

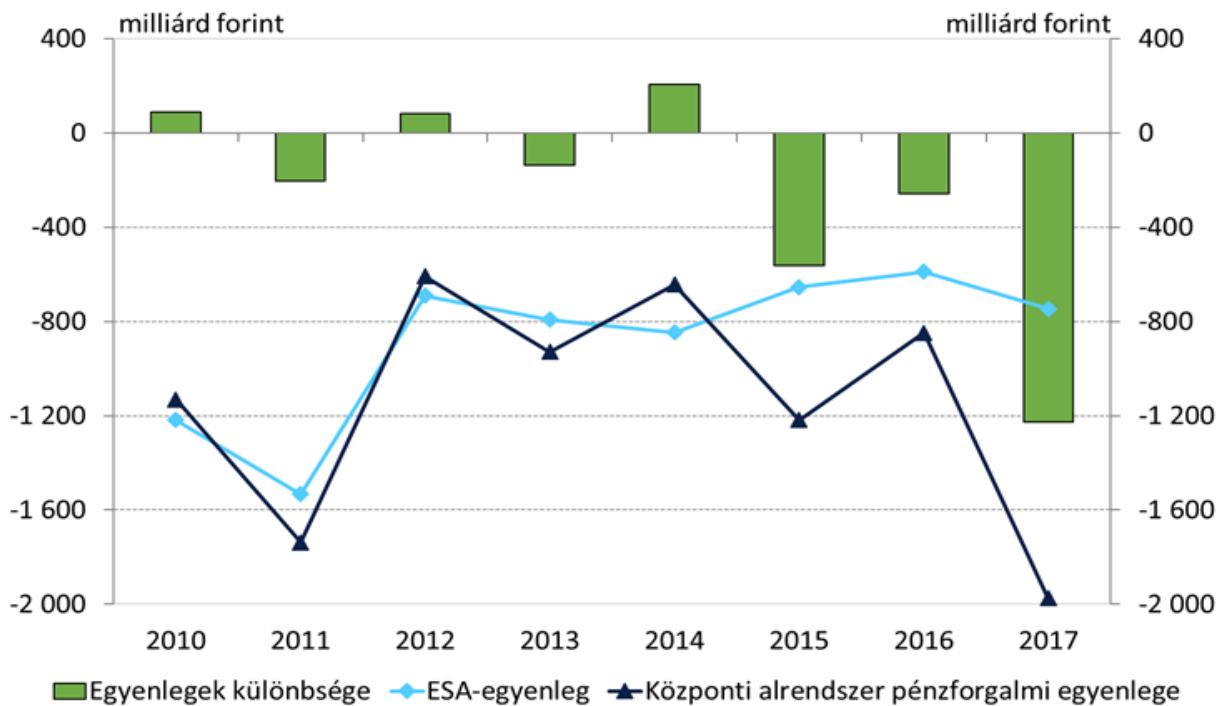
**Magas maradhat a finanszírozási igény az uniós források elmaradása miatt**

*A költségvetés finanszírozási igénye 2016 óta folyamatosan meghaladja az ESA-deficitet az európai uniós támogatások költségvetési előfinanszírozása következtében, 2018 első felében pedig a beérkező támogatások csúszása is növelte a finanszírozási igényt. Az ennek következtében megemelkedő forrásbevonás megterheli az állampapírpiacon és lassítja az államadósság GDP-arányos csökkenését is, ami 2018-ban 1,1 százalékpont lehet. Ezt követően azonban dinamikus, évente a GDP 2-2 százalékpontját meghaladó mértékű adósságcsökkenés várható. Elemzésünk szerint a lakossági állampapírokból történő forrásbevonás a forint kötvénypiac megterhelése nélkül a jövőben is fedezetet nyújthat a magas finanszírozási igényre, így továbbra sincs szükség devizakötvény-kibocsátásra. A belső finanszírozás erősödésével tovább mérséklődhet hazánk külső sérülékenysége.*

**Az EU támogatások megelőlegezése növeli a költségvetés finanszírozási igényét**

**Az elmúlt években a magas pénzforgalmi hiány következtében jelentős volt az állam finanszírozási igénye, miközben az ESA-hiány alacsonyan alakult.** Míg az eredményszemléletű deficit 2015 és 2017 között nem haladta meg a GDP 2 százalékát, a pénzforgalmi deficit a vizsgált három évben évente átlagosan a GDP közel 2 százalékával (mintegy 600 milliárd forinttal) volt magasabb az ESA-hiánynál (1. ábra). Az adósságkibocsátással fedezendő finanszírozási igény tehát tartósan magasabban alakult az ESA-hiánynál.

1. ábra: A költségvetési egyenlegek közötti eltérés

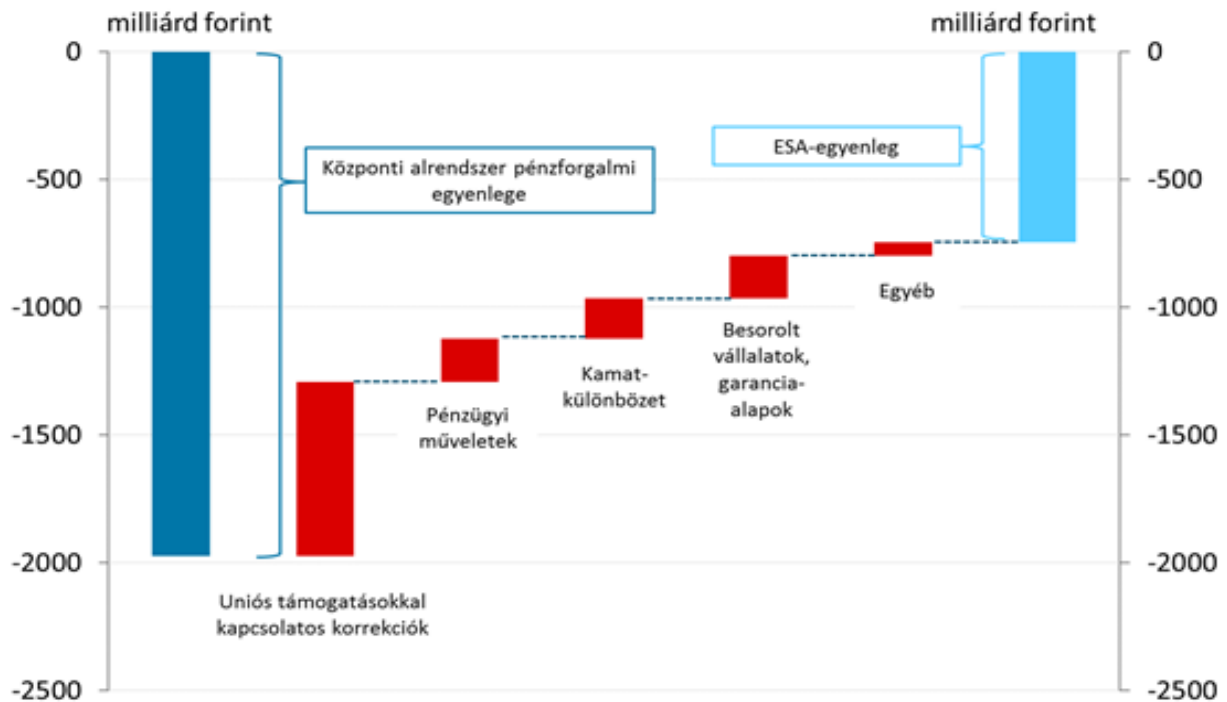


Forrás: Magyar Államkincstár, KSH

**A magas finanszírozási igény fő oka 2016 óta az uniós támogatásokhoz kapcsolódó jelentős mértékű előlegkifizetés, valamint az uniós pénzforgalmi bevételek ezzel összefüggő lassú beérkezése.** Az elmúlt két évben a 2014-2020-as uniós programokhoz tartozó 4400 milliárd forintos kiadással szemben ugyanis mindössze 1700 milliárd forint pénzforgalmi bevételt számolt el a költségvetés. A kiadások és bevételek közötti eltérés elsődleges oka a 2016 és 2017 során összesen közel 3000 milliárd forintot kitevő előlegkifizetés.

**Az ESA-deficitet az EU támogatások megelőlegezése sokkal kisebb mértékben érinti** (2017-re vonatkozóan lásd 2. ábra). Egyrészt a kifizetett előlegek kormányzati szektoron belüli része egyáltalán nem növeli az ESA-hiányt, másrészt a kormányzati szektoron kívüli előlegekkel szemben már a kifizetés pillanatában el lehet számolni (imputálni) a jövőben várt uniós költségvetési bevételt, így csak a támogatás önrésze érintheti a hiányt. Az ESA és pénzforgalmi hiány közötti eltérést további kisebb tényezők is növelik, ilyen például a két módszertan eltérő kamatkidás-elszámolása.

2. ábra: A 2017-es ESA- és pénzforgalmi egyenlegek közötti különbség dekompozíciója



Forrás: KSH

### A finanszírozási igény továbbra is magas maradhat

**Az uniós támogatások kifizetése és a bevételek elmaradása 2018-ban és 2019-ben is növelheti a pénzforgalmi hiányt, ami így a korábbi évekhez hasonlóan magas finanszírozási igényt okozhat.** A magas, 1400 milliárd forintot meghaladó első féléves pénzforgalmi hiány legfőbb oka, hogy az idei évben az 1100 milliárd forintos EU-s kifizetéssel szemben mindössze 170 milliárd forint uniós bevételt számoltak el a költségvetésben, ami az előlegkifizetések továbbra is magas arányára utal. Az előlegek okozta jelentős többlet finanszírozási igényt némileg enyhíti, hogy egy tavalyi kormányrendelet következtében a kormányzati szektornak nyújtott kifizetések egy része a Kincstári Egységes Számlán marad. A beérkező támogatások várakozástól számottevően elmaradó mértéke azonban továbbra is növeli a finanszírozási igényt és ennek súlya növekvőben van.

**Az EU-s támogatások megelőlegezése és a bevételek elmaradása okozta magas finanszírozási igény 2018-ban lassítja az államadósság gyors csökkenését is.** A GDP 2,4 százalékától várhatóan elmaradó ESA-hiány ellenére jelentősebb finanszírozási igény jelentkezik 2018-ban is, ami lassítja az államadósság csökkenését. A júniusi

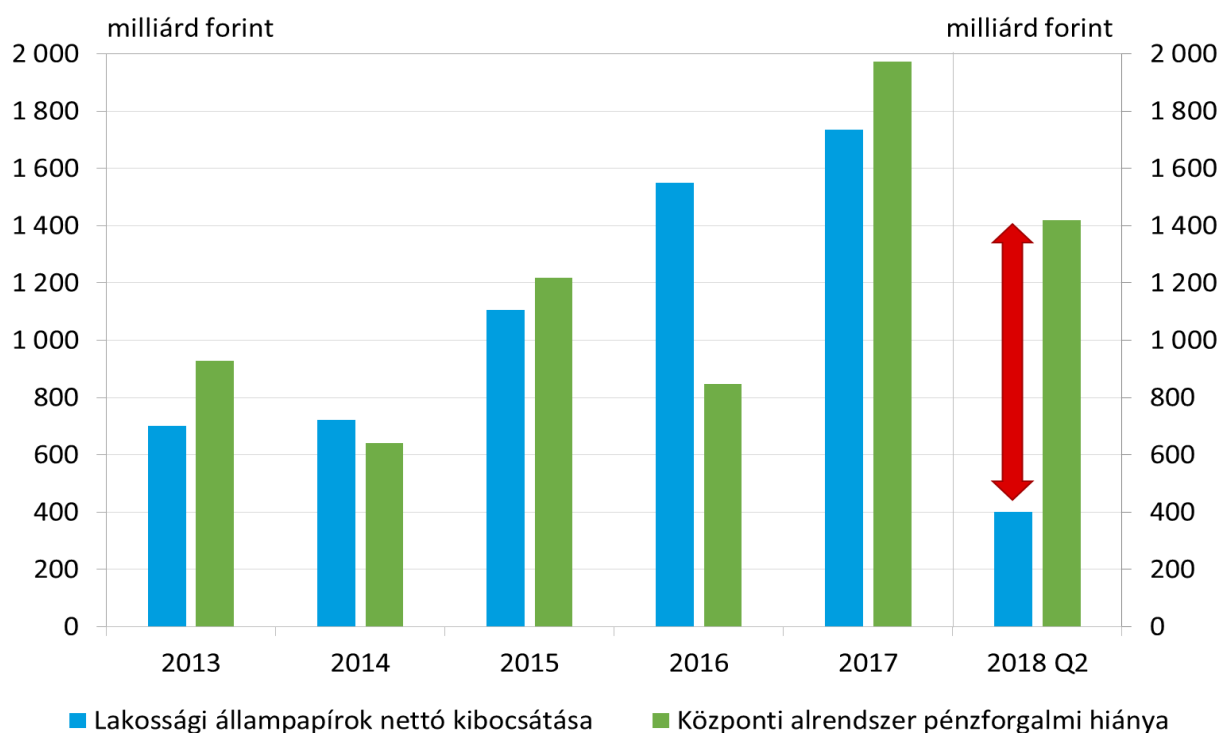
Inflációs jelentésben szereplő MNB-prognózis szerint a GDP arányos államadósság-ráta 1,1 százalékponttal csökkenhet idén.

**A finanszírozási igény jövőbeni mérséklődésével ugyanakkor az adósságcsökkenés is dinamikusabbá válhat.** A MNB prognózisa szerint a robusztus gazdasági növekedés következtében a GDP-arányos államadósság előretétekintve évente több mint 2 százalékponttal mérséklődhet, így 2020 végére 68 százalék alá csökkenhet.

### **A lakossági állampapírok révén továbbra is fedezhető a magas finanszírozási igény**

**2016-ban és 2017-ben a lakossági papírok nettó kibocsátása jelentős szerepet töltött be a költségvetési hiány finanszírozásában, ennek súlya azonban az idei év első felében csökkent.** A lakossági papírok nettó kibocsátása 2016-ban 1550 milliárd forintot, míg 2017-ben 1735 milliárd forintot tett ki, azaz az értékpapírok kibocsátása jelentős szerepet játszott a költségvetési hiány és a lejáró adósság refinanszírozásában. A lakossági papírok hozama azonban fokozatosan veszített vonzerejéből, így 2018 első felében mindössze 400 milliárd forinttal nőtt az állományuk. A megemelkedett finanszírozási igényt más forrásokból kellett fedezni az adósságkezelőnek. Az ÁKK a forintkötvények és a diszkont kincstárjegyek kibocsátott mