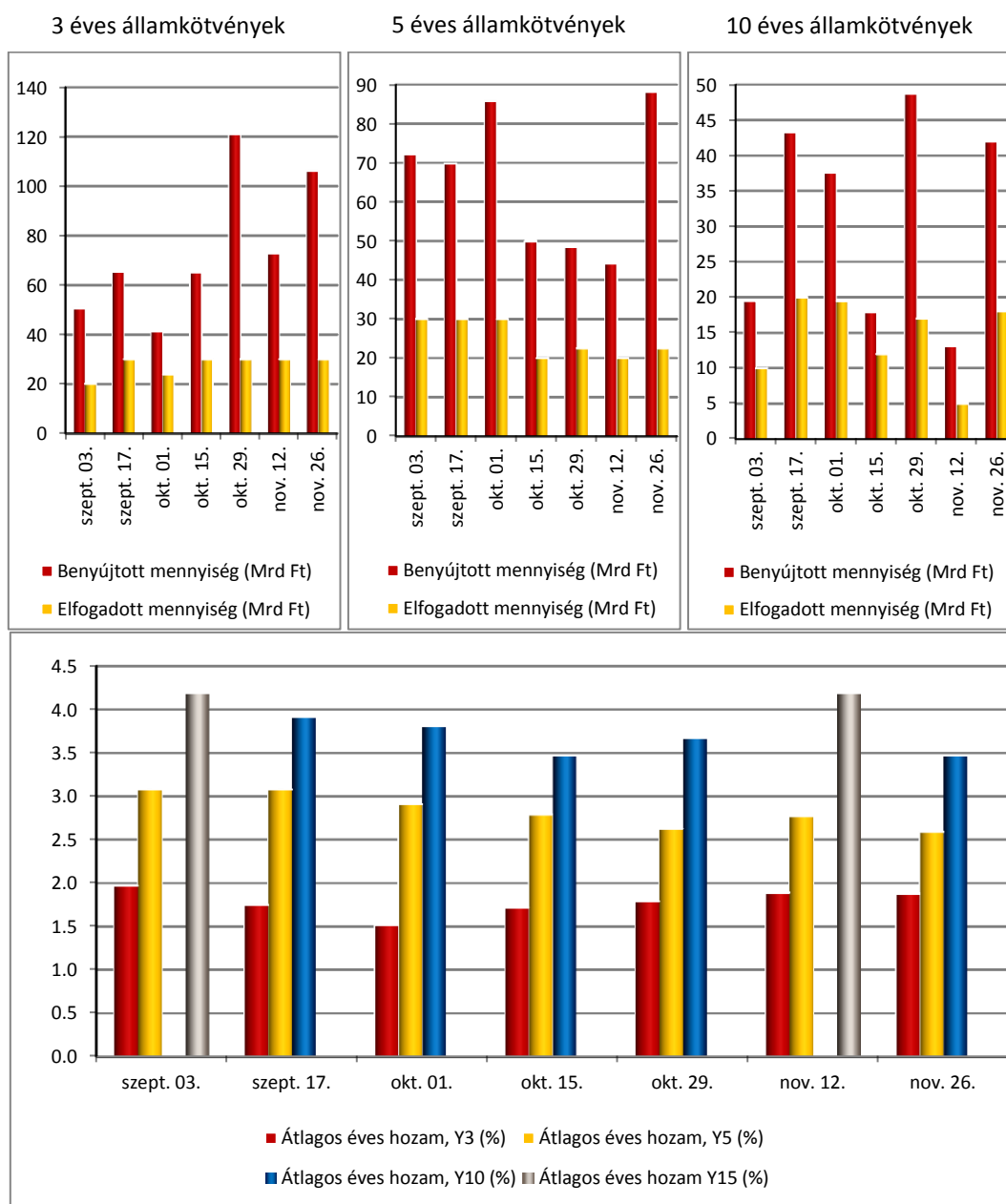
10. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA



Forrás: Eurostat, MNB

Az állampapírpiazi aukciókon elért hozamok a futamidő függvényében eltérően alakultak. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében 3 bázisponttal, az egyévesnél 42 bázisponttal nőttek a hozamok. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 9 bázispontos, míg az 5–10 éves lejárat esetében 38–49 bázispont közötti, jelentős hozamesés volt megfigyelhető. A 15 éves állampapírokat két alkalommal bocsátottak ki a vizsgált időszakban, a hozamok változatlansága mellett. Mind az állampapírok, mind a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során előfordult olyan eset, amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben csak nyolc alkalommal (mind a nyolcszor diszkontkincstárjegy-aukciónál), de összességében mindkét értékpapírcsoportban markáns többletkibocsátás mutatkozott a szeptember–novemberi időszakban.

