

Gazdaságpolitikai monitor

2016. március

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Regős Gábor tudományos munkatárs szerkesztette.

A jelentés egyes részeit készítették: Isépy Tamás, Mándli Marinetta, Pálvölgyi Zsigmond és Regős Gábor.

A felhasznált adatbázis 2016. március 8-án zárult le.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	1
A kínai gazdaság lassulása a pénzpiacokon is érezteti hatását.....	3
Az EU és az USA növekedési teljesítményének különbsége szinte nullára csökkent.....	3
Az EKB agresszív lépései következtében tovább lazulhat az európai monetáris környezet ..	4
A gazdaság bővülése tovább csökkentheti az uniós adósságrátát	8
Növekedési áldozattal járhat a szigorú német fiskális politika	12
A vártnál jobban nőtt a magyar gazdaság 2015 IV. negyedében	14
Hazánk befektetői megítélése összességében javult	18
Adósságfinanszírozás.....	18
A Növekedési Hitelprogram egyes kérdéseiről	23
Kedvezően alakult a 2015. évi hiány	25
Bevételek	25
Kiadások.....	26
Egyenleg.....	28
Kamatkiadások és államadósság	29
2016 elején többlettel zárt a költségvetés	30
Bevételek	30
Kiadások.....	32
Kamategyenleg	34
Egyenleg és államadósság	34

Vezetői összefoglaló

Október és december között tovább süllyedt az Egyesült Államok gazdaságának bővülési üteme, az utolsó negyedéves növekedési adat szinte megegyezett az uniós növekedési rátával. A várakozásoknak megfelelően a Fed Nyílt Piaci Bizottsága decemberben tíz év után ismét növelte irányadó rátáját, miközben az EKB márciusi ülésén tovább enyhítette monetáris kondícióit: a két régió közötti kamatkülönbség várhatóan tovább nő a következő negyedévekben. A globális pénzpiacok alakulását a kínai növekedés lassulása miatt is visszaeső kínai tőzszeindexek határozták meg. Az előrejelzési horizont egészen tovább folytatódhat az európai költségvetési konszolidáció, 2017 végére 2 százalék alá csökkenhet az uniós költségvetési hiánya. A javuló fiskális mutatók mögött leginkább a konjunktúra és a monetáris lazítás következtében nyomott európai kamatkörnyezet áll. A gazdasági ciklusok hatásától szűrt strukturális egyenleg változatlan maradhat a következő években.

A magyar gazdaság teljesítménye 2015 IV. negyedévében a vártnál nagyobb mértékben, éves összehasonlításban 3,2 százalékkal bővült. A növekedéshez elsősorban a háztartások fogyasztásának növekvő volumene, valamint a beruházások esetében az uniós pénzek IV. negyedévben kicsúcsosodó felhasználása járult hozzá, de utóbbihoz kapcsolódóan bővült a közösségi fogyasztás is. Negatív folyamatok mutatkoznak ugyanakkor a külkereskedelmi egyenleg alakulásában. Amíg az import egyenletesen növekedett tovább, az export növekedése lassult. Termelési oldalról a GDP növekedéséhez negatívan járult hozzá a mezőgazdaság: a rossz idő miatt a termés az előző évinél alacsonyabb volt. Ezzel szemben az ipar jelentősen hozzá tudott járulni a IV. negyedévben a növekedéshez, míg a szolgáltatások növekedése az előző negyedévinél kisebb volt. A jövőre vonatkozó várakozásaink szerint 2016-ban a GDP növekedésének üteme 2,4, míg 2017-ben 3,0 százalékos lesz. 2016-ban a növekedést elsősorban a fogyasztás és a nettó export növelheti, de 2017-ben már a beruházások ismételt növekedése is hozzájárulhat. A munkaerőpiac helyzete előrejelzéseink szerint tovább javul: a munkanélküliségi ráta átlagos értékét 2016-ban 6,0, míg 2017-ben 5,8 százalékra várjuk. Előző előrejelzésünkhöz képest az infláció várhatóan mérsékeltebben alakul: 2016-ban átlagosan 0,8, míg 2017-ben 1,8 százalék lehet az átlagos mértéke. Ez azt jelenti, hogy a jegybanknak a jövőben lehetősége nyílhat a gazdasági növekedés további ösztönzésére, akár konvencionális, akár nem konvencionális eszközökkel.

Magyarország befektetői megítélése a külső hatások miatt alapvetően javult az elmúlt negyedévben: alig emelkedett a CDS-felár, a forint erősödött az euróval, a svájci frankkal és a dollárral szemben is. A hozamgörbe alakja kedvezően módosult, hiszen csökkentek a hosszú lejáratokhoz tartozó hozamok, míg emelkedtek a rövid hozamok. A likviditásbőség hatására a hazai rövid hozamok jelentősen alulmúlják a jegybanki alapkamatot, ami alapvetően a jegybanki eszközből kiszoruló nagy likviditásbőséggel és részben a kamatcsökkentési várakozásokkal magyarázható. Az MNB igyekszik a pótlólagos állampapírpiaci keresletet a

hosszabb hozamok irányába terelni a 3, 5 és a 10 éves futamidejű kamatcsere- (IRS) ügyletekkel. A jegybanki devizatartalék 31,3 milliárd euró körüli értékre csökkent.

Az államháztartás központi alrendszere a 2015. évi előzetes adatok szerint 1218,6 milliárd forint hiánnyal zárt. A központi költségvetés 1195,9 milliárd forintos hiányt, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 24,9 milliárd forintos deficitet, az elkülönített állami pénzalapok 2,2 milliárd forintos többletet halmoztak fel. Az év végére tervezett (módosított) hiánycélnál 326,2 milliárd forinttal magasabban alakult a pénzforgalmi hiány, aminek legfontosabb oka, hogy a – korábban megítélt, de teljes egészében még nem folyósított – közel 560 milliárd forint uniós forrás késett, emiatt a bevételi oldal egyes sorai alulteljesültek. A fennakadás így ideiglenes hatást gyakorolt a költségvetésre, azonban a maastrichti szabályok értelmében ezeket teljesült tételként kell országunknak elszámolnia. Másrészt az év egészében domináló kedvező gazdasági trendek és a kormányzati intézkedések gazdaságfehérítő hatásának eredményeképp 848 milliárd forinttal felülteljesültek a főbb adóbevételek, javítva az egyenleget. Összességében az államháztartás GDP-arányos hiánya a tervezettnél is kedvezőbben alakulhat, előzetes becslések szerint akár 1,8 százalék körüli értéken állhat majd a mutató.

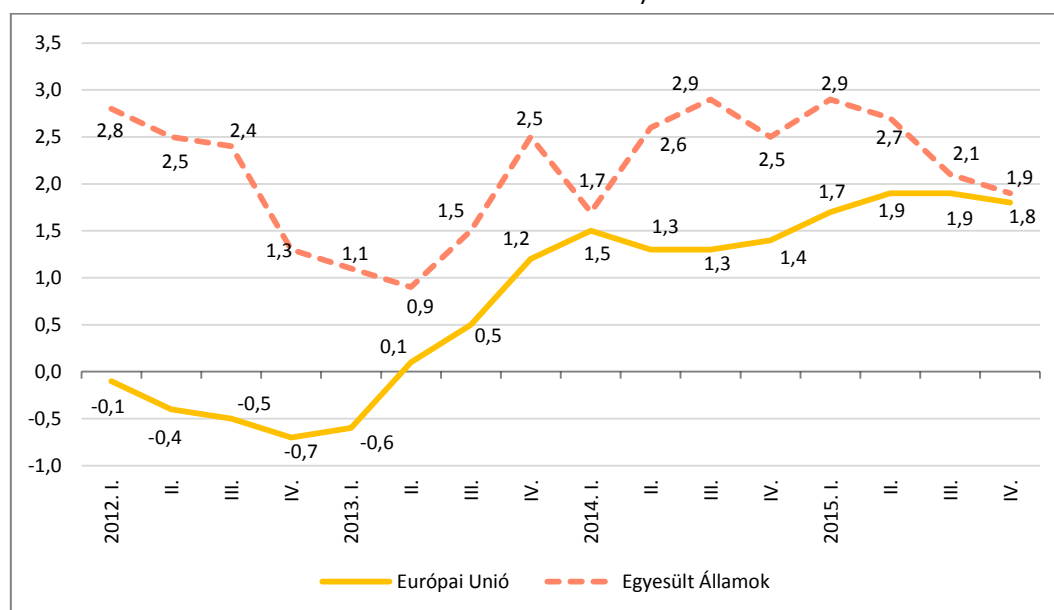
Az idén a tervezett felett realizálódhatnak a gazdálkodói befizetések, a fogyasztási típusú adók és a lakossági adóbevételek is. A kiadási oldalon a 2016. évi költségvetés elfogadása után bejelentett Családi Otthontermelési Kedvezmény lakásépítési támogatásait megemelő kiadási tétellel korrigáltunk. Összességében a kormányzati tervekben szereplő, a GDP 2 százalékát kitevő deficit alatti, 1,6 százalékos hiánnyal számol intézetünk. A változatlan árfolyamon számolt GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 71,4 százalékos szintet várunk. Így a jelenleg hatályos államadósság-szabály várakozásunk szerint teljesül.

A kínai gazdaság lassulása a pénzpiacokon is érezteti hatását

Az EU és az USA növekedési teljesítményének különbsége szinte nullára csökkent

Enyhén csökkent az unió bővülési üteme a harmadik negyedévről a negyedikre, ám az 1,8 százalékos növekedési ráta alig marad el az Egyesült Államokban tapasztalttól (1. ábra). Az európai növekedést továbbra is a fogyasztás dinamizálja, amely egymaga 1,1 százalékpontot magyaráz az unió növekedési üteméből. A harmadikról a negyedik negyedévre 0,4-ről 0,9 százalékpontra nőtt a beruházások növekedést támogató szerepe, miközben a kormányzati költsékek változatlanul 0,4 százalékpontot tett ki. Az öreg kontinens enyhén visszaeső növekedési rátáját a nettó export hozzáadott értékének visszaesése magyarázza, ami 0,5 százalékponttal csökkentette az európai gazdaság bővülési ütemét.

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



Forrás: Eurostat

Tagállami szintre lebontva továbbra is az uniós átlagot meghaladó mértékben bővültek a kelet-közép-európai tagállamok. Az unió öt legnagyobb gazdasága közül a francia, az olasz és a spanyol is gyorsítani tudta növekedését. Utóbbi gazdaság 3,5 százalékos bővülésénél a régiós országokon kívül egyedül Svédországban regisztráltak nagyobbat. Hazánk legnagyobb kereskedelmi partnerének, a német gazdaságnak a növekedési rátája 1,7-ről 1,3 százalékra csökkent, a romló német feldolgozóipari bizalmi indikátorok alapján a visszafogottabb bővülés az idei első negyedévben is fennmaradhat. Immáron ötödik negyedéve lassult az Egyesült Királyság növekedési üteme. Negyedik negyedéves bővülése 1,9 százalékot tett ki. A

kedvezőtlen folyamat megfordulásának komoly gátja lehet a közelgő uniós tagságról szóló népszavazás, mivel kilépés esetén várhatóan komoly pénz- és működőtőke-állomány hagyhatja el az országot.

Az Egyesült Államok gazdasága 2014 és 2015 negyedik negyedéve között 1,9 százalékkal bővült, így már harmadik negyedéve folyamatosan csökken az amerikai gazdaság éves növekedési üteme. A visszaesés továbbra is a beruházások, azon belül is főként a nem lakásjellegű beruházások volumencsökkenésének következménye. Éves alapon az amerikai gazdaság motorjának, a lakossági fogyasztásnak is visszaesett a növekedési üteme, másfél év után regisztráltak ismét 3 százalék alatti fogyasztásbővülést. A mutató 2,6 százalékra való csökkenése jórészt a tartós fogyasztási javak iránti folyamatosan csökkenő kereslet következménye. Közel öt év után először bővült 1 százalékot meghaladó mértékben a kormányzati költségek volumene, ami mögött elsősorban a védelmi kiadások enyhe emelkedése miatti szövetségi szintű kiadásbővülés áll. Főként az erős dollár és a gazdaság főbb felvevőpiacainak (Kína, Japán, Kanada) gyengélkedése miatt a tavalyi negyedik negyedévben 2009 óta először csökkent az amerikai exportvolumen. A 0,8 százalékos visszaesés az áruexport éves növekedési ütemének második negyedéve tartó zsugorodásának eredménye. Viszont a szolgáltatásexport a korábbi negyedévekhez viszonyítva erősnek tekinthető. Ezzel szemben az előző negyedékénél visszafogottabb mértékben, de tovább nőtt a tengerentúli gazdasági importvolumene, így tovább nyílt az olló az amerikai export- és importvolumen között.

Az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzésében 3,5-ről 3,3 százalékra csökkentette a világgazdaság 2016-ra várt növekedési ütemét, főként a kínai gazdaság lassulása és a nyersanyagexportőr országok visszaeső teljesítménye miatt. Az Európai Unió gazdaságát idén a fogyasztás mellett egyre inkább a beruházások volumennövekedése is támogathatja: a bizottság várakozása szerint idén 1,9, jövőre 2 százalékos ütemben nőhet az öreg kontinens kibocsátása. Bár az unió növekedési teljesítménye megközelítette az amerikai gazdaságban mértet, a bezáruló olló az előrejelzések szerint ismét tágulhat a következő hónapokban, az USA kibocsátása 2,6–2,7 százalékot tehet ki a következő két év folyamán.

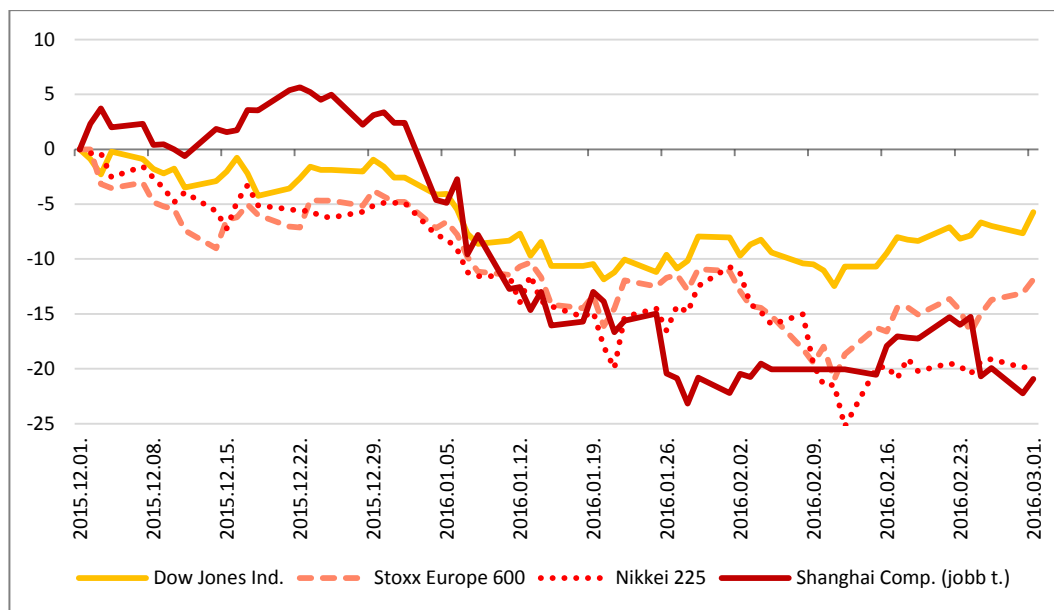
Az EKB agresszív lépései következtében tovább lazulhat az európai monetáris környezet

Az Európai Központi Bank legutóbbi, március 10-ei ülésén jelentősen enyhítette monetáris kondícióit. A Kormányzótanács 0,05 százalékról 0 százalékra csökkentette irányadó rátáját, miközben a kamatcsatorna mindkét szélét lefelé tolta: a refinanszírozási hitelek kamatlábat 0,3-ről 0,25, míg a betéti kamatlábat –0,3-ről –0,4 százalékra vágta vissza. A várakozásoknak megfelelően a testület tovább növelte az EKB mennyiségi lazítási programjának havi felvásárlási keretét, amely áprilistól kezdve 60-ról 80 milliárd euróra nő, sőt, a program keretében felvásárolható értékpapírok közé beemelte az olyan nem banki, befektetésre

ajánlott minősítésű vállalati kötvényeket, amelyeket euróban denomináltak, és az eurózónában bejegyzett vállalatok bocsátották ki. A vállalati hitelezés fellendítése érdekében a Kormányzótanács négy újabb, egyenként négyéves lejáratú, célzott hosszú finanszírozási programot (TLTRO) hirdet meg júniustól kezdve, aminek forrásait a kereskedelmi bankok igényelhetik. A TLTRO II. program feltételeinek teljesítése esetén az igényelhető források minimális kamatlába az EKB –0,4 százalékos betéti kamatlábáig süllyedhet, így megfelelő felhasználás esetén a hitelintézeteknek kevesebb forrást kell visszafizetniük az EKB-nak, mint amennyit kölcsönöztek.

Az előzetes piaci várakozásoknak megfelelően az Egyesült Államok jegybanki feladatait betöltő Fed kamatdöntő szerve, a Nyílt Piaci Bizottság (FOMC) decemberi ülésén 2006 után ismét kamatot emelt, irányadó rátáját hét év után mozdította el a technikai zérónak tekintett 0–0,25 százalék közötti sávból. A döntést a munkanélküliségi ráta egyensúlyi szint környékére csökkenése, valamint az utóbbi egy év stabil, 2 százaléktól kissé elmaradó maginflációs mutatói indukálták. A FOMC januári ülésén nem változtatott irányadó rátáján, várakozásunk szerint a testület márciusban sem folytatja a megkezdett szigorítási periódust. Az alacsony olajárak miatt várhatóan tovább csökkenő infláció, valamint az amerikai gazdaság negyedik negyedéves gyenge exportdinamikája miatt megítélésünk szerint a Fed irányadó rátája legközelebb júniusban emelkedhet.

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



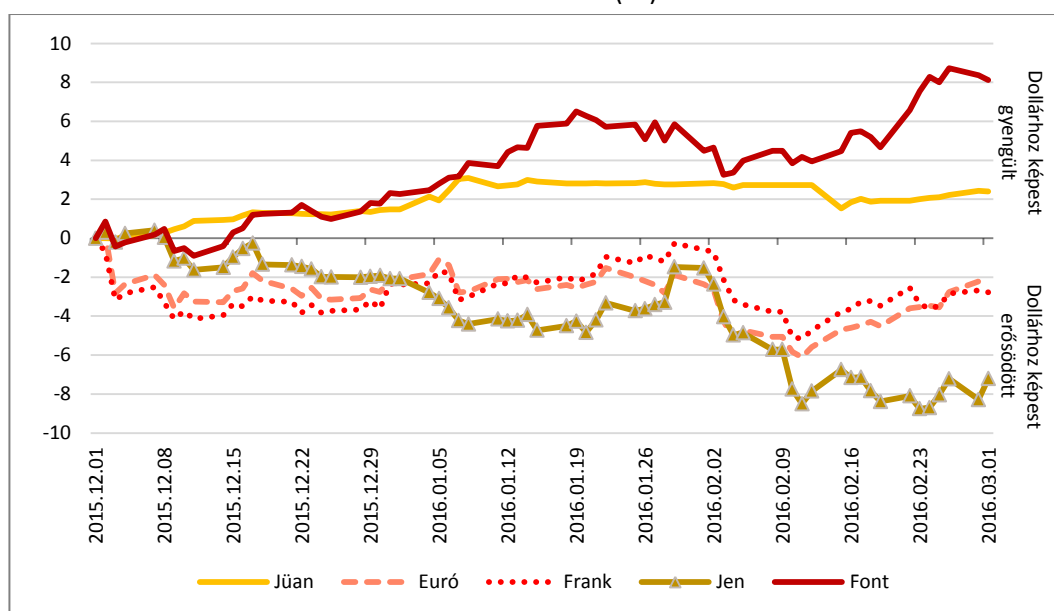
Forrás: Thomson Reuters

2016 első napjainak pénzügyi folyamatait a kínai tőzsdék esése határozta meg. A Shanghai Composite részvényindex értéke január első két hetében 18 százalékkal csökkent december végi záró árfolyamhoz képest (2. ábra). Az eladási hullám mögött két fő motívum húzódott meg: egyrészt a kínai növekedés lassulása, ami sérülékennyé teheti a világ második legnagyobb, jelentősen eladósodott gazdaságát, másrészt az újonnan bevezetett kínai

tőzdeszabályozás. Az év első napjaiban kialakult eladói nyomást szintén a kínai tőzdeszabályozás indukálta, ami az augusztusi eladási hullámot az állami vállalatok kereskedésének január 8-áig tartó befagyasztásával állította meg. Az akkor bevezetett szabályozás értelmében nem adhatta el egy másik vállalat részvényeit az az állami cég, mely a másik vállalat részvényeiből 1 százaléknál nagyobb pakettel rendelkezett. A kínai tőzdefelügyelet végül a moratórium meghosszabbítása mellett döntött, ám ennek ellenére a Shanghai Composite részvényindex értéke január során összesen 24 százalékot veszített értékéből.

A Shanghai Composite mellett a világ többi vezető tőzsdeindexének értéke is csökkent december és március között. Az európai tőzsdék az amerikaiánál nagyobb mértékű gyengülést mutattak, főként az öreg kontinens gazdaságának nagyobb kínai exportkitettsége és az EKB decemberi kamatdöntő ülése előtti erősödés korrekciója miatt. Az amerikaihoz képest kedvező európai növekedési adatok hatására viszont február 12-étől bővülést mutatott az európai Stoxx 600 index, melynek értéke a február 11-ei mélyponthoz viszonyítva közel 12 százalékkal nőtt március 1-jéig. A japán tőzsde február első két hetében több mint 15 százalékot veszített értékéből, amit a vártnál gyengébb japán negyedik negyedéves növekedési adatok fordítottak meg. A GDP-adat publikálását követően egy nap alatt 7,2 százalékkal emelkedett a Nikkei 225 részvényindex értéke, mivel a hivatalos nyilatkozatok ellenére a piac további, főként fiskális kormányzati stimulust feltételez.

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



Forrás: Thomson Reuters

Összességében a szabályozott jüan december és március között 2,4 százalékkal gyengült a dollárhoz viszonyítva, miközben a font kivételével az összes jelentősebb deviza erősödött az amerikai fizetőeszközzel szemben (3. ábra). A font alakulását az Egyesült Királyság uniós

tagságáról szóló népszavazás eredménye körüli bizonytalanság határozta meg, a december és február közepe közötti árfolyamgyengülés főként a David Cameron miniszterelnök és az uniós vezetők kevés konkrétummal záródó megbeszéléssorozatának eredménye. A brit fizetőeszköz február második felében tapasztalt nagyarányú gyengülését Cameron bejelentése okozta, miszerint a további uniós tagságról szóló referendumot június 23-án tartják az Egyesült Királyságban. A Brexit gazdasági hatásairól megoszlanak a vélemények, ám kilépés esetén várhatóan jelentős, jelenleg a brit bankszektorban kezelt vagyonállomány hagyhatná el az országot, ami további nyomást helyezne az angol fontra.

A júnnal és a fonttal ellentétben a svájci frank, az euró és a japán jen is erősödött december és március között a dollárral szemben. Az euró erősödése főként az EKB decemberi ülése utáni korrekció eredménye, amelyen a várakozásokkal ellentétben a Kormányzótanács nem növelte a jegybank mennyiségi lazítási programjának havi felvásárlási keretét. Az ülés után az addig folyamatosan gyengülő euró erősödésnek indult, amit követett a svájci frank árfolyama is. A Fed decemberi kamatemelése ellenére a vizsgált három hónap során jelentősen, közel 8 százalékkal értékelődött fel a japán jen a dollárhoz képest. A japán jegybank elnökének decemberi kijelentése szerint a központi bank nem tervezi mennyiségi lazítási programjának kibővítését, melynek gazdasági növekedést ösztönző hatása eddig is nyomott maradt. A jen erősödését összességében a további japán monetáris stimulus hiánya, valamint a Fed kamatemelési ciklusának lassabbá válása indukálhatta.

A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak a legtöbb ország esetében nem változtak érdemben december és március között. Három hónap során a német 8,9, a francia 4, míg az amerikai felár mindössze 0,6 bázisponttal emelkedett, miközben a gyengébb növekedési kilátások miatt a kínai kockázati felár 101-ről 134 bázispontra nőtt. Az európai államok közül Portugália CDS-felára emelkedett jelentősen. A három hónap alatt 65 bázisponttal bővülő felár főként annak fényében számít magasnak, hogy ez idő alatt az olasz felár 34,5, míg a spanyol mindössze 18 bázisponttal nőtt. A növekvő kockázati felárat az októberi portugál választás eredményei indokolhatják, ugyanis november végétől kisebbségi kormányzat irányítja az országot, mivel a portugál kormányfő a korábbi szocialista miniszterelnököt kérte fel kormányalakításra a két euroszeptikus pártot is magába foglaló jobboldali koalícióval szemben. Hasonlóan, az Egyesült Királyság CDS-felára a Brexit körüli bizonytalanság miatt növekedett a vizsgált három hónap során, a 14-ről 35 bázispontra emelkedő felár viszonylag magasnak számít a német, a francia és az amerikai CDS-felárhoz viszonyítva.

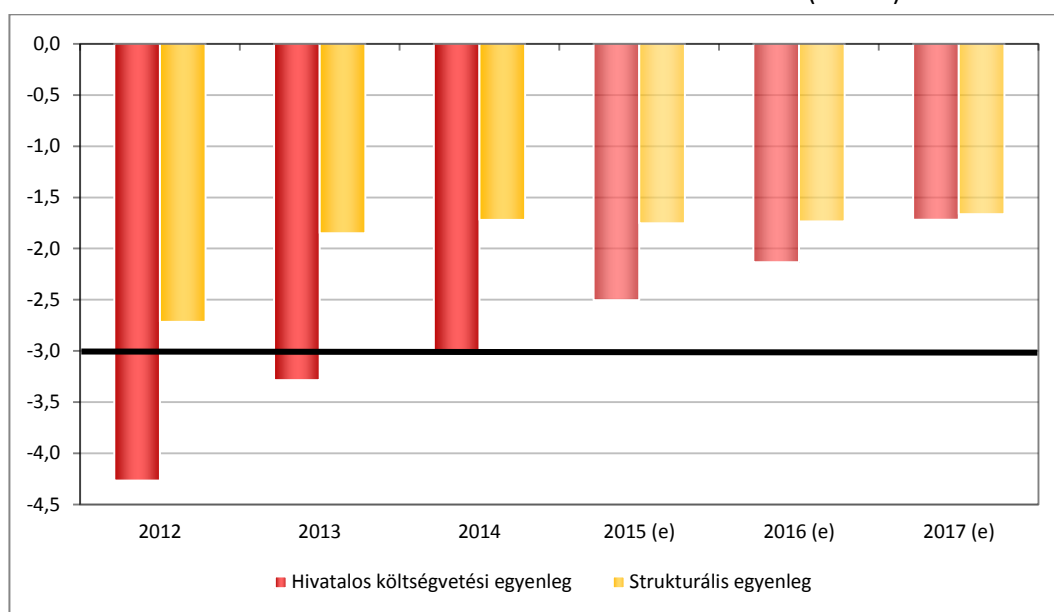
Az EKB decemberi ülése jelentős volatilitást okozott az európai állampapírpiacra is: egy nap alatt a 10 éves lejáratú német államkötvények hozama 19,6, a franciáké 20,9, míg az olaszoké 23,4 bázisponttal nőtt. A biztonságosabb európai államok kötvényhozamai március 1-jéig december eleji szintjük alá csökkentek, meglátásunk szerint a piac február második felében már az EKB mennyiségi lazítási programjának március 10-ei kibővítését árazta be.

December és március között az uniós tagállamok közül egyedül Görögország 10 éves kötvényhozamai emelkedtek jelentősen. A 280 bázispontos növekedés mögött a gazdaság vártnál gyengébb teljesítőképessége mellett az országba érkező menekültek továbbhaladása körüli bizonytalanság állhat.

A gazdaság bővülése tovább csökkentheti az uniós adósságrátát

Az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzésében ismét negatívabb képet vázolt mind az eurózóna, mind a teljes unió fiskális pályájáról, ám az unió költségvetési konszolidációja várhatóan tovább folytatódik a következő években. A novemberi előrejelzéshez képest 0,1–0,2 százalékponttal romló költségvetési deficit mögött elsősorban a lassabb külső konjunktúra és a nyersanyagárak további csökkenése áll. A bizottság előrejelzése szerint az unió hiánymutatója a tavalyi 2,5 százalékról idén 2,2, míg jövőre 1,8 százalékra csökkenhet, míg az eurózóna GDP-arányos deficitje a következő években pár tized százalékponttal az uniós érték alatt maradhat (4. ábra).

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



Forrás: Európai Bizottság, *European Economic Forecast Winter 2016*

Az uniós szinten évek óta csökkenő kibocsátásarányos költségvetési deficit főként konjunkturális hatások eredménye, a strukturális egyenleg a várakozások szerint gyakorlatilag változatlan maradhat az előrejelzési horizont egészében. A következő években várhatóan a költségvetés GDP-arányos bevételi és kiadási oldala tovább mérséklődhet. A költségvetési egyenleg javulása főként utóbbi gyorsabb ütemű csökkenésének eredménye. A kibocsátásarányos költségvetési bevételek 2015 és 2017 között 0,3 százalékponttal csökkenhetnek, amely főként a magasabb vetítési alap eredménye. Ezzel szemben a GDP-

arányos kiadások két év alatt várhatóan 1 százalékponttal eshetnek, amit nagyrészt a javuló munkaerőpiaci folyamatok miatti, nominális szinten is alacsonyabb szociális kiadások indokolnak. A kiadási oldal relatív mérséklődését támogatja a laza monetáris környezet miatt alacsony kamatkiadás, valamint a 2007–2013-as uniós költségvetési időszak lehívható forrásainak kifutása nyomán mérséklődő állami beruházási aktivitás is.

Tagállami szintre lebontva két uniós tagországnak is jelentősen romlott a 2015-ös költségvetési hiánya a tavalyi év utolsó hónapjaiban. A májusban még 2,1 százalékra várt görög hiányt november és február között a bizottság 4,6-ről 7,6 százalékra rontotta, az országnak a GDP 3,3 százalékának megfelelő mértékben kellett feltőkésítenie bankrendszerét. A görög adósságállomány lejáró részleteinek júniusi újratárgyalása jelentősen megviselte a bankszektor, az eurózónából való kilépéstől tartva a lakosság folyamatosan csökkentette betétállományát. A pénzügyi rendszer likviditási problémái miatt több hétre be kellett zárni a bankfiókokat. Az EKB számításai szerint a 14,4 milliárd eurós kormányzati mentőcsomag hatására a görög bankrendszer működési környezetének jelentős romlása esetén is stabil maradhat, ami elengedhetetlen az ország növekedési pályára állításához.

A korábban előre jelzett 3 helyett 4,2 százalékot tehet ki a tavalyi portugál költségvetési hiány, a deficitet Görögországhoz hasonlóan szintén egyszeri, bankrendszerhez kapcsolódó kiadások növelték. A kormányzat 2,3 milliárd euróval tőkésítette fel az ország nyolcadik legnagyobb mérlegfőösszegű, főként az Azori- és Madeira-szigeteken aktív bankját, a Banifot, amely hitelezési divízióját kénytelen volt értékesíteni a spanyol Banco Santandernek.

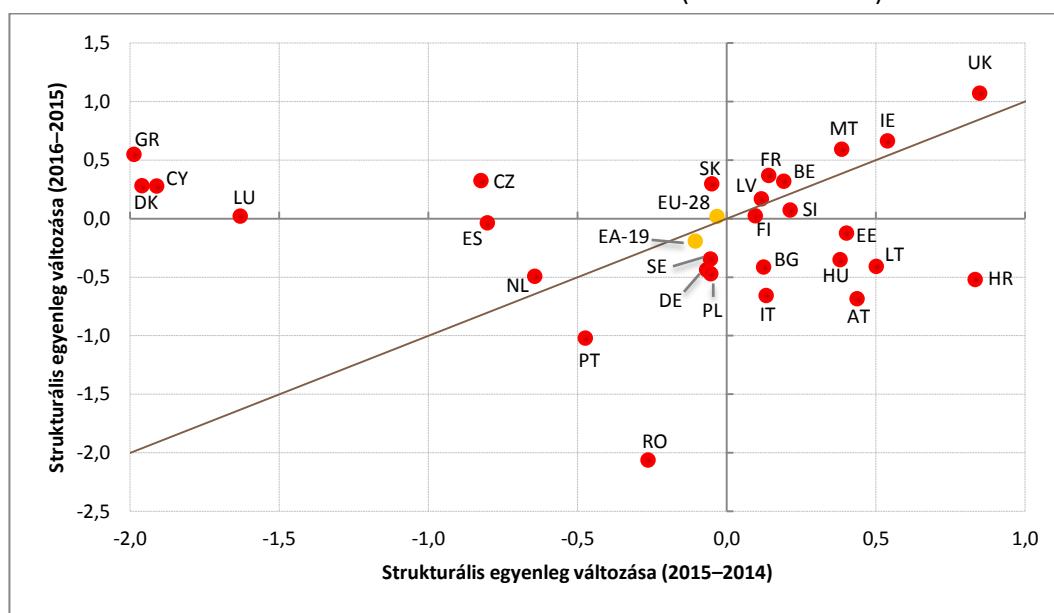
A tavalyi év egészére várt dán hiányszámot 3,3-ről 2 százalékra csökkentette a bizottság, ám egyúttal enyhén rontotta a következő évekre várt GDP-arányos költségvetési hiányt is. A dán nyugdíjrendszer átalakítása az elmúlt években jelentősen növelte az ország költségvetési helyzetének volatilitását, mivel a nyugdíjhozamok megadóztatásának és a nyugdíjkorhatár előtt nyugdíjba vonulók megtakarításaira kivetett 20 százalékos tőkeadó bevételei is nehezen becsülhetőek előre. A következő évek deficitszámainak növekedése így egyrészt a tőkeadó egyszeri bevételeinek csökkenéséből adódik, amit erősít az alacsony olajár miatt visszafogott északi-tengeri kitermelés költségvetési bevételekre gyakorolt kedvezőtlen hatása.

A várakozásokkal ellentétben Luxemburg költségvetése idén is szufficites maradt, ami a következő években is fennállhat. A hercegség áfabevételeit jelentősen csökkentette az e-kereskedelem 2015-től életbe lépő uniós szabályozása, amely alapján a forgalmi adót a tranzakció létrejöttének helyén, és nem az eladó székhelyének államában kell fizetni. Mivel Luxemburgban a forgalmi adó 15 százalékos értéke korábban a legalacsonyabb volt az uniós tagországok között, a kedvező adózási szabályok miatt több IT-vállalat (Microsoft, eBay, Amazon) is ide helyezte európai székhelyét. A kormányzat az adóbevételek csökkenésének ellensúlyozására még januárban 15-ről 17 százalékra emelte az általános áfakulcsot, ám

ennek bevételeket növelő hatása mérsékelt maradt: 2014-ről 2015-re 1,2 százalékponttal csökkent a költségvetés GDP-arányos többlete, ami nagyjából lefedi az új uniós szabályozás miatt kieső, a kibocsátás 1,25 százalékára rúgó bevételeket.

Korábbi magas költségvetési hiányuk és növekvő államadósságuk miatt továbbra is kilenc tagállam áll túlzottdeficit-eljárás (EDP) alatt, ahonnan leghamarabb Írország, Szlovénia és Portugália kerülhet ki 2016-ban. A várakozások szerint az ír gazdaság jelentősen, 2 százalékpontot meghaladó mértékben csökkentette GDP-arányos költségvetési hiányát 2014-ről 2015-re, miközben az ír gazdaság gyors növekedésének köszönhetően az ország államadósság-rátája 9 százalékponttal javult és 100 százalék alá csökkent. Szlovénia tavalyi költségvetési hiánya várhatóan éppen az EDP 3 százalékos célértéke alatt maradhat, a Banif feltőkésítése miatt viszont Portugália várhatóan továbbra is az eljárás alatt álló országok között szerepelhet. Az unió nagyobb gazdaságai közül Franciaország, Spanyolország és az Egyesült Királyság továbbra sem teljesíti a maastrichti kritériumokat: a fiskális alappálya jelentős módosítása nélkül utóbbi két állam legkorábban 2018-ban, míg Franciaország csak 2019-ben kerülhet ki az eljárás alól.

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



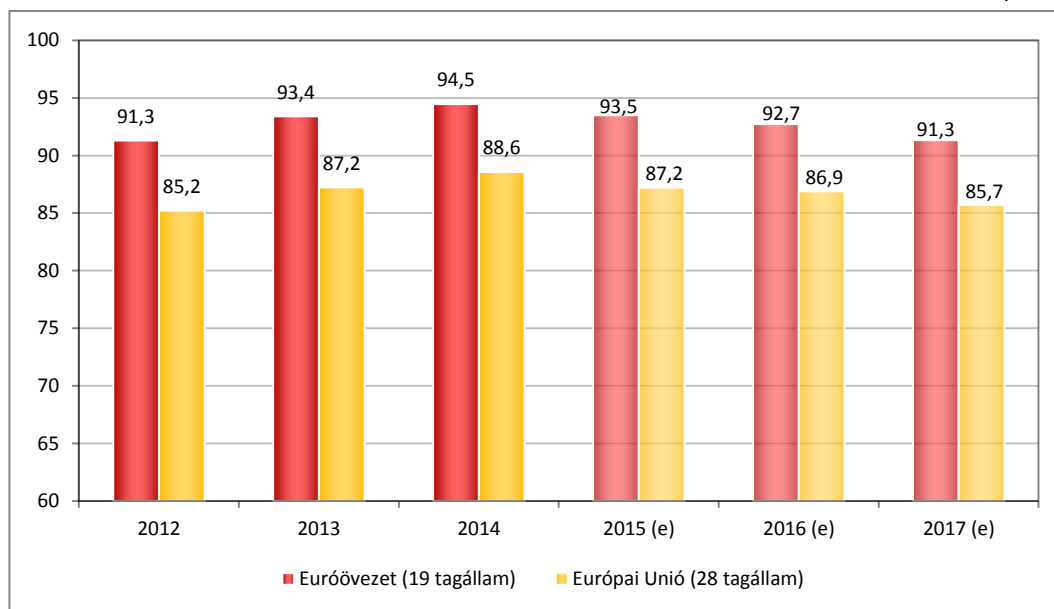
Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Winter 2016, Századvég-számítás

A várakozások szerint 2015-höz képest idén 14 tagország javíthatja strukturális egyenlegét, amely várhatóan egyedül az idei választások előtt jelentős adócsökkentést bevezető Romániának romolhat jelentősen (5. ábra). Összesen így is mindössze 8 tagállam mérsékelheti strukturális hiányát két egymást követő évben, melyek fele emellett is túlzottdeficit-eljárás alatt áll. A 2014-ről 2015-re romló strukturális egyenleget felmutató 13 tagországból várhatóan mindössze öt csökkentheti idén strukturális hiányát, többek között a visegrádi országok közül Szlovákia és Csehország is. Ezzel szemben a tavaly javuló

strukturális egyenlegét 15 államból 7 rontotta idén, azaz a gazdaság állapotának javulásával párhuzamosan a potenciális szintnél kevésbé csökkentette költségvetési hiányát. A strukturális egyenlegek alakulása alapján az unió javuló költségvetési helyzete jelentős mértékben a kedvező konjunkturális helyzet következménye. Az uniós tagállamok kevesebb mint harmada javítja folyamatosan a gazdaság ingadozásától szűrt költségvetési egyenlegét.

A tagországok folyamatosan javuló költségvetési egyenlegét tovább árnyalja, hogy kiegyensúlyozott költségvetési egyenlege várhatóan mindössze két, 2017-ben pedig négy uniós államnak lehet. 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. E szigorú kritériumokat az előrejelzések szerint 2016-ban mindössze az elmúlt években folyamatosan költségvetési többletet produkáló Luxemburg, valamint a 10 százaléknál alacsonyabb GDP-arányos államadósságot felhalmozó Észtország teljesítheti. A két ország kiegyensúlyozott költségvetésének uniós fiskális folyamatokra gyakorolt hatását viszont jól szemlélteti, hogy a két állam kibocsátása és lélekszáma sem éri el az uniós GDP és népesség 0,5 százalékát. Változatlan fiskális folyamatok mellett 2017-ben a luxemburgi és az észt költségvetési egyenleg mellett a dán és a litván költségvetés is kiegyensúlyozottá válhat, miközben 2016-ban és 2017-ben Németország csak az egyébként folyamatosan csökkenő, enyhén 70 százalék alatti államadóssága miatt nem teljesítheti a kritériumokat.

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



Forrás: Európai Bizottság, *European Economic Forecast Winter 2016*

A bizottság előrejelzése szerint 2014-ről 2015-re mind az eurózóna, mind a teljes unió GDP-arányos államadóssága csökkent, a válság hatására megugró mutató így 2014-ben tetőzött. Az eurózóna adósságrátája tavaly 1 százalékponttal csökkent, ám ebből mindössze

0,2 százalékpontot magyaráz a tagállamok elsődleges egyenlegének javulása. A gazdasági növekedés és az alacsony inflációs és kamatkörnyezet hatását kifejező „hólabdahatás” 0,3 százalékponttal csökkentette a rátát, ami alapján a csökkenő államadósság inkább a kedvező konjunkturális környezet és az alacsony reálkamatok következménye, mint a fiskális szigoré. A maradék 0,5 százalékos csökkenést a tagállamok az állami vagyoneszközök privatizációjából finanszírozták, amelynek az adósságot csökkentő hatása visszafogott maradhat a következő években. A várakozások szerint az euróövezet tovább csökkenő adósságrátáját idén inkább az elsődleges egyenlegek javulása, míg 2017-ben a gazdasági növekedés vetítési alapot növelő hatása támogathatja.

Az elmúlt években csökkenő költségvetési hiány és az inkább visszafogott, ám folyamatosan javuló gazdasági teljesítmény hatására idén 11 tagállam teljesítheti a maastrichti kritériumként megszabott 60 százalék alatti adósságrátát, ami jövőre Máltának köszönhetően 12-re emelkedhet. 2015 és 2017 között várhatóan 20 tagállam csökkenti GDP-arányos adósságát, ám az adósságrátára vonatkozó szabályt jelenleg teljesítő tagállamok közül az előrejelzések szerint ötnek is nőhet az adósságrátája. A leggyorsabb ütemben Ciprus csökkentheti kibocsátásarányos adósságát, ami két év alatt várhatóan 13,4 százalékponttal mérséklődhet a ciprusi bankválság során igényelt mentőcsomag részleteinek visszafizetése, illetve az annak feltételeként vállalt tőkekorlátozások feloldása támogatta gazdasági növekedés hatására. Romló gazdasági kilátásai miatt ellenben a finn adósságráta 3,5, míg növekvő költségvetési hiánya miatt a román mutató 3,6 százalékponttal nőhet.

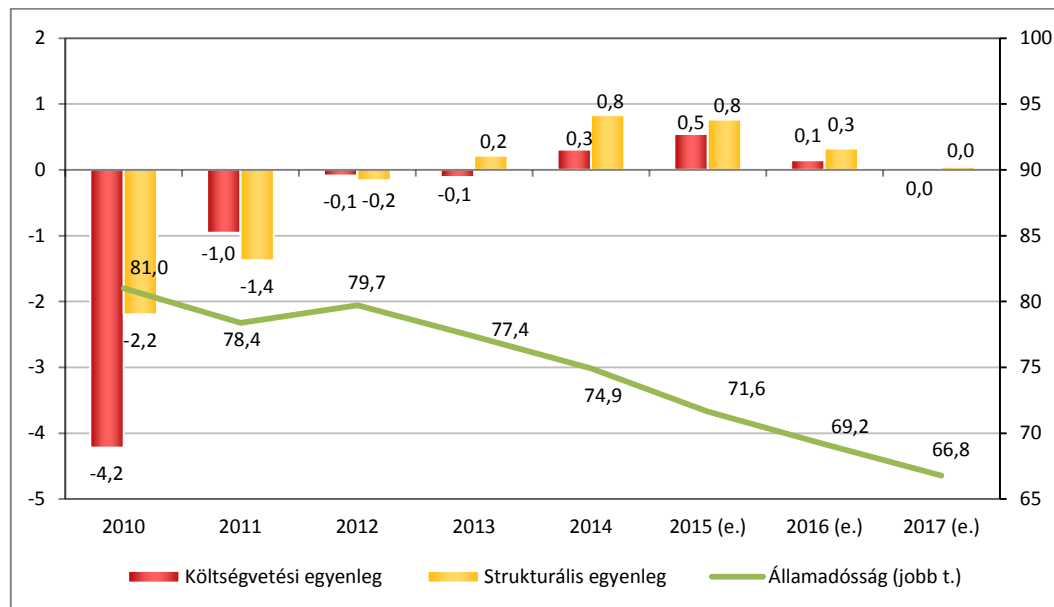
Növekedési áldozattal járhat a szigorú német fiskális politika

A német költségvetés a tavalyi évet várhatóan 12,1 milliárd euró többlettel zárja, így sorozatban már másodszorra lehet szufficités a német költségvetési egyenleg, ami a várakozások szerint egészen 2017 végéig fennmaradhat. A német terminológiában „schwarze Null” kifejezéssel illetett folyamat leginkább Wolfgang Schäuble pénzügyminiszter érdeme, aki a görög adósságállomány újratárgyalása során is képviselte a német fiskális érdekeket. Az utóbbi évek szigorú költségvetési politikájának hatására is öt év alatt több mint 9 százalékponttal csökkent Németország GDP-arányos adósságállománya, a tendencia folytatódása esetén az ország akár 2020-ra teljesítheti a 60 százalékos maastrichti kritériumot (7. ábra).

A második világháború óta nem látott mértékű német költségvetési többlet főként a kedvező munkaerőpiaci folyamatok következménye. Az utóbbi években tapasztalt folyamatos foglalkoztatásbővülés hatására januárban a munkanélküliségi ráta 4,3 százalékra esett, a munkanélküliek szociális támogatásának csökkenése és a fogyasztás fellendülése miatt bővülő adóbevételek együttesen a vártnál nagyobb költségvetési többletet eredményeztek 2015-ben. A nem várt többlet jelentős része, közel 8 milliárd euró szükséges a 2015-ben az országba érkezett 1,1 millió migráns integrálására a kormányzat számításai alapján. Többek

között az esetleges további költségek fedezése miatt is lehet ismét deficitese a német költségvetés.

7. ÁBRA: A NÉMET FISKÁLIS POLITIKA FŐBB MUTATÓI (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Winter 2016

Bár a világgazdaság egyensúlyzavarának megszüntetését segíti a szigorú és következetes német fiskális politika, egyre több német gazdasági szereplő szerint ez az ország számára több áldozattal, mint haszonnal jár. Az EKB laza monetáris politikája miatt a német 10 éves állampapírok benchmark hozama február végére 0,1 százalékra csökkent: a kormányzat akár hosszú távon is képes lehet igen alacsony kamatok mellett eladósodni, ami remek alkalmat teremt az állami infrastrukturális beruházásoknak. A szufficites költségvetés ellenzői szerint az országnak a ritkán adódó lehetőséget kihasználva a közúthálózatot és az oktatást kellene fejlesztenie az adósságállomány leépítése helyett, ami egyszerre növelné az ország hosszú távú versenyképességét, és ellensúlyt jelenthetne a lassuló kínai növekedés exportszektorra visszaverő hatása ellen. Az elmúlt három év pozitív strukturális egyenlege alapján a német költségvetési politika megítélésünk szerint is enyhén túlzó: a kiegyensúlyozott költségvetés uniós kritériumait az előrejelzési horizonton várhatóan kisebb fiskális lazítás mellett is tartani lehet, a költségvetési többlet így a kormányzat óvatossági motívumának növekedésére utalhat.

A vártnál jobban nőtt a magyar gazdaság 2015 IV. negyedében

A magyar gazdaság 2015. IV. negyedéves adatai a gyorsuló növekedés jeleit mutatták a megelőző két negyedévhez képest. Ennek oka, hogy a háztartások fogyasztásának bővülése felzárkózott a 2015-ös év eleji mértékhez, továbbá a beruházásokban az uniós pénzek IV. negyedévben kicsúcsosodó felhasználása pozitív átmeneti változást generált. Negatív folyamatok mutatkoznak ugyanakkor a külkereskedelmi egyenleg alakulásában. Amíg az import egyenletesen növekedett tovább, az export növekedési indexe az év eleji szinthez képest romlott, és az utolsó negyedévben alulmúlta a behozatal bővülési ütemét. A kivitel lassuló növekedését elsősorban a szolgáltatások (vendéglátás és javítási szolgáltatások, szállítás és raktározás) okozták. Ennek következtében 2015 utolsó negyedévében a külkereskedelmi többlet csak nagyon minimális mértékben járult hozzá a GDP-növekedéshez. A 2015. október–decemberi időszak GDP-bővülését 0,2 százalékponttal magyarázza a nettó export, míg 3 százalékponttal a belső felhasználás. Ez azt jelenti, hogy a növekedés súlypontja eltolódott a hazai fogyasztás és beruházás felé. A belföldi felhasználást a háztartások fogyasztási kiadásának 3,5 százalékos növekedése mellett a tervezett mértéket jelentősen meghaladó közösségi fogyasztás 6,7 százalékos és az utolsó negyedévben csúcsosodó uniós források által felpumpált beruházások 6,5 százalékos bővülése húzta. A mezőgazdaság az év során komoly visszaesést produkált a megelőző év magas bázisához képest, ami az utolsó negyedévben is megjelent az adatokban. Az ipari termelés viszont újabb lendületet vett az év középső két negyedévének lassulása után. Az építőipar továbbra is csak oldalazott a megelőző év azonos időszakával megegyező kibocsátási szinten, tekintve, hogy az uniós pénzből finanszírozott, illetve a nagyvállalati beruházások kifutóban vannak, a lakáspiaci ösztönzők pedig várhatóan csak 2016 második felében gyakorolnak érezhető hatást a gazdaságra. A szolgáltató szektorban lassult a bővülés üteme, de a GDP-növekedéshez való hozzájárulása (1,7 százalékpont) még így is meghaladja az ipari bővülés részesedését (1,6 százalékpont). A beruházások esetében kockázati tényező, hogy a látványos növekedés az államháztartási és az uniós beruházásokhoz kapcsolódik, míg a versenyszféra ágazataiban visszaesés figyelhető meg.

A kedvező munkaerőpiaci trendek 2015 IV. negyedévében is folytatódtak, a foglalkoztatás és az aktivitás is jelentősen bővült. A munkanélküliségi ráta mérséklődési üteme nem változott, szintje az év utolsó három hónapjában (szezonálisan kiigazított adatok alapján) 6,3 százalékon állt. A munkaerőpiac feszessége emiatt nőtt, annak ellenére is, hogy a betöltetlen álláshelyek száma nem változott. A bérek éves növekedési üteme elsősorban a közszférában tapasztalható bérrendezéseknek köszönhetően 5,3 százalékra gyorsult, amihez azonban a versenyszférában tapasztalható átlagon felüli, 4 százalékos keresetnövekedés is hozzájárult.

2015 IV. negyedévében éves szinten megindult Magyarországon a fogyasztói árak emelkedése – bár a növekedés mértéke alacsony volt, a pénzromlás üteme így is jelentősen elmaradt a jegybank inflációs céljától. Az áremelkedés megindulásához hozzájárult a rezsicsökkentés bázisértékbe való beépülése, a növekedés mértékét ugyanakkor fékezte az olajárak további esése. A IV. negyedévben átlag felett drágultak az élelmiszerek, a dohányárak és szeszes italok, valamint a szolgáltatások. Ez utóbbi kategóriában az átlagot meghaladó mértékben nőtt a lakbérek, a színház- és mozijegyek valamint a külföldi utazások ára, ami a háztartások javuló jövedelmi helyzetére és növekvő fogyasztási hajlandóságára utal. Éves szinten 2015-ben az infláció Magyarországon $-0,1$ százalék volt. Az infláció továbbra is alacsony szintje további monetáris lazításnak adhat teret, azonban lehetséges, hogy ezt a Magyar Nemzeti Bank nem konvencionális eszközökkel (például növekedési hitelprogram, kamatcsere-ügyletek) hajtja végre.

A hazai kockázati környezet az elmúlt negyedévben enyhén javult. A hazai fizetőeszköz erősödött az euróval szemben, a CDS-felár alig emelkedett, és a 10 éves állampapír hozama csökkent. Habár a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa a tél folyamán nem változtatott alapkamatának mértékén, monetáris lazítást eszközölt. Az önfinanszírozási program folytatásához híven ugyanis bejelentette a korábbi irányadó instrumentumának a megszüntetését, azaz a jelenleg 1000 milliárd forintos kéthetes betétállomány leépítését.

A nagy nemzetközi hitelminősítő intézeteknél hazánk besorolása a befektetésre nem ajánlott szint legmagasabbján maradt. Az NHP II. program nagy sikerrel zárult decemberben, hiszen a rendelkezésre álló keretet összességében majdnem teljesen kihasználták.

A Kormány 2016. január 1-től mérsékelte a bankadót az EBRD-vel és az Erstével kötött megállapodása alapján. Ennek értelmében az eddigieknek kevesebb mint a felét vonja el a jövőben a bankszférától.

Legfrissebb előrejelzésünk a korábbinál kismértékben magasabb GDP-növekedéssel számol 2016-ra. Ez elsősorban a kedvező IV. negyedéves adatnak, illetve a CSOK bevezetése miatt a korábban előre jelzettnél kismértékben várhatóan magasabb beruházásoknak köszönhető. A 2016-os 2,4 százalékra becsült éves GDP-növekedés után 2017-re ennél dinamikusabb, 3,0 százalékos növekedést várunk, amelyhez jelentősen hozzájárulhat a beruházások magára találása az európai uniós források újbóli fokozottabb lehívásának köszönhetően. Ennek hiánya 2016-ban jelentősen visszafogja a növekedést. A gazdaság növekedéséhez 2016-ban és 2017-ben egyaránt pozitívan járul hozzá a fogyasztás bővülése és a nettó export. Előrejelzésünk szerint az export növekedése mindkét évben felülmúlja az importét, ám növekedésük 2017-ben már mérsékeltebb lesz a korábbinál. Ennek oka elsősorban az ipari kapacitások csúcsra járatása miatti növekedési korlát. A fogyasztás esetében különösen 2016-ban számítunk jelentős bővülésre elsősorban a háztartások óvatossági motívumának enyhülése miatt. Ehhez hozzájárulhatnak a továbbra is kedvező munkaerőpiaci folyamatok (növekvő aktivitás és foglalkoztatottság, az alacsonyabb személyi jövedelemadó és a családi

adókedvezmények, valamint a növekvő bérek. A bérek emelkedése mindkét évben folyamatos lesz, amely különösen az idén okozhat jelentős reálbér-emelkedést az alacsony inflációs szint miatt. Számításaink szerint a kibocsátási rés 2015 IV. negyedévében bezáródott, és 2016-ban, valamint 2017-ben végig alacsony, de pozitív értéket vesz fel, tehát a magyar gazdaság a potenciális szintje fölött teljesíthet.

Előrejelzésünk szerint a munkaerőpiac növekedése folytatódik, és a foglalkoztatottak száma a jövő év végéig 100 ezer fővel emelkedhet. A növekvő aktivitás miatt a munkanélküliségi ráta csak kismértékben csökken, és éves átlagban idén 6,2, míg jövőre 6,0 százalék körül alakul. A bruttó bérek növekedési üteme 2016-ban 4,5, míg 2017-ben 4,7 százalékra gyorsul. Utóbbi azonban a növekvő infláció következtében mindössze 2,9 százalékos reálbér-növekedést jelent, szemben az idei évre várható 3,7 százalékkal.

A maginfláció továbbra sem indult jelentős emelkedésnek, bár a IV. negyedévben 0,2 százalékponttal nőtt a megelőző időszakhoz képest, ám értéke így is mindössze 1,4 százalék, kismértékben elmaradva várakozásainktól. Előrejelzésünk szerint a mutató értéke 2016 végére korábbi előrejelzésünktől elmaradva mindössze 1,9 százalékra, 2017 végére pedig 2,2 százalékra nőhet. Az alacsony maginflációhoz legnagyobb mértékben a mérsékelt külső árnyomás járul hozzá. Jelentősen csökkentettük előrejelzésünket az infláció tekintetében is. A mérsékeltébb infláció oka az alacsonyabb olajár, illetve az élelmiszerek vártnál alacsonyabb áremelkedése. A pénzromlás mértéke az előrejelzés horizontján azonban folyamatosan növekedhet, egyre közelebb kerülve az MNB inflációs céljához. Összességében 2016-ra éves szinten átlagosan 0,8, míg 2017-re 1,8 százalékos inflációt várunk.

Tekintettel a tartósan alacsony külső és belső inflációs környezetre és a stabilan alacsony inflációs várakozásokra, a hazai monetáris politika további lazítást hajthat végre, amelynek elsősorban nem konvencionális eszközei lehetnek, de az alapkamat csökkentése sem kizárt. Az alapkamat csökkentése ellen szól ugyanakkor, hogy a maginfláció nagysága szinte megegyezik az alapkamatéval, és hogy az alacsony inflációs mutatóhoz egyszeri vagy külső tényezők (áfacsökkentés, alacsony olajár) is jelentősen hozzájárulnak. Kérdéses, hogy a Fed milyen ütemben folytatja a megkezdett kamatemelési ciklusát, illetve hogy az EKB tovább lazítja-e politikáját.

1. táblázat: A főbb makrogazdasági változók várható alakulása

	2015	2016	2017
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	2,9	2,4	3,0
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	3,1	3,3	3,1
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	1,9	-2,2	2,5
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	8,4	7,7	6,1
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	7,8	6,9	5,5
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	8,1	9,4	10,5

Fogyasztóiár-index (%)	-0,1	0,8	1,8
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,35	1,35	1,35
Munkanélküliségi ráta (%)*	6,8	6,0	5,8
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,2	4,5	4,7
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	4,6	5,3	5,2
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	9,9	7,6	8,4
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-1,8	-1,6	-1,0
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	2,0	2,4	2,4

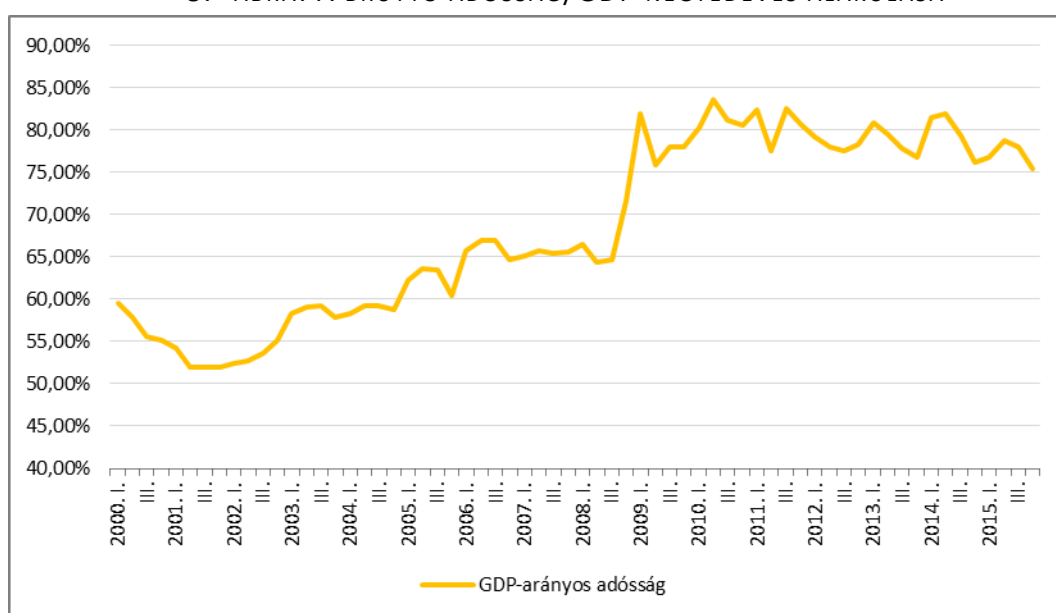
* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

Hazánk befektetői megítélése összességében javult

Adósságfinanszírozás

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2015 negyedik negyedévében 25 393 milliárd forint volt, ami a GDP 75,5 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 76,2 százalék után. Az adósságot a negyedik negyedévben 606 milliárd Ft nettó adósságtörlesztés csökkentette, míg a 88 milliárd Ft árfolyamvesztés növelte azt.

8. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA

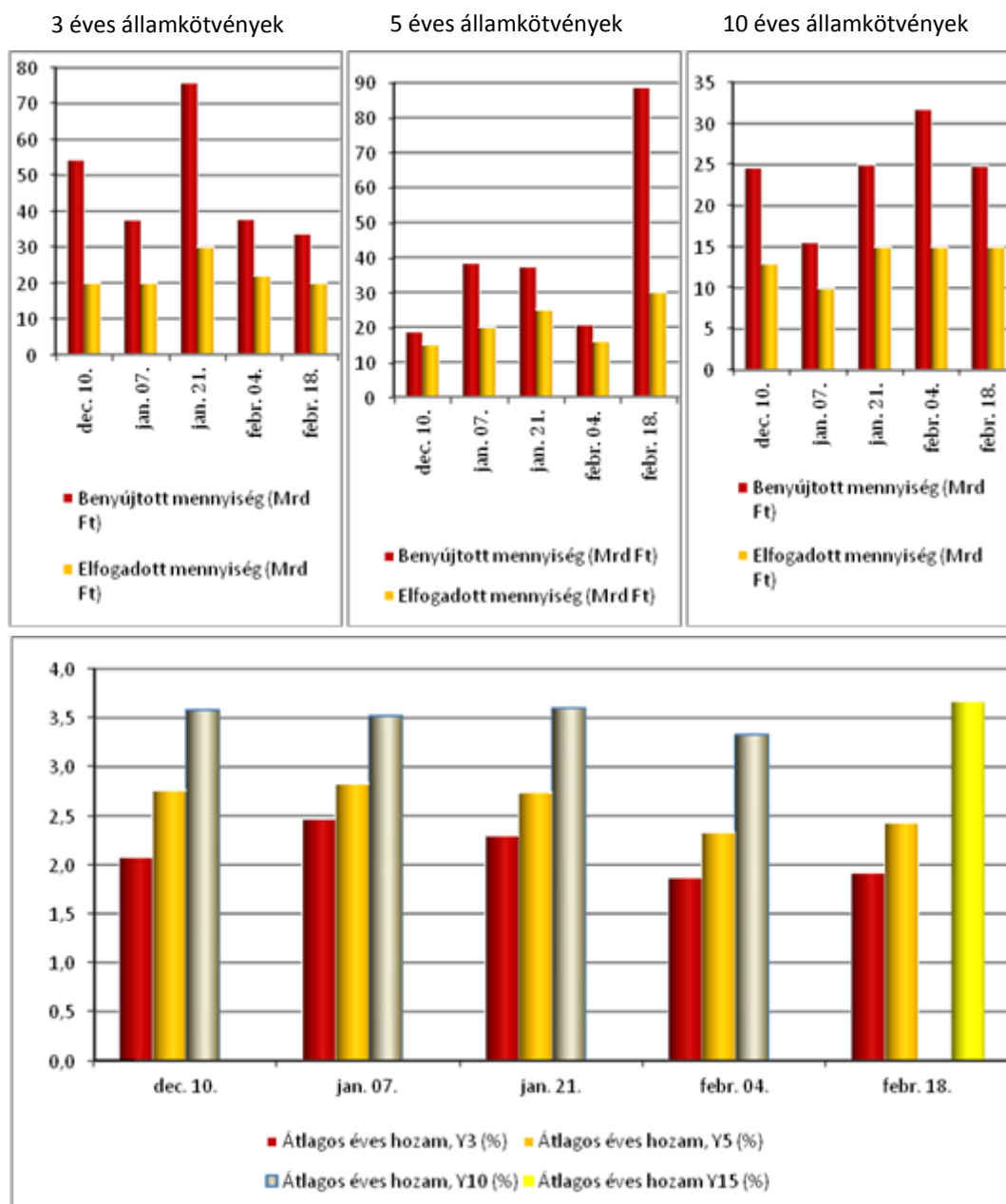


Forrás: Eurostat, MNB

Az állampapírpiazi aukciókon elért hozamok a futamidő függvényében eltérően alakultak. A diszkontkincstárjegyeknél a 3 hónapos futamidő esetében 39 bázisponttal, az egyévesnél 4 bázisponttal nőttek a hozamok. Az államkötvények közül a 3 éves lejáratúnál 16 bázispontos, míg az 5–10 éves lejárat esetében 25–33 bázispont közötti, jelentős hozamesés volt megfigyelhető. Fontos azonban megjegyezni, hogy elsősorban a 3 éves állampapíroknál egy jelentős hozamemelkedés (az 5 és 10 éves állampapíroknál stagnálás) után következett be februárban a hozamcsökkenés. A 15 éves állampapíroknál egy alkalommal volt kibocsátás a vizsgált időszakban, amelynek hozama jelentősen (52 bázisponttal) alatta maradt a tavaly novemberi kibocsátáskori hozamának. Mind az állampapírok, mind a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során előfordult olyan eset (összesen 15 alkalommal), amikor az ÁKK a tervezettnél nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, kisebb összegben csak kilencszer (nyolc alkalommal diszkontkincstárjegy-aukciónál, míg egyszer az 5 éves államkötvény aukciójánál), de összességében mindkét

értékpapírcsoportban markáns többletkibocsátás mutatkozott a december–februári időszakban.

9. ÁBRA: AZ ÁLLAMKÖTVÉNY-AUKCIÓK MENNYISÉGI ÉS HOZAMADATAI



Forrás: ÁKK Zrt.¹

Az elmúlt időszakban a diszkontkincstárjegyek kibocsátása során a 12 hónapos DKJ-nál 5, míg a 3 hónapos DKJ-nál 3 alkalom kivételével összesen 13 esetben haladta meg az elfogadott mennyiség a meghirdetett összeget. Az időszak egészét tekintve az ÁKK jelentős mennyiségű, 232 milliárd forint értékű többletkibocsátást hajtott végre a diszkontkincstárjegyek

¹ 10 éves államkötvényből 2016. február 18-án nem tartottak aukciót. 15 éves kötvényből viszont csak ezen a napon volt aukció a vizsgált időszakban.

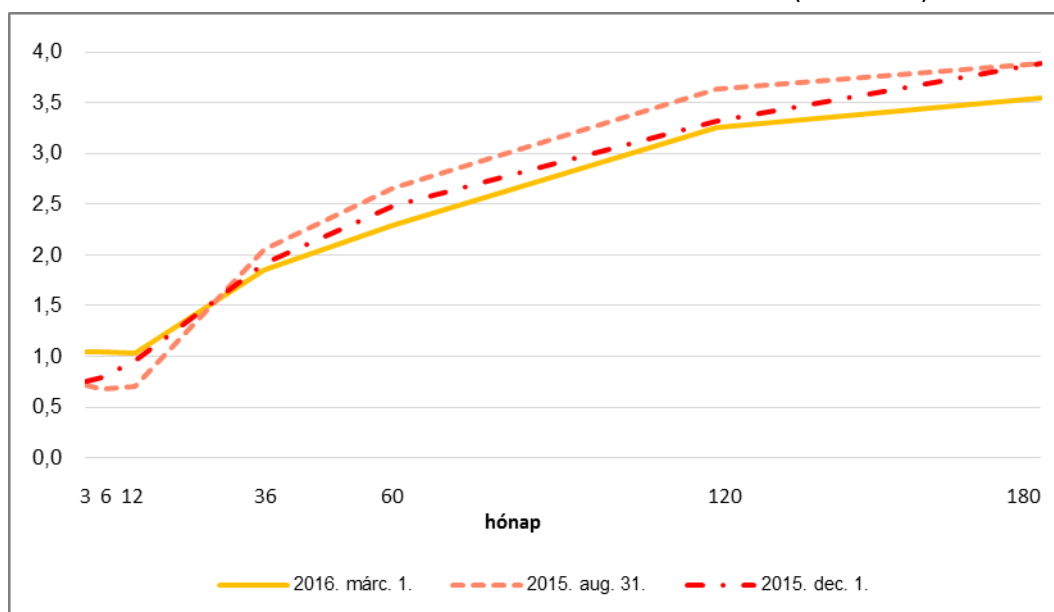
esetében. Az éven túli papíroknál a vizsgált időszakban egy alkalommal (az 5 éves állampapír aukciójánál) volt olyan eset, amikor a meghirdetettnél kevesebbet fogadott el az ÁKK. Összességében 39 milliárd forinttal többet fogadtak el a meghirdetetthez képest, és további 290 milliárd forint többletkibocsátás történt.

Az MNB igyekszik a kamatcsere- (IRS) ügyletekkel a hosszabb hozamok felé terelni a piaci szereplőket annak érdekében, hogy a likviditás ne a rövid lejáratoknál csökkentse csak a hozamokat, hanem a hosszabb lejáratoknál is megjelenjen. Ezen az eszközön keresztül ugyanis meg tud jelenni az a likviditás a 3, az 5 és a 10 éves futamidejű kötvényeknél is, amely a korábbi jegybanki alapeszközből – a kéthetes betétből – kiszorult². A kamatcsereügyletben részt vevő bankok nemcsak növelték hosszabb lejáratú állampapír-állományukat, hanem vállalták, hogy ezt a magasabb kitettséget hosszabb ideig fenntartják.

A másodlagos piac hozamgörbéje az utóbbi negyedévben a korábbihoz képest jelentősebben módosult. A hozamgörbe rövid futamidejű végén 30 bázisponttal emelkedett a hozam, míg a hosszú futamidejű végén (a 15 éves állampapíroknál) 35 bázisponttal csökkent. A rövid hozamok (8–30 bázisponttal) emelkedtek, míg a hosszú futamidőkön (6–35 bázisponttal) csökkentek. Annak köszönhetően maradt a hozamgörbe rövid vége a kamatvágások közepette is az alapkamat (3 hónapos betét) szintje alatt (30 bázisponttal), hogy továbbra is nagy a likviditásbőség, továbbá, hogy a jegybank jelezte, kész alkalmazni konvencionális eszközt, azaz kamatvágást is az inflációs cél elérése érdekében. Az elmúlt időszakban a külföldiek kezén lévő magyar állampapír-állomány 3920 milliárdról 3680 milliárd forintra csökkent, ami nem jelentett nagy nyomást az euró/forint árfolyamra.

² A jegybank először 5000 milliárdról 1000 milliárd forintra csökkentette a kéthetes betét állományát 2015. június elejétől 2015. december végére, majd januári döntése értelmében 2016 áprilisának végére megszünteti azt.

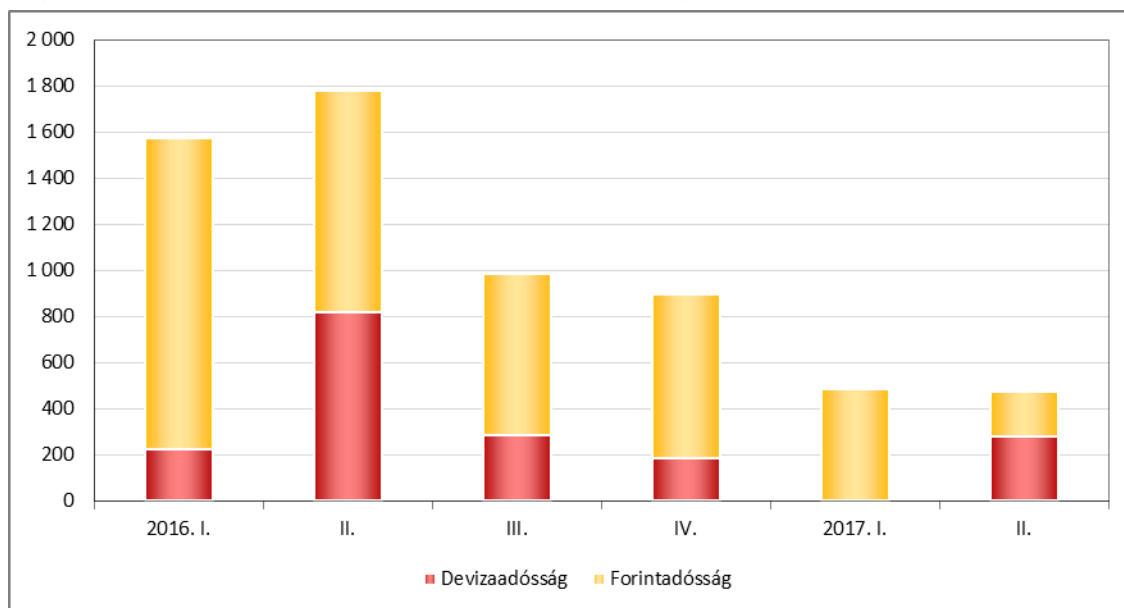
10. ÁBRA: A REFERENCIAHOZAM-GÖRBE VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: ÁKK Zrt.

Az ÁKK 2016. évi finanszírozási tervében a legelső kitüntetett cél az államadósság GDP-arányos mértékének további csökkentése. A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők és kiemelten a lakosság körében. 2016. január végére így a kifejezetten a lakoságnak szánt állampapírok állománya 3707 milliárd forintra emelkedett. Az euróban denominált prémium államkötvénnyel (P€MÁK) együtt a teljes volumen közel 4276 milliárd forint. Az államadósság devizaaránya tovább csökkent, az október végi 33,6 százalék után 2015. január végén 32,0 százaléknak felelt meg, és eleget tesz a 2016. évi finanszírozási tervben meghatározott 25–35 százalékos sávellőírásnak. A maximális devizaarány tehát 35 százalék, szemben a 2015. évi 40 százalékkal. A cél az, hogy a devizaarány tovább csökkenjen, amelyet az ÁKK a devizalejáratok jellemzően forintpiacról történő megújításával szeretne elérni.

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



Forrás: ÁKK Zrt.

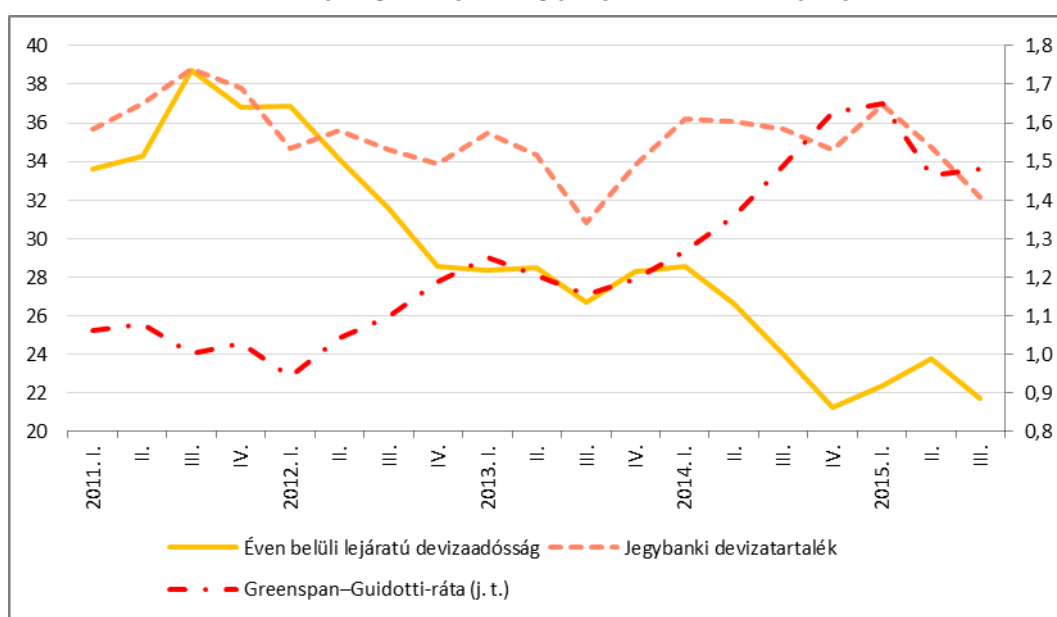
A központi költségvetés adósságának lejárat szerkezetét vizsgálva fontos kiemelni, hogy 2016 II. negyedévében van jelentős nagyságú esedékes devizaösszeg. Az árfolyamkockázatot (EUR/HUF) tekintve meghatározóan módosulhat a lejáró összeg forintellenértéke.

A gazdaságpolitikai döntéshozóktól különböző tervek láttak napvilágot arra vonatkozóan, hogy melyik devizában és mekkora arányban bocsásson ki az ÁKK kötvényt. Magyarországnak 2016-ban 5,2 milliárd dollárnyi devizalejáratot kell fedeznie. A tavaly decemberben megjelent finanszírozási terv szerint az ÁKK 1 milliárd eurónyi devizakötvény kibocsátásával számol, ennek kisebb része lehet jüankötvény. Vagyis a mostani dollár- vagy eurókötvény valószínűleg néhány százmillió euró lesz. Egy sor devizakötvény lejárat 2016 tavaszára és nyarára esik (500 millió angol font: 2016. március 30., 200 millió svájci frank: 2016. május 20., 1 milliárd euró: 2016. július 18.), ezért érdemes lehet Magyarországnak ezeket megelőzően a megújítás biztosítása érdekében még március–áprilisban kilépnie a devizakötvény-piacra.

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje. 2015. június vége óta az MNB devizatartalékai tovább csökkentek, és 2015. szeptember végén 32,1 milliárd eurót tettek ki. Az apadás jelentős részét magyarázza a deviza-jelzáloghitelek forintosításához kapcsolódó devizacsere-ügyletek lejárat, illetve lejárat előtti lezárása. Éven belüli devizakötelezettségekről a legutolsó adat 2015. III. negyedévről ismert. Magyarország tartósan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékai 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. 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 jelentősen csökkent. Az ennek eredőjeként kialakuló 1,48-os Greenspan–Guidotti-ráta jóformán stagnált az előző negyedévhez képest, és továbbra is nagy mozgásteret enged a jegybank számára tartalékainak további csökkentésére. A jegybanki devizatartalékokról ismert legutolsó adat a 2016. január végi 31,3 milliárd euró, amely további csökkenést jelent.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

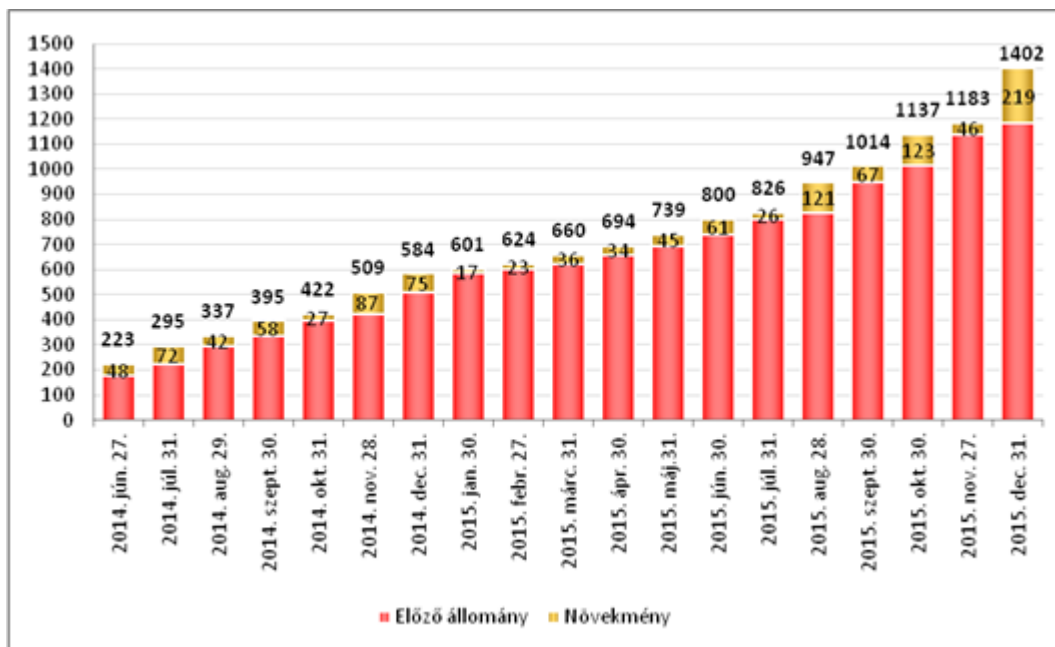
A Növekedési Hitelprogram egyes kérdéseiről

Decemberben a Növekedési Hitelprogram (NHP) keretében a hitelezés jelentősen erősödött: az NHP II. havi igénybevétele érdemben meghaladja az előző év azonos időszaki értékét. A program kihasználtsága a decemberben kötött új szerződésekkel (219 milliárd) együtt összesen 1402 milliárd forintot tett ki. Ez azt jelenti, hogy az 1000 milliárdos keretet kihasználták, és az NHP+ programra eredetileg elkülönített 500 milliárdos keret majdnem teljesen elfogyott. Tekintettel arra, hogy az NHP II. 2015-ben lezárult, és az NHP III. bizonyos hitelcélokra már nem vehető igénybe, ezért jó néhány vállalkozás döntött az utolsó hónapban a kedvezményes hitellehetőség felvétele mellett. Az NHP+ konstrukcióban 23 milliárd forintnyi hitelszerződés jött létre az MNB részleges kockázatvállalása mellett.

Az NHP II.-ben leszerződött hitelösszeg 95 százaléka új hitelként került az igénylőkhöz. Ezen belül a beruházási hitelek (és új lízingügyletek) részesedése 61, az új forgóeszközhitelké 29, az új EU-s támogatások előfinanszírozására folyósított arány 10 százalék. Megállapítható,

hogy a decemberi adatokat is figyelembe véve nőtt a beruházási hitelek aránya (3 százalékponttal), továbbá csökkent a forgóeszközhitelké (1 százalékponttal) és a EU-s hiteleké (2 százalékponttal) a nem hitelkiváltási célra felvett összegeken belül.

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



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Az ágazati eloszlást tekintve a mezőgazdaság (22 százalék), a kereskedelem és javítás ágazat (24 százalék), valamint a feldolgozóipar (19 százalék) részesedése kimagasló, a hitelek továbbra is közel kétharmada erre a három területre irányult.

A 2016-ban indult NHP III. első pillére 300 milliárd forintos keretről szól, amelynél a bankok 0 százalékon kapnak hitelt az MNB-től, míg ők maximum 2,5 százalékon hiteleznek tovább a kkv-k számára. Új elem azonban a devizahitelezés elindítása a kkv-k számára. Itt olyan vállalatok juthatnak devizahitelhez, amelyeknek a bevétele 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.

A program kommunikációjával kapcsolatban az MNB úgy döntött, hogy 60 milliárdos összeg felett ad tájékoztatást havi rendszerességgel. Ezek szerint az első két hónapban még nem történt meg a keret tizedének lehívása.

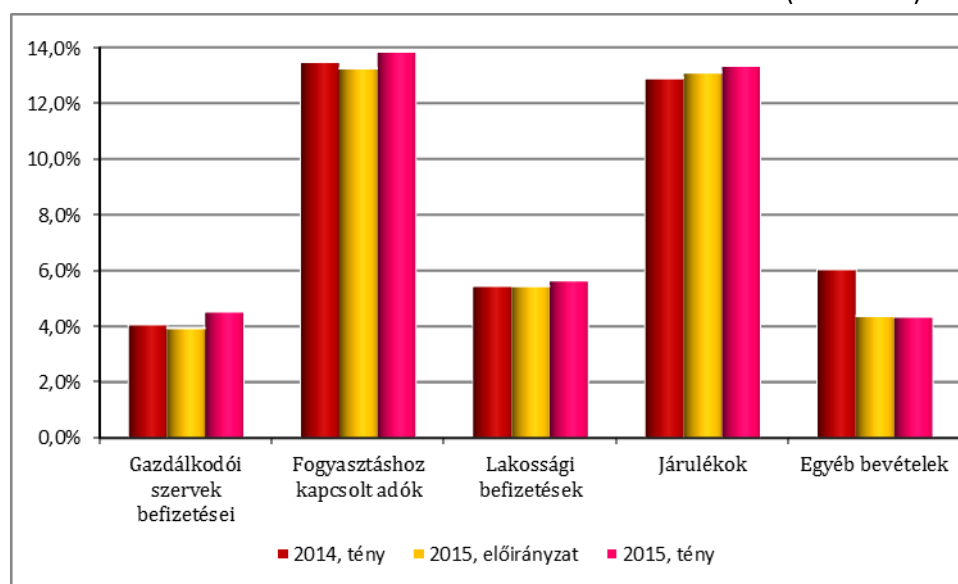
Kedvezően alakult a 2015. évi hiány

Januárban megjelent az államháztartás központi alrendszerének 2015. évi pénzforgalmi mérlege. A következőkben azt vizsgáljuk, hogy a fontosabb bevételi és kiadási mérlegsorok hogyan teljesültek tavaly az eredeti előirányzatokhoz, illetve a 2014. évi tényadatokhoz képest. A lényeges folyamatok, a legfontosabb kiadási és bevételi tételek alakulására vonatkozó tendenciák kiolvashatók, amelyek feltárásával az elemzés további részében kivetítést készítünk a 2016. évi teljesülésre vonatkozóan is.

Bevételek

A 2015. évben a központi költségvetés befolyó bevételeit a kedvező makrogazdasági tendenciák határozták meg. A gazdasági növekedés a költségvetésben tervezettnél magasabb adóbevételeket generált, amit tovább fokozott a kormányzati intézkedések gazdaságfehérítő hatása. Ezt alátámasztja, hogy a központi költségvetés halmozott adóbevétele 326,2 milliárd forinttal haladta meg a 2014. évit. A tavalyiról az idei évre a gazdálkodószervek befizetései 14,9, a fogyasztáshoz kapcsolt adók 6, míg a lakosságtól származó befizetések 7 százalékkal nőttek.

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



Forrás: MÁK

A gazdálkodószervek befizetéseit főként a társaságiadó-befizetések növekedése és a bányajáradék címen befolyt bevételek csökkenése alakította. A bázisévhez képest 39 százalékkal emelkedett a társasági adóból származó bevétel, de növekedtek a befizetések a kisadózók tételes adója mérlegsoron is (28,8 százalék). Kedvezően alakultak az egyéb központosított bevételek is, a tavalyi év azonos időszakához képest közel 64,5 milliárd

forinttal emelkedtek a befizetések (19,7 százalék), aminek első számú oka a 2015 januárjától ezen a soron jelentkező időalapú útdíjból származó bevétel. A bányajáradék soron a Brent kőolaj árának csökkenése miatt 28 milliárd forint volt a bevételkiesés (44,5 százalék) a tavalyi év azonos időszakához képest.

A fogyasztási befizetések emelkedése mögött az általános forgalmi adó 8,2 százalékos és a jövedéki adó 8,6 százalékos, a tavalyi év azonos időszakához mért bevételnövekedése áll. Ezt kiegészíti, hogy a lakosság által befizetett személyi jövedelemadó is magasabb (6,2 százalék). Az általános forgalmi adó növekedésének oka a bevezetésben említett gazdasági növekedés, másrészt az online pénztárgépek és az EKÁER bevezetése, amelyek a gazdaság fehéredését segítették. A jövedéki adó emelkedésének legfőbb oka az alacsonyabb üzemanyagárak okozta keresletélénkülés és az adónem év eleji átalakítása.

Kiadások

A kiadási oldal vizsgálatánál fontos megemlíteni az egyedi és normatív támogatások, valamint a lakásépítési támogatások alakulását. Az egyedi és normatív támogatások soron a bázisidőszakokhoz képest megemelkedtek a kifizetések, ami a helyközi személyszállítási szolgáltatások korábbi költségtérítéseinek elszámolásához és az Eximbank Zrt. kamatkiegyenlítéséhez kapcsolódó magasabb mértékű kifizetésekhez köthető.

A lakásépítési támogatásra fordított kiadások csökkenése folytatódott, ami a devizahiteladósok tartozásállományának forintosítására és az árfolyamgát rendszerének folyamatos kivezetésére vezethető vissza.

A kiadási oldalon továbbá a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok fontosak. A kiadási sor három altételre bontható, amelyek közül a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadásai sor az előirányzatot 11,4 százalékkal haladta meg. A felfutás oka a 2007–2013-as programozási időszak végső lezárása volt, ami miatt a vártnál is több uniós forrást tudtak az ország gazdasági szereplői lehívni. Ezt kiegészítette az, hogy az új, 2014–2020-as időszakra elfogadott operatív programok közül a Gazdaságfejlesztési és Innovációs Operatív Program (GINOP) esetében több mint 8 milliárd forint előlegkifizetés történt az elmúlt évben, továbbá a Környezeti és Energetikai Hatékonysági Operatív Program esetében 183 millió forintot fizettek ki a Nemzetgazdasági Minisztérium januári tájékoztatása szerint.

A szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásainak részletes elemzésétől eltekintünk, mert a teljesítés megközelítőleg az előzetes tervekkel megegyezően történt. A 2015. teljesítés 13,4 százalékkal magasabban alakult, mint a 2014. évi összeg (1087,4 milliárd forint), és 12,3 milliárd forinttal (1,1 százalék) haladta meg a 2015. évi törvényi módosított előirányzatot (1220,4 milliárd forint).

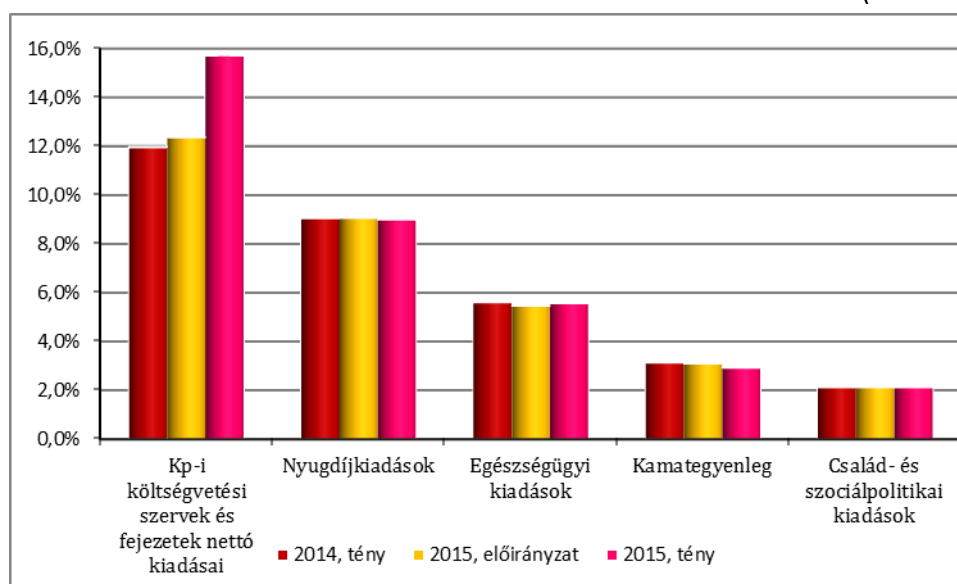
A tétel harmadik összetevője a költségvetési szervek kiadásai, amely a 2015. évben 4443,3 milliárd forinton teljesült. Ez a megelőző, 2014. évinél (4169,1 milliárddal)

6,6 százalékkal magasabb, és a 2015. évi módosított előirányzathoz képest jelentősen, 32,1 százalékkal túlteljesült (3362,4 milliárd forinttal). Az intézmények működési költsége 2454,8 milliárd forint volt, amelyet személyi juttatásokra, szociális hozzájárulási adóra és munkaadókat terhelő járulékokra fordítottak. Eben az időszakban dologi kiadásokra 1285,7 milliárd forintot, beruházásokra pedig 428,2 milliárd forintot fordítottak. A fennmaradó részt alapvetően a felújítások, az ellátottak pénzbeli juttatásai, az egyéb működési és felhalmozási célú kiadások alkották.

2015. július 1-jétől átlagosan 30 százalékos illetményemelésre került sor a rendvédelmi és a honvédelmi életpályák hatálybalépésével, illetve 5 százalékos béremelésben részesültek az ezekben az ágazatokban foglalkoztatott közalkalmazottak is. A szociális ágazatban (decemberig tartó) bérkiegészítésre került sor 2015. július 1-jével. A kiadásokban szerepet játszottak a fekvőbeteg-szakellátást nyújtó közfinanszírozott egészségügyi szolgáltatók tartozásának rendezésére az 1226/2015. (IV. 20.) Korm. határozatban biztosított 60,0 milliárd forint terhére történt kifizetések is.

A tétel kiadásait intézményi bontásban megfigyelve három fejezet emelkedik ki. Ez a három a Belügyminisztérium, a Nemzetgazdasági Minisztérium és az Emberi Erőforrások Minisztériuma. Összevetve az előirányzatokat és a tényadatokat, mindhárom minisztérium esetében közös, hogy a 2014. évi előirányzat túlteljesülése után a 2015. évi előirányzat meghatározásakor nem vagy csak kismértékben változtattak a tervezési folyamatokon. A kiadások visszafogása azonban a főtételsor esetében nem figyelhető meg, mindinkább növekedtek ezen minisztériumok tényadatai 2015 végére. Következtetesként a három intézmény folyamatos alultervezését kell megállapítani. A kormányzat ezt igyekszik kezelni – többek között – a meghirdetett bürokráciacsökkentési folyamattal, amivel azonban csak akkor tudunk kalkulálni, amikor azt elfogadják.

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

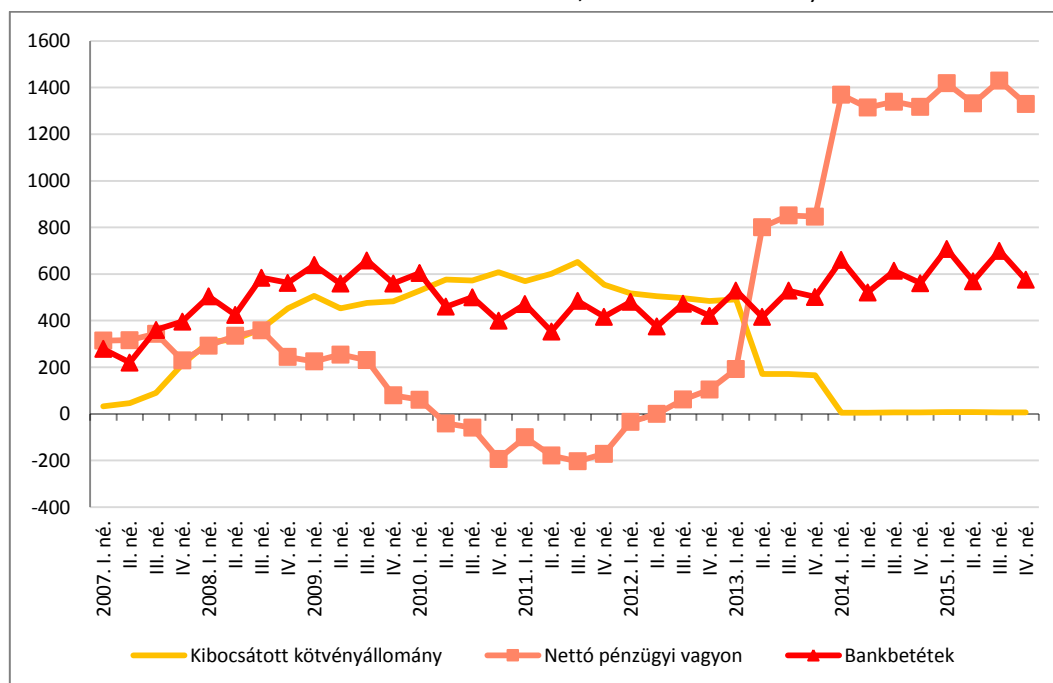


Forrás: MÁK

Egyenleg

Az államháztartás központi alrendszere a 2015. évi előzetes adatok szerint 1218,6 milliárd forint hiánnyal zárt. A központi költségvetés 1195,9 milliárd forintos hiányt, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 24,9 milliárd forintos deficitet, az elkülönített állami pénzalapok 2,2 milliárd forintos többletet halmoztak fel. Az év utolsó hónapját a központi alrendszer 247,8 milliárd forint deficitel zárta. Az év végére tervezett (módosított) hiánycélnál 326,2 milliárd forinttal magasabban alakult a pénzforgalmi hiány, aminek legfontosabb oka, hogy a – korábban megítélt, de teljes egészében még nem folyósított – közel 560 milliárd forint uniós forrás késett, emiatt a bevételi oldal egyes sorai alulteljesültek. A fennakadás így ideiglenes hatást gyakorolt a költségvetésre, azonban a maastrichti szabályok értelmében ezeket teljesült tételként kell országunknak elszámolnia. Másrészt az év egészében domináló, kedvező gazdasági trendek és a kormányzati intézkedések gazdaságfehérítő hatásának eredményeképp 848 milliárd forinttal felülteljesültek a főbb adóbevételek, javítva az egyenleget. Összességében az államháztartás GDP-arányos hiánya a tervezettnél is kedvezőbben alakulhat, előzetes becslések szerint akár 1,8 százalék körüli értéken állhat majd a mutató.

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



Forrás: MNB

A Magyar Nemzeti Bank által publikált, az államháztartás előzetes pénzügyi számlái azt jelzik, hogy az utolsó negyedévben az önkormányzati bankbetétek csökkentek, míg a hitelek stagnáltak, így az önkormányzatok nettó pénzügyi vagyona csökkent szeptemberhez képest.

Kamatkiadások és államadósság

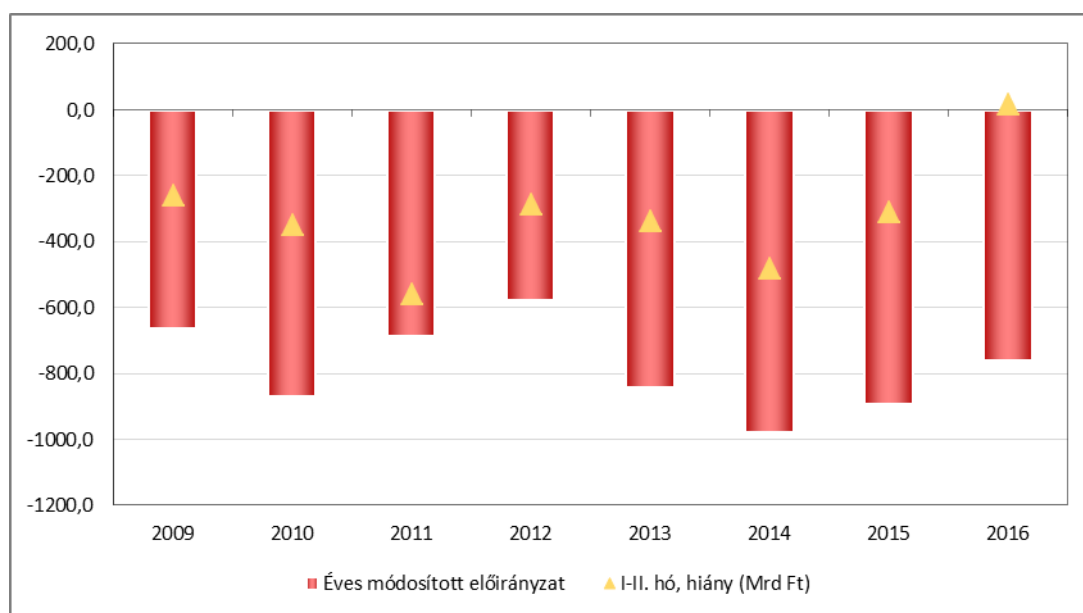
A kamatkiadások 2015-ben 140,1 milliárd forinttal alacsonyabbak, a kamatbevételek pedig 232,5 milliárd forinttal magasabbak voltak, mint az előző évben. A nettó kamatkiadás (973,3 milliárd forint) így összességében 38,1 milliárd forinttal lett alacsonyabb a bázisévhez képest. A kamategyenleg a 2015. évi törvényi előirányzathoz képest 14 milliárd forinttal kedvezőbbben alakult.

Az év utolsó időszakában az adósságállomány részben a már említett (késő) uniós források megelőlegezése miatt megnövekedett, az ezzel járó kockázatokra pedig intézetünk fel is hívta a figyelmet. A legfrissebb adatok szerint decemberről januárra a KESZ-állomány drasztikus csökkentése következett be, így a felhalmozott adósságállomány is lecsökkent.

2016 elején többlettel zárt a költségvetés

Az év első két hónapjában az államháztartás központi alrendszere 14,8 milliárd forint többlettel zárt, szemben a tavalyi 310,7 milliárd forintos hiánnyal. A központi alrendszer kiemelkedő eredménye – 1998 óta nem volt erre példa – a központi költségvetés 63,7 milliárd forintos hiányából, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjainak 36,3 milliárd forintos és az elkülönített állami pénzalapok 42,2 milliárd forintos többletéből ered. Az első kéthavi teljesüléshez a februári egyenleg maga 77,4 milliárd forintos deficitet járult hozzá, ami lényegesen alacsonyabb az elmúlt év azonos időszakának 256,9 milliárd forintos hiányánál.

17. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ KÉTHAVI HIÁNYÁNAK ALAKULÁSA 2009 ÉS 2016 KÖZÖTT



Forrás: NGM, MÁK

Részletes adatok csak januárra vonatkozóan állnak rendelkezésre: az egyenleget pozitívan befolyásoló tényezők között elsősorban az adó- és járulékbefvételek (pl.: jövedéki adó, szja, járulékok) növekedését, valamint a kiadási oldal csökkenését kell megemlíteni. Tekintve, hogy az első havi adatokból megalapozott következtetéseket nem lehet levonni, ráadásul az elmúlt évekhez hasonlóan a kiadások és bevételek teljesülésének időben eltérő eloszlása miatt a hiány pályájának lefutása idén sem időarányos, éves prognózisunkat a 2014. évi tényadatokra, valamint az aktualizált makrogazdasági modellünkre építve készítettük.

Bevételek

A központi alrendszer január havi 1269,4 milliárd forintos bevétele 42,2 milliárd forinttal haladja meg a tavalyi év első hónapjában beérkező összeget. A megnövekedett

bevételekbeáramlás az alrendszer mindhárom nagy alkotóegységénél tetten érhető, amiket a következőkben részletesen áttekintünk.

A bázisév azonos időszakához viszonyítva a gazdálkodói szervek befizetései 21,9 milliárd forinttal visszaestek, ami a társasági adó teljesülésére vezethető vissza. A társasági adó az év első hónapjában 7 milliárd forint bevételt könnyvelhetett el, ami 23,7 milliárd forinttal elmarad a tavaly januáritól. A jelentős visszaesés hátterében a kiutalások növekedése áll, ami a 2015. decemberi adóelőlegekről való rendelkezések pénzforgalmi teljesítésének köszönhető. A vállalkozások az év utolsó hónapjában az esedékes adóelőlegeik és adóelőlegkiegészítései terhére közel 40 milliárd forint összegben rendelkeztek sport-, film- és előadóművészeti szervezetek támogatásáról. A felajánlásokból 29,1 milliárd forint pénzforgalmi kiutalására csak idén januárban került sor, ezért a bevételkiesést egy egyszeri tételként kell értelmezni.

Várakozásaink szerint a társasági adóból származó bevételek a fenti egyszeri hatás ellenére is tartósan a tervezett felett teljesülnek. A bevételeket ugyanakkor csökkenti a növekedésiadóhitel-kedvezmény³ keretében a tavalyi év decemberétől igénybe vehető részletfizetési lehetőség, amely 40 milliárd forint kiesést okozhat az idei költségvetésben. A két ellentétes folyamat eredményeként összesen a társaságiadó-bevételek 144 milliárd forintos felülteljesülésére számítunk.

A bányajáradék 2,7 milliárd, a hitelintézeti járadék 5,4 millió forintra esett vissza. A bányajáradék-bevételek hosszú ideje tartó csökkenését a Brent kőolaj árának tartósan alacsony szinten ragadása magyarázza, a hitelintézeti járadék gyenge teljesülése mögött pedig az államilag támogatott hitelek csökkenése áll.

A kőolaj árának jövőbeli alakulásában nincs szakértői konszenzus, azonban az idei költségvetési előirányzat 68 dolláros hordónkénti árral kalkulál, amit a jelenlegi helyzetben – figyelembe véve a forward árakat – erősen felülbecsültnek tartunk. Intézetünk a bányajáradék 8 milliárd forintos alulteljesülésére számít.

Az egyenleget pozitív irányba tolják az egyéb központosított bevételek, amelyek 6,6 százalékkal növekedtek (1,7 milliárd forinttal). A tételen belül kiemelkedő a bázisidőszakhoz képest 16,5 százalékos növekedett elektronikus útdíjból származó bevétel. Hasonlóan növekvő tendenciát látunk a kisvállalati adó befizetéseinél, ami a 2015. év januári értékhez képest 77,7 százalékos növekedést produkált.

A kisvállalkozói adónemeket áttekintve láthatjuk, hogy az egyszerűsített vállalkozói adó stagnálása mellett a kisadózók tételes adója és a kisvállalati adó bevételnövekedése áll, ami túlmutathat az adónemek közötti átrendeződésen. A folyamat mögött állhat a vállalkozói réteg szélesedése, másfelől elképzelhető, hogy a gazdaságfehérítés, mint

³ Az adóévi adózás előtti eredménynek a megelőző adóév adózás előtti eredményét meghaladó része után az adót a következő két adóév során kell megfizetni.

folyamatosan jelen lévő kormányzati szándék, arra sarkallja a szürkegazdasági szereplőket, hogy az új szabályokat megelőzve kifehéricsék tevékenységüket. Modellünk alapján így az egyszerűsített vállalkozói adó 10 milliárd forintos felülteljesülését és a másik két kisvállalati adónem teljesülését prognosztizáljuk.

A fogyasztásiadó-bevételek 2015 azonos időszakához képest 7,1 százalékkal emelkedtek. A tavalyi év fogyasztásbővülése folytatódik, ami az általános forgalmi adó beáramlásában is nyomon követhető, a sor 16,1 százalékkal múlja felül a 2015. januárit. A jövedéki adó 4,2, a pénzügyi tranzakciós illeték bevételei 6,4 milliárd forinttal csökkentek. Az előbbi csökkenése mögött a szeszes italok és egyéb termékek kisebb forgalma áll. 2015-ben a népegészségügyi termékadót az alkoholdermékekre is kiterjesztették, ezért 2014 decemberében készleteik felduzzasztásába kezdtek a gazdasági szereplők, ez pedig pozitívan befolyásolta az elmúlt év januárjának bevételeit. A pénzügyi tranzakciós illeték csökkenése hátterében pedig az illetékköteles tranzakciók körét érintő, 2015 januárjában életbe lépő jogszabályváltozások bevételre gyakorolt hatása húzódik meg.

Az általános forgalmi adó és a jövedéki adó esetében is az elmúlt évi teljesüléseket vetítettük ki az idei év egészére, majd a kapott eredményt az idei évben bevezetett intézkedéssel korrigáltuk. A fogyasztásbővülés adóbevétel-generáló hatását árnyalja a tartósan alacsony olajárból következő veszteség, amely mellett meg kell említeni a sertéstőkehús és az új építésű lakások áfatartalmának 27 százalékról 5 százalékra történő lecsökkentését. Mindezen tényezőket figyelembe véve 2016-ban a költségvetés áfabevételének 32, a jövedékiadó-befizetések 64 milliárd forintos túlteljesítését várjuk.

A lakosság befizetéseinél, hasonlóan a fogyasztási adókhoz, szintén folytatódik az előző év kedvező gazdasági trendje. A növekvő foglalkoztatásnak köszönhetően az ***szja-bevételek 6,4 százalékkal emelkedtek meg.***

Az idei évben a személyi jövedelemadó mértéke az eddigi 16 százalékról egységesen 15 százalékra csökken, továbbá a két gyermek után járó összes családi adókedvezmény a korábbi – gyermekenkénti – havi 10 ezer forintról 12,5 ezer forintra emelkedik. A két intézkedés személyi jövedelemadót csökkentő hatását ellensúlyozza a fogyasztásra gyakorolt pozitív hatásuk és a Családi Otthonteremtési Kedvezmény munkahelyteremtő hatása is. Összességében a lakossági befizetéseknél 28 milliárd forintos többletbevételre számítunk, 3 milliárd forint többletre a személyi jövedelemadó során és 25 milliárd forintra az egyéb lakossági befizetések kapcsán.

Kiadások

A központi alrendszer január havi kiadásai 1177,2 milliárd összegben teljesültek, ez 103,8 milliárd forinttal alacsonyabb, mint az elmúlt év azonos időszakában. A csökkenés mögött egyrészt a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok uniós kiadásai, másrészt az egyedi és normatív támogatások, a szociálpolitikai menetdíj-támogatások és a lakásépítési

támogatások mérséklődése áll. A csökkenés összhangban áll a kormányzati szándékkal, miszerint a kiadásokat nominális értékben is mérsékelni kell.

Az egyedi és normatív támogatások januári kiadásait java részben a közösségi közlekedés finanszírozására kifizetett összeg dominálta. A tétel a bázisidőszakhoz képest 56,2 százalékot csökkent.

A szociálpolitikai menetdíj-támogatás 6,4 és a lakásépítési támogatások 72 százalékos csökkenése már korábban is jellemző volt, így a csökkenés a keresleti oldal szerkezetének átalakulását jelzi. A menetdíj-támogatás csökkenése az alacsonyabb mértékű közlekedési szolgáltatói igénylésekre vezethető vissza. A lakásépítési támogatások csökkenése mögött elsősorban a devizahitel-adósok tartozásállományának 2015 februárjában történt forintosítása áll. További eltérés a bázisidőszakhoz képest a 2015 júliusában indult Családi Otthonteremtési Kedvezmény, aminek hatása az idei évben kezd majd igazán kibontakozni.

A szociálpolitikai menetdíj-támogatás igénybevétele becslésünk szerint az idei évben ismét alulmúlja majd az előirányzatot, megközelítőleg 10 milliárd forinttal. Más a helyzet a lakástámogatásokkal kapcsolatban, mivel a Családi Otthonteremtési Kedvezmény kiterjesztéséről jóval a 2016. költségvetési törvény elfogadása után döntött a Kormány. Kutatóintézetünk becslése szerint emiatt a lakásépítési támogatások előirányzata túlteljesül, azonban a megfelelő információ birtokában csak az év második felében, nagyobb mennyiségű igénybevétel után tudunk biztos költségvetési hatással számolni. Első negyedéves kalkulációnkban átvesszük a Nemzetgazdasági Minisztérium Családi Otthonteremtési Kedvezményre vonatkozó számításait, és modellünkben 150 milliárd forintos kiadási tétellel kalkulálunk.

A kiadási oldalon átcsoportosítás történt a Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap (NCSSZA) jövedelempótló és jövedelemkiegészítő szociális támogatásai és az államháztartás alrendszerének támogatásai között. A helyi önkormányzatok támogatását csökkentette a segélyezési ellátások járási hivatalokhoz történt áttelepítése, ami 2015 januárjától az NCSSZA kiadásai között jelenik meg. Az átcsoportosításon túl az NCSSZA kiadásait megnöveli, hogy a járási feladatokra az idei évben több forrást fordít a kormányzat, míg az önkormányzat kiadásainak csökkenését az óvodapedagógusi bérek, valamint az egyes fejlesztési jogcímek támogatásának emelése kompenzálja.

A központi költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok január havi egyenlege 60,5 milliárd forinttal javult. Az előirányzatok bevételei növekedtek, kiadásai pedig csökkentek. A bevételek növekedéséhez elsősorban a központi költségvetési szervek bevételeinek 20,4 százalékos bővülése járult hozzá. Ezt az Országos Egészségbiztosítási Pénztár által az intézmények részére utalt támogatás és a Belügyminisztérium „Tömeges bevándorlás kezeléséhez kapcsolódó kiadások” sor terhére történt utalásai okozták. A kiadási oldalt az uniós támogatások kétirányú folyamatai alakították. A szakmai fejezeti

kezelésű előirányzatokon belül a hazai forrásból finanszírozott kifizetések 70 százalékkal felülmúlták az előző évi azonos időszakit, e mögött az egyes megyei jogú városok fejlesztése, közútfenntartás, az útdíjrendszerek működtetésére és a tömeges bevándorlás kezelésével kapcsolatos kiadásokra fordított összegek állnak. Az uniós programok előirányzatain az év első hónapjában 26,8 milliárd forint kiutalás történt, ami 97,2 milliárd forinttal alacsonyabb, mint a 2015. évi azonos időszaki kifizetés. Ezt a 2007–2013-as programozási időszak végleges lezáródása és a jelenlegi, 2014–2020-as időszak lassú felfutása magyarázza.

A költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok nettó kiadásain a tavalyi évhez képest a Kormány lefelé korrigált. A változás irányát továbbra is megfelelőnek tartjuk. Korábbi várakozásunkat arra építettük, hogy a 2007–2013-as európai uniós költségvetési időszak ütemezése után a jelenlegi időszakban a 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 várakozásainkat megváltoztatva az általunk becsült előirányzat tervszámait helybenhagyjuk.

Kamategyenleg

A kamatbevételek az év első hónapjában 2,1 milliárd forintos szintet értek el, a kamatkiadások pedig 37 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkiadás összességében 34,9 milliárd forinton állt. A januári kamategyenleg 12,5 milliárd forinttal lett magasabb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva, ami a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutásával magyarázható.

Egyenleg és államadósság

A 2016. évi költségvetésben szereplő bevételi és kiadási előirányzatok vizsgálata után a költségvetési törvényben előirányzott 2 százalékos GDP-arányos deficittel szemben 0,4 százalékos eltéréssel számolunk, prognózisunk 1,6 százalékos hiányt tartalmaz.

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

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	146	0,4%
Fogyasztási adók	96	0,3%
Lakossági befizetések	28	0,1%
Bevételi oldal összesen	270	0,8%
Szociálpolitikai menedíj-támogatás	-150	-0,4%
Lakásépítési támogatás	10	0,0%
Kiadási oldali kockázatok	-140	-0,4%

Összesen	130	0,4%
-----------------	------------	-------------

Forrás: Századvég számítás

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 75,2 százalékot határozott meg.

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 egyhuszadával kell csökkenteni a GDP-arányos államadósságot. Intézetünk előrejelzése szerint a 2015 végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re, és a költségvetési hiányra vonatkozó, a KESZ-állomány 2015. december 15-i szintjével kalkulálva – a GDP 73,2 százalékára csökkenhet. Ez a fent említett államadósság-szabályok mindegyikének eleget tesz.