11. ÁBRA: AZ ÁLLAMKÖTVÉNY-AUKCIÓK MENNYISÉGI ÉS HOZAMADATAI



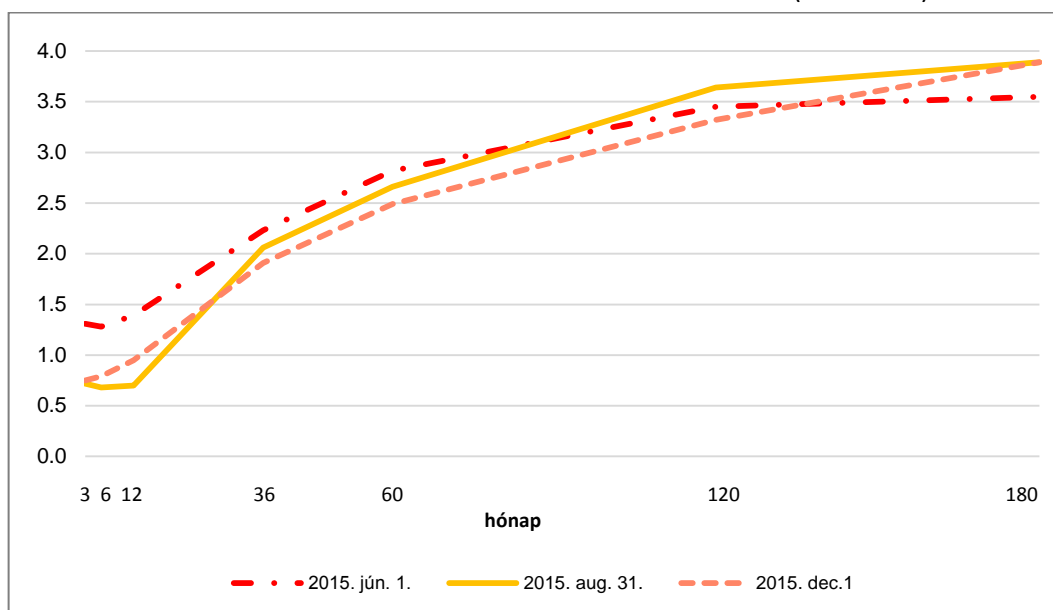
Forrás: ÁKK Zrt.

Az elmúlt időszakban a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során (20 alkalom) a 12 hónapos DKJ-nál öt, míg a 3 hónapos DKJ esetében három alkalom kivételével, összesen 12 esetben haladta meg az elfogadott mennyiség a meghirdetett összeget. Az időszak egészét tekintve az ÁKK jelentős mennyiségű, 289 milliárd forint értékű többletkibocsátást hajtott végre a rövid lejáratú diszkontkincstárjegyek esetében. Az éven túli papíroknál a vizsgált időszakban nem volt olyan alkalom, amikor a meghirdetettnél kevesebbet fogadott el az ÁKK. Ezen állampapírok esetében összességében 119 milliárd forinttal többet fogadtak el a meghirdetethez képest, és további 241 milliárd forint többletkibocsátás történt.

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, az 5 és immáron a 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.

A másodpiaci hozamgörbe az utóbbi negyedévben alig módosult. A hozamgörbe rövid végén 3 bázisponttal emelkedett a hozam, míg a hosszú végén (a 15 éves állampapíroknál) nem változott. A rövid hozamok (11–25 bázisponttal) emelkedtek, míg a hosszú futamidőkön is csak kismértékben (15–32 bázisponttal) csökkentek. Az, hogy a hozamgörbe rövid vége a kamatvágások közepette is az alapkamat szintje alatt maradt (56–60 bázisponttal), kizárólag a nagy likviditásbőségnek tudható be. Az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány 4181-ről 3919 milliárd forintra csökkent, ami nem jelentett nagy nyomást a forint euróárfolyamára.

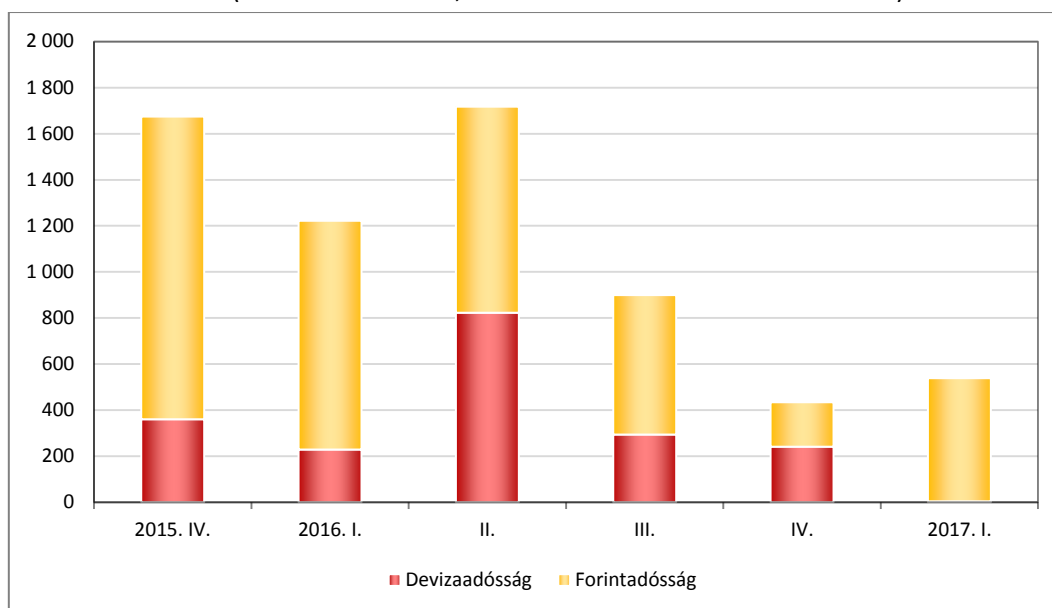
12. ÁBRA: A REFERENCIAHOZAM-GÖRBE VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: ÁKK Zrt.

A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők körében. 2015. október végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 3237 milliárd forintra emelkedett. Az euróban denominált államkötvénnyel a PEMÁK-kal együtt a teljes mennyiség közel 4092 milliárd forint. Az államadósság devizaaránya tovább csökkent, a július végi 35,6 százalék után 2015. október végén 33,6 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. SZEPTEMBER VÉGI ÁLLAPOT)



Forrás: ÁKK Zrt.

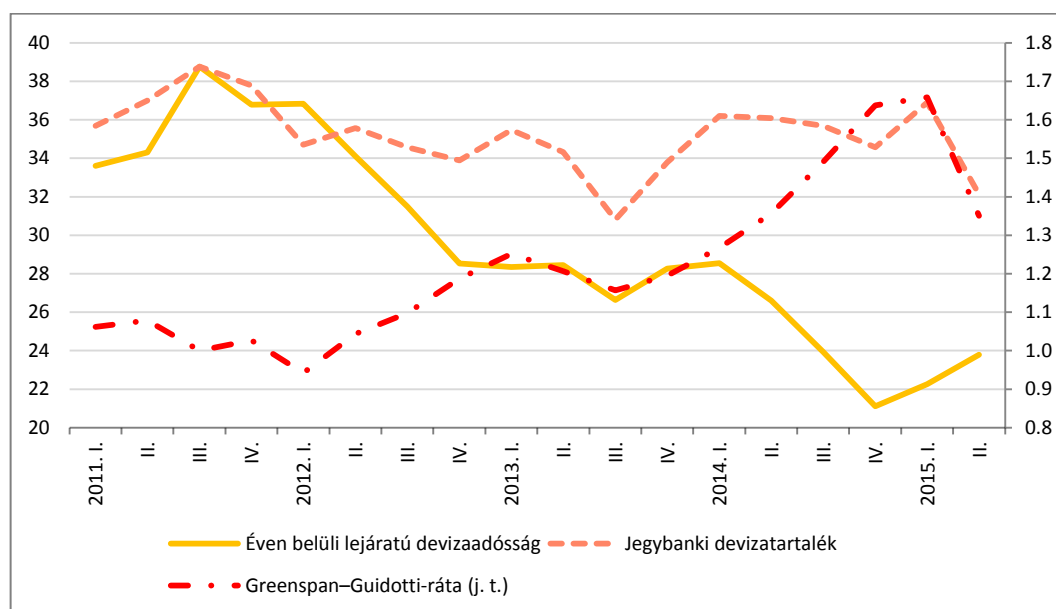
A központi költségvetés adósságának lejáratí szerkezetét vizsgálva fontos kiemelni, hogy 2015-ben a IV. negyedévben és 2016 II. negyedévében van jelentős nagyságú esedékes devizaösszeg. Az árfolyamkockázatot (euró) tekintve akár jelentősen is módosulhat a lejáró összeg forintellenértéke.

A tervek között szerepel, hogy a jövőben az államadósság egy részét jüanban tartja majd az ÁKK. Ez a lépés egy sor kérdést vet fel: egyrészt ez történhet úgy, hogy a lejáró devizaadósságot nem dollárban újítja meg, hanem a kínai fizetőeszközben. Másrészt történhet úgy, hogy további deviza- – immáron kínai jüanban denominált – kötvényt bocsát ki, ekkor azonban növekszik az államadósság devizaaránya, ami az eredeti elképzelésekkel és trenddel ellentétes. Fontos ehhez kapcsolódó esemény volt november 30-án, amikor az IMF – a harmadik legnagyobb súllyal – beemelte az SDR-be a kínai fizetőeszközt. Ezzel a jüan tartalékvaluta szerepe megnő majd a jövőben.

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2015. március vége óta az MNB devizatartalékai növekedtek, 2015. június végén 34,7 milliárd eurót tettek ki. Éven belüli devizakötelezettségekről a legfrissebb adat 2015. II. 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, az EU-transzferek és a nettó export azonban növelik azt. A mutató nevezője – a rövid lejáratú

külföldi adósság – az elmúlt időszakban kismértékben nőtt, elsősorban a kötelezettségek rövidülése miatt. Habár az ennek eredőjeként kialakuló 1,34-os Greenspan–Guidotti-ráta jelentős csökkenést mutat az előző negyedévhez képest, továbbra is nagy mozgásteret enged a jegybank számára tartalékainak további csökkentésére.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

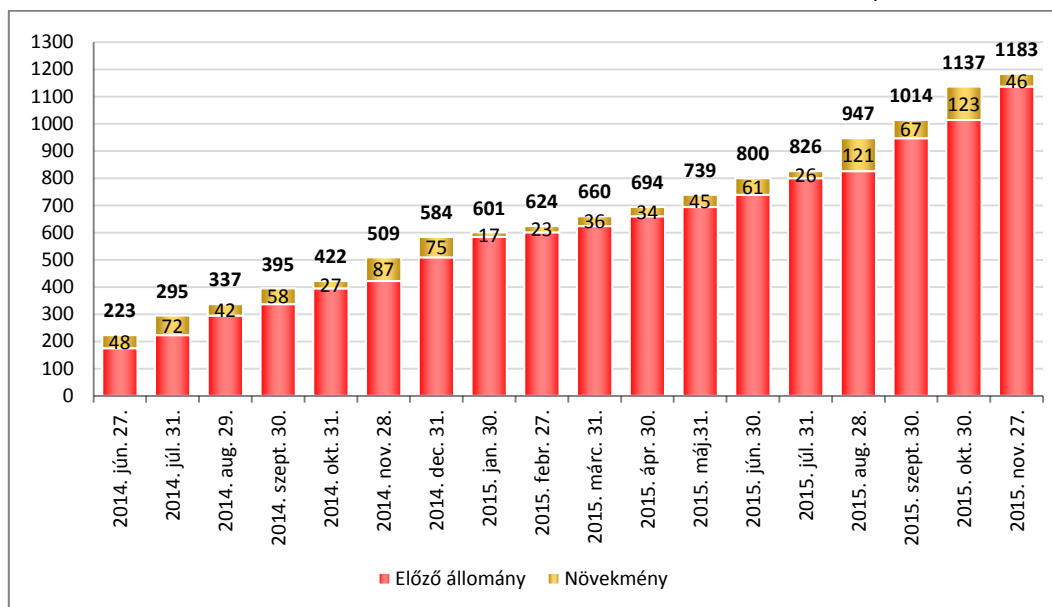
A jegybanki devizatartalékokról van későbbi adat is, ennek szintje 2015. október végére 32,1 milliárd euróra csökkent. Az apadás jelentős részét magyarázza a deviza-jelzáloghitelek forintosításához kapcsolódó devizacsere-ügyletek lejáratát, illetve lejárat előtti lezárását. Ennek összege a teljes 9 milliárd eurós (a forintosításhoz és az elszámoláshoz ekkora összeget kaptak a bankok, azonban a jegybankkal kötött devizacsere-ügyletek miatt csak késleltetve csökken a devizatartalék szintje) állományból közel 3 milliárd euróra tehető.

A Növekedési Hitelprogram aktuális helyzete

Az őszi hónapokban az NHP keretében a hitelezés jelentősen felfutott: az NHP II. havi igénybevétele érdemben meghaladja az előző év azonos időszaki értékét. A program kihasználtsága a szeptember–novemberben kötött új szerződésekkel (236 milliárd) együtt összesen 1183 milliárd forintot tett ki. Ez azt jelenti, hogy az 1000 milliárdos keretet kihasználták, és már az NHP+-ra eredetileg elkülönített 500 milliárdos keretből folyik a forráslelővétel. Az eddig leszerződött hitelösszeg 96 százaléka új hitelként került az igénylőkhöz. Ezen belül a beruházási hitelek (és új lízingügyletek) részesedése 58, az új forgóeszközhitelké 30, az új EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított arány 12 százalék. Megállapítható, hogy ebben a negyedévben is csökkent a beruházási hitelek aránya (1 százalékponttal) és nőtt a forgóeszközhitel aránya (1 százalékponttal) a nem

hitelkiváltásra felvett összegeken belül. Az EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított hitelek részaránya nem változott. A legnagyobb átlagos hitel nagyság az ingatlanügyleteknél (78 millió forint), míg a legalacsonyabb összeg az építőiparban (17 millió forint) volt jellemző.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az ágazati eloszlást tekintve a mezőgazdaság (24 százalék), a kereskedelem, javítás (25 százalék) és a feldolgozóipar (19 százalék) részesedése kimagasló, a hitelek továbbra is közel 70 százaléka erre a három területre irányult. Az ágazati összevetést elemezve megállapítható továbbá, hogy a mezőgazdaságban a legnagyobb a beruházási és az EU-s hitelek részaránya, továbbá a kereskedelem, javítás pedig a forgóeszközhitel felvételében erős.

2015. november 3-án jelentette be a Magyar Nemzeti Bank a kis- és középvállalkozások hitelezése tekintetében új korszakot jelentő Növekedéstámogató Programját (NTP). E program két részből áll: egyrészt az NHP-hoz hasonló, azt kivezető (illetve meghosszabbító), kétszer 300 milliárd forintos, 2016-ban felhasználható hitelprogramból (NHP III.), másrészt egy a piaci hitelezést támogató programból (Piaci Hitelezési Program, PHP), amely egy sor piaci hitelezési elemet tartalmaz, és megkönnyíti a bankok hitelezési pozícióját az enyhébb tőkekövetelményekkel, kamatkockázat-átvállalással.

Az NHP III. első pillére 300 milliárd forintos keretről szól, ahol a bankok 0 százalékon kapnak hitelt az MNB-től, míg ők maximum 2,5 százalékon hiteleznek tovább a kvv-k számára. Másrészt azonban új elem a devizahitelezés elindítása a kvv-k számára. Itt olyan vállalatok juthatnak devizahitelhez, amelyeknek a bevétele is devizában keletkezik, azaz így nem nyílik, hanem záródik a nyitott devizapozíciójuk. A keret 300 milliárd forintnak megfelelő euróösszeg. A maximálisan felvehető összeg nagysága 1 milliárd forintra csökkent a korábbi

10 milliárd forintról, annak érdekében, hogy minél több vállalkozás jusson hitelhez. Másrészt pedig a program a kisebb vállalkozásokra kíván fókuszálni, hiszen itt elsősorban olyan hitelfelvételek történtek, amelyek piaci feltételek mellett az NHP nélkül nem történtek volna meg (pótlólagos hatás).

A PHP három részből áll. Egyrészt egy kamatkockázat-átvállalási elemet (kamatcsere) tartalmaz a bankoktól és egy preferenciális betételhelyezési lehetőséget, amely azt jelenti, hogy a tartalék-előírás felett a jegybanknál tartott betétek is kedvezően kamatoznak. Ezt a lehetőséget a kkv-k hitelezési állományát bővítő ún. aktív bankok kapják csak meg. Másrészt a banki tőkekövetelményeknél előnyösebb lehetőséghez juthatnak a bankok. Harmadrészt pedig a vállalati hitelezést elősegítendő a jegybank kialakít egy hitelinformációs rendszert, amely a hitelkockázatok jobb modellezésének lehetőségét teremti meg.

Az idei évi költségvetést érintő fontosabb események

A Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap beszámolója

Októberben beterjesztették a Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap 2011–2015 közötti üzleti évekről szóló beszámolóit. Az alap pénzét a törvényben deklarált célokkal összhangban használták fel: közvetlen államadósság-csökkentésre 2017 milliárd, költségvetési befizetésekre 459 milliárd, stratégiaileg fontos cégek értékpapírjainak átadására az államnak 264 milliárd, valamint reálhozam és tagi hozzájárulás kifizetésére 231 milliárd forintot fordítottak. Az adósságcsökkentő alap működéséhez kapcsolódó költség 1,3 milliárd forint volt. Létrehozásakor megkívánt funkcióját 2014-ben betöltötte, további érdemi adósságcsökkentést szolgáló eszközt ezt követően már nem kezelt, így fenntartása értelmetlenné vált, 2015. január 31-ével meg is szűnt. Az akkor fennálló összes pénzeszközét, 119,7 millió forintot átutalta a költségvetésnek.

Elindult az európai uniós források folyósítása

Az Európai Unió és Magyarország között folyó tárgyalásokat szeptemberben lezárták, így októberben az eddig át nem utalt összegekből a Gazdaságfejlesztési Operatív Programhoz kapcsolódóan 201,5, a Regionális Operatív Program részeként 13,3 milliárd forint elmaradt uniós forrás érkezett be az államkasszába. Fontos, hogy amennyiben az év végéig nem érkezik meg minden megítélt támogatás, az sem jelent a költségvetés számára problémát. A közösségi elszámolási szabályok értelmében a jelenleg nélkülözött összeg egyedül a pénzforgalmi hiányt emeli a tervezett szint fölé, azonban a hiánycél kalkulációjakor bevételként számolják el, így a 2015-re kitűzött bruttó GDP-arányos államháztartási hiány ezért továbbra is 2,4 százalék marad.

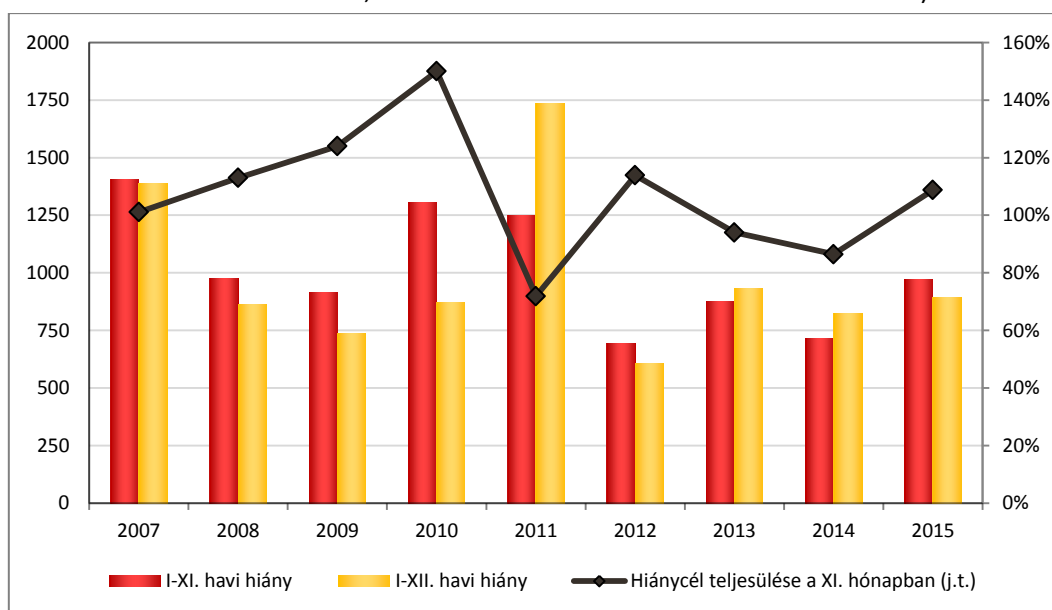
Menekültügy

2015. november 12-én a 2015. évi központi költségvetésről szóló törvény újabb módosítása lépett életbe. A megemelkedett illegális határátlépések miatti hatékonyabb ügyintézés még égetőbb kérdéssé vált. A feladatok további ellátásához többletforrások váltak szükségessé, ezért az addig felmerülő költségeken túl a Belügyminisztérium fejezetben egy új előirányzatot hoztak létre 1 milliárd forinttal. Az addigi 100 milliárd forintot kitevő rendkívüli kormányzati intézkedések sort 60 milliárd forinttal emelték meg a nem tervezhető események finanszírozása érdekében. Döntés született továbbá az MTVA adósságállományának átvállalásáról és a Modern Városok program költségvetésének megemeléséről is. A költségtételek megemelkedését a tervezetten felül teljesülő társaságiadó- és áfabevételek fedezik.

Kedvezően alakul a 2015. évi hiány

Az államháztartás központi alrendszerének november végi halmozott hiánya idén 970,7 milliárd forintot tett ki. A központi költségvetés 1038,5 milliárd forintos deficittel, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 45,8 milliárd, az elkülönített állami pénzalapok 22,0 milliárd forintos szufficittal zártak. Novemberig a hiánymutató az idei év egészére előirányzott érték 108,7 százalékát érte el. A központi alrendszer novemberben 154,7 milliárd forint hiánnyal zárt, szemben a 2014-ben regisztrált 95,9 milliárd forintos többlettel. A negatív eltérés oka, hogy az Európai Unió hazánkkal szemben folytatott korábbi vizsgálata miatt a korábban megítélt támogatásokat egy időre felfüggesztették. Ugyan a vizsgálatok az ős folyamán lezárultak és a folyósítások már megkezdődtek, de mindeddig még nem utaltak át minden korábban felfüggesztett tételt. Az átutalások ideiglenes fennakadása magyarázza a hiányokat, azonban nem érinti az államháztartás uniós módszertan szerinti egyenlegét.

16. ÁBRA: AZ ÁLLAMHÁZTARTÁS ELSŐ TIZENEGY 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, ebből következtetéseket vonunk le arra vonatkozóan, hogy hol várható érdemi felülteljesülés, illetve elmaradás. Mindezek alapján becslést adunk a 2015. évi – uniós módszertan szerinti és önkormányzati egyenleggel bővített – költségvetési deficitre vonatkozóan. Az előrejelzés elkészítéséhez az államháztartás első tíz hónapjának részletes adatait használtuk fel.

Bevételek

2015 első tíz hónapjában a központi költségvetés befolyó bevételeit a korábbi negyedévekhez hasonló tendenciák jellemzik. Egyrészt a kedvező makrogazdasági folyamatok leképeződése a vállalati szektor növekvő teljesítményében is nyomon követhető, ezzel párhuzamosan pedig a versenyszféra növekvő bériáramlása fejtette ki pozitív hatását. Továbbá az elmúlt hónapokban további béremelések mentek végbe a közszférában is, így a két hatás eredőjeként dinamikus fogyasztásbővülést könyvelhetünk el. A kedvező gazdasági trend a költségvetésben tervezettnél magasabb adóbevételeket generált, amit tovább fokozott a kormányzati intézkedések gazdaságfehérítő hatása. A gondolatmenet bizonyítékául szolgál, hogy a központi költségvetés első tíz havi halmozott adóbevétele 376,2 milliárd forinttal haladta meg a tavalyi év azonos időszakit. A tavalyiról az idei évre az adóbevételek a gazdálkodószervek befizetései esetében 14,5, a fogyasztáshoz kapcsolt adók soron 4,2, míg a lakosságtól származó befizetések 6,5 százalékkal nőttek.

A gazdálkodószervek befizetéseit főként a társaságiadó-befizetések növekedése, a bányajáradék címen befolyt bevételek csökkenése és a kisadózói adónemek közötti átrendeződés alakította. A bázisévhez képest 40,6 százalékkal emelkedett meg a társasági adóból származó bevétel, ami a vállalatok nyereségesebb gazdálkodásának eredménye. Szintén emelkedtek a befizetések a kisadózók tételes adója mérlegsoron, az eltérés oka az adónemet választó adóalanyok számának 31 ezer fős emelkedése. Ezzel ellentétes irányú folyamatként csökkent az egyszerűsített vállalkozói adó és a kisvállalati adó soron befolyt összeg az adózók számának csökkenése miatt. A kormányzat szándékával megegyező folyamat eredménye (a tavalyi évhez képest) a kisadózói tételsor esetén 9,7 milliárd forint növekmény, míg másik két tétel esetében összesen 7,0 milliárd forint csökkenés. Kedvezően alakultak az egyéb központosított bevételek is, a tavalyi év azonos időszakához képest közel 56,7 milliárd forinttal növekedtek a befizetések, aminek első számú oka a 2015 januárjától ezen a soron jelentkező időalapú útdíj. A gazdálkodói szervek befizetéseinél jelentősebb nem teljesülésre a bányajáradék soron számíthatunk, amit a Brent kőolaj árának csökkenése okozott. A tételsor októberig 24,9 milliárd forint bevételkiesést könyvelt el, szemben a tavalyi év azonos időszakához képest.

Előrejelzésünk szerint a gazdálkodószervezetek befizetései az előirányzathoz képest 47 milliárd forinttal felülteljesülhetnek. Várakozásaink szerint a társasági adóból származó bevételek tartósan a tervezett felett teljesülnek, ugyanakkor a növekedésiadóhitel-kedvezmény keretében az idei év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőség 19 milliárd forint kiesést okozhat az idei költségvetésben. A két ellentétes folyamat eredményeként összesen a társaságiadó-bevételek 65 milliárd forintos felülteljesülésére számítunk. A kisadózó adónemek teljesülése a tavalyi évhez képest kedvezőbb, mégis 5 milliárd forintos alulteljesülést várunk. Ahogyan azt már korábban jeleztük, az adónemek közötti átrendeződés a kormányzati szándékkal megegyezik, így a 2015-ös előirányzat már

kalkulált ennek hozadékaival. Az adózási létszámban komoly átalakulás történt, de ez még mindig alulmúlja a korábban várt volument, ezért beszélhetünk negatív hatásról. A kőolaj árának tartósan alacsony szinten maradása miatt a bányajáradék soron idén összesen 13 milliárd forint deficitet becslünk.

A fogyasztási befizetések emelkedése mögött az általános forgalmi adó 5,4 százalékos és a jövedéki adó 9,0 százalékos, a tavalyi év azonos időszakához mért bevételnövekedése áll. Ezt kiegészíti, hogy a lakosság által befizetett személyi jövedelemadó (5,9 százalék) is magasabb. Az általános forgalmi adó növekedésének oka a bevezetésben részletezett gazdasági növekedés, másrészt az online pénztárgépek és az EKÁER bevezetése, ami a gazdaság fehéredését segítette. A jövedéki adó emelkedésének legfőbb oka az alacsonyabb üzemanyagárak okozta keresletélénkülés és az adónem év eleji átalakítása. Megemlítjük még a regisztrációs adó (14,1 százalék), a biztosítási adó (3,8 százalék), az illetékbecsítések (11,9 százalék) és a gépjárműadó (4,1 százalék) sorain a nagyobb bevételbeáramlást, ezek a megnövekedett gépjárművásárlással magyarázhatóak.

A január–októberi időszakra jellemző kedvező gazdasági folyamatok fennmaradását várjuk a fogyasztáshoz kapcsolt adók és a lakosság befizetéseinek kapcsán is. Az általános forgalmi adó esetében 30, a jövedéki adó során 83 milliárd forintos előirányzat feletti bevétellel, valamint a kedvező foglalkoztatási és bérkiáramlási adatok miatt a személyi jövedelemadó 36, egyéb lakossági befizetések 27 milliárd forintos többletével kalkulálunk az év végi teljesüléskor.

Kiadások

A központi alrendszer október végi halmozott kiadásai az éves előirányzat 83,6 százalékát tették ki, ami nominálisan nézve megközelítőleg megegyezik a 2014. év azonos időszakának kiadásával.

Az egyedi és normatív támogatások soron a bázisidőszakhoz képest megemelkedtek a kifizetések, ami a helyközi személyszállítási szolgáltatások korábbi költségtérítéseinek elszámolásához és az Eximbank Zrt. kamatkiegyenlítéséhez kapcsolódó magasabb mértékű kifizetésekhez köthető.

Tovább folytatódik a lakásépítési támogatásra fordított kiadások csökkenése, ami a devizahitel-adósok tartozásállományának forintosítása és az árfolyamgát rendszerének folyamatos kivezetésére vezethető vissza. A folyamatot enyhítheti a július elején bevezetett családi otthonteremtési kedvezmény, amitől az igényelhető támogatások növekedése várható.

Az egyedi és normatív ellátások, valamint a lakásépítési támogatások sorokon 20 milliárd forinttal kisebb összkiadást várunk év végére, mint ami az előirányzatban szerepel.

A két év összehasonlítását befolyásolja, hogy a helyi önkormányzatok adóssághozjárójára 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 előirányzatainak uniós kiadásait és bevételeit nettó módon szemlélve vizsgáljuk meg. A tétel bevételi oldala az év első tíz hónapjában 731,4 milliárd forintra teljesült, ami a tavalyi év azonos időszakában befolytnál 315,1 milliárd forinttal kevesebb. Az elmaradás oka, hogy a várt bevételeket az Európai Unió még nem folyósította. A kiadási oldalon szintén nagymértékű – 276 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 legnagyobb kiadási tételnek számító költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásai várakozásaink szerint akár 250 milliárd forinttal az előirányzat felett alakulhatnak. Ez a növekmény a bevételi oldalon a tervezettnél magasabban teljesülő „költségvetési szervek bevételei”, a „szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok saját bevételei” és a „költségvetési szervek kiadásai” sorokra vezethető vissza. A költségvetési szervek 2015. január–október időszaki kiadásainak szerkezetét vizsgálva látjuk, hogy megközelítőleg a tétel kétharmad része a személyi juttatásokra, a szociális hozzájárulási adóra és a munkaadókat terhelő adókra ment el. Ehhez hozzájárult a rendvédelmi és honvédelmi illetményemelés és az ágazatokban dolgozó közalkalmazottak béremelése. Fontos kiemelni, hogy a kiadásnövekedés jelen esetben nem jelent veszélyt a hiánycél teljesülésére, mivel a többletkiadást fedezi a kedvező adóbefizetésekéből származó többletbevétel.

A kamatbevételek az év első hét hónapjában 208,1 milliárd forintos szintet értek el, a kamatkiadások pedig 909,3 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkiadás összességében 29 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 70 milliárd forinttal elmaradhatnak az előirányzattól.

Társadalombiztosítási alapok

A társadalombiztosítási alapok október végi 41,9 milliárd forintos halmozott többlete a Nyugdíjbiztosítási Alap 42,7 milliárd forintos szufficitjének és az Egészségbiztosítási Alap 0,8 milliárd forintos deficitjének eredménye. Az idei év szufficitje közel 142,6 milliárd forinttal marad el az egy évvel korábbi időszakitól. Az alapok együttes bevétele 49,9 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 92,7 milliárd forinttal megnövekedtek, ez a 2015. január 1-jétől érvényes magasabb nyugdíjösszeggel magyarázható. Ezen túl megnövekedtek még a gyógyszerár-támogatásra, a gyermekgondozási díjra és a táppénzre fordított összegek is.

Elkülönített állami pénzalapok

Az alapok összes bevételei 103,6, kiadásai 110,2 milliárd forinttal magasabban alakultak az előző évihez képest, így egyenlegük 6,6 milliárd forinttal alulmúlta a megelőző évet. Az egyenleg mindkét oldali eltérése a Nemzeti Foglalkoztatási Alaphoz köthető – magasabbak lettek az alapot megillető egészségbiztosítási és munkaerőpiaci 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.

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 deficittel szemben kismértékű eltéréssel számolunk, prognózisunk 2,25 százalékos hiányt tartalmaz.

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

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	47	0,14
Fogyasztási adók	119	0,36
Lakossági befizetések	63	0,19
Bevételi oldali kockázatok	229	0,68
Lakásépítési támogatások	-20	-0,06
Költségvetési szervek és fej. kez. előirányzatok	250	0,75
Nettó kamatkidadások	-70	-0,21
Kiadási oldali kockázatok	160	0,48
ESA-híd	-20	-0,06
Összesen	49	0,15

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 adatai alapján a központi költségvetés adóssága 2015. szeptember végén elérte a GDP-arányosan számított 78,03 százalékot.

2015-ben az Alaptörvénybe foglalt adósságcsökkenési kritérium hatályos. Ez kimondja, hogy „mindaddig, amíg az államadósság a teljes hazai össztermék felét meghaladja, az Országgyűlés csak olyan központi költségvetésről szóló törvényt fogadhat el, amely az államadósság a teljes hazai össztermékhez viszonyított arányának csökkentését tartalmazza”. Ezt a stabilitási törvény 6. § (1) alapján úgy kell számítani, hogy a külföldi pénznemben fennálló adósságot keletkeztető ügyleteket azonos árfolyamon kell figyelembe venni. Így tehát a 2014. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság intézetünk előrejelzése szerint – a jelenlegi helyzet változatlansága mellett – a 78,2 százalékot érheti el, ami nominális értékben 26 321,2 milliárd forintot jelent. A korábbi előrejelzésünk óta eltelt időszakban történtek magyarázzák előrejelzésünk változását. Az elmúlt negyedévben várthoz képest még később kezdődött meg az európai uniós források utalása, továbbá a KESZ-egyenleg emelkedése is folytatódott, növelve az államadósság szintjét. A jelenlegi helyzet ellenére mégis eleget tudunk tenni a változatlan árfolyamon számolt, GDP-arányos államadósság-ráta csökkentésének.

- A) Az Államadósság Kezelő Központ Zrt. az utolsó negyedévben lejáró forintalapú állampapíroknál csak kevesebbet bocsátana ki. Ez egy lehetséges, de kis valószínűségű alternatíva, mivel a jelenlegi kintlévőségeknél nagyobb kibocsátás szerepel a kibocsátási tervben.
- B) Lehetőség van arra, hogy a december második felében lejáró Prémium Euró Magyar Államkötvényt csak a következő évben újítsák meg, azonban ezzel csak el lenne tolvá az adósság.
- C) A MNB az elmúlt időszakban devizaalapú államkötvényeket is vásárolt, ezt a jelenleg megduzzadt KESZ-egyenlegből vissza tudná vásárolni az adósságkezelő, harmadik lehetőségként. Ez az alternatíva megegyezik az elmúlt negyedévben feltételezett, a KESZ-állomány adósságállomány érdekében tett apasztásával.
- D) A Budapest Bank tervezettnél korábbi értékesítése.

Mint látjuk, több forgatókönyv is szóba jöhet, így a kitűzött cél biztonsággal teljesülhet.

A 2016. évi költségvetést érintő kockázatok

A 2016-os költségvetést az eddigi rendtől eltérően már júniusban törvénybe foglalták, ezzel közel egy időben pedig az Országgyűlés a következő évi adócsomagot is elfogadta. A korai rendelkezést ambivalens megítéléssel fogadták, mivel a fél évvel korábban meghozott költségvetést nagyobb valószínűséggel érthették volna változtatások az év fennmaradó részében. A feltételezés nem igazolódott be, június óta nem történt jelentős módosítás a következő évi költségvetésben, ami egy újabb lépés lehet a kiszámítható gazdálkodás felé.

A Magyarország 2016. évi központi költségvetéséről szóló 2015. évi C. törvény legfontosabb sarokszámai a következők:

- 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.

Intézetünk az elmúlt negyedév tovaryűrűző hatásait figyelembe véve ismét előrejelzést készített a következő évi költségvetésről is, ebből a szempontból vizsgálódva mutatjuk be a következő fejezetben eredményeinket.

Kockázatok

Előrejelzésünk figyelembe veszi a következő évi gazdálkodói környezet átalakulását, mind a makrogazdasági mutatók, mind az egyéb szabályozói környezet módosulását. Ennek fényében a bevételi és kiadási oldal vizsgálatakor kisebb eltérések szerepelnek becslésünk és a törvényben szereplő előirányzat között.

A bevételi oldalon a gazdálkodószervezetek befizetéseinél előrejelzésünkben az előirányzatnál kisebb összeg szerepel, az idei költségvetés vonatkozásában már említett növekedésiadóhitel-kedvezmény miatt. Az idei év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőség a következő évben 10 milliárd forintot kitevő kiesést okozhat, ami az egyenleg alakulását végül negatív tartományba tolja el.

A fogyasztási adókat az idei év bevételei fényében alultervezettnek találtuk, a tervezettnél jelenleg 37 milliárd forinttal több bevételre számítunk. Korábbi becslésünk az olajár lassú emelkedésével számolt, ennek bekövetkezése azonban időben kitolódni látszik, jelenleg az energiahordozó egységárának további csökkenésére számítunk.

A lakossági befizetéseket kismértékben alultervezettnek találtuk, vagyis pozitív kockázatot azonosítottunk. Ez jelenti azt is, hogy az elmúlt negyedév teljesítménye miatt felülvizsgáltuk korábbi előrejelzéseinket. Úgy látjuk, a következő évben életbe lépő kedvezményeket képes lesz fedezni az idei éven is áthúzódó trendszerű növekedés.

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

A társadalombiztosítási alapok kiadását kicsivel feljebb korrigáltuk, összesen 24 milliárd forintot kitevő mértékben. Az eltérés oka intézetünk és a költségvetésitörvény-tervezetben megfogalmazott makropálya közötti különbség, különösen az inflációra vonatkozó előrejelzés, melyet intézetünk valamivel magasabb szinten vár, mint a kormányzat.

Összegzésképpen elmondhatjuk, hogy az előirányzathoz képest előrejelzésünk 60 milliárd forinttal több bevételt és 24 milliárd forinttal több kiadást tartalmaz, melyek eredője 36 milliárd forintot kitevő pozitív eltérés.

Egyenleg és államadósság

Figyelembe véve a bruttó hazai termék alakulására vonatkozó várakozásunkat, ez a GDP 0,1 százaléka 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.

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

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	-7	-0,02
Fogyasztási adók	37	0,10
Lakossági befizetések	29	0,08
Bevételi oldali kockázatok	59	0,17
Költségvetési szervek és fej. kez. előirányzatok nettó kiadásai	0	0,00
Tb-alapok	24	0,07
Kiadási oldali kockázatok	24	0,07
ESA-híd	0	0,00
Összesen	35	0,10

Forrás: Századvég-számítás

2016-tól az államadósságnak már nemcsak az Alaptörvénybe foglalt, változatlan árfolyamon számolt bruttó GDP-arányos ráta csökkenésének kell megfelelnie, hanem az Európai Unió egyhuszados szabályának is eleget kell tennünk. Ennek a szabálynak az értelmében az államadósság teljes hazai össztermék 60 százalékát meghaladó részének egyhuzadával kell csökkenteni a GDP-arányos államadósságot. Tekintettel a nominális GDP-re vonatkozó várakozásainkra és a 2015. évi államadósságról szóló fejezetünkre, amennyiben a jelenlegi (változatlan árfolyamon számolt bruttó GDP-arányos államadósság-ráta) 78,2 százalékról nem tudnánk adósságállományunkat idén lecsökkenteni, úgy a jövő évi, változatlan áron számolt ráta 76,6 százalékon teljesülne.

Ugyanakkor az erős teljesítési kényszer miatt ettől a forgatókönyvtől eltekintünk. Helyette kiindulópontként az ideai cél teljesítésének minimumkritériumával, 76,1 százalékkal kalkulálunk. Ebből az origóból kiindulva a 2015-ös árfolyamon számolt, bruttó GDP-arányos államadósság-ráta 2016-ban 74,6 százalék lenne, teljesítve az Alaptörvénybe foglalt célt. Másrészt ugyanilyen ideai feltétellel a változó árfolyamon számolt, bruttó GDP-arányos államadósság-ráta 74,7 százalékot érné el, teljesítve az egyhuszados szabályt, aminek követelménye a 75,3 százalékos változó árfolyamon számolt adósságráta lenne. Összefoglalva tehát: amennyiben idén teljesül az államadósság-rátára vonatkozó kritérium, úgy jövőre sem sértünk meg egyetlen szabályt sem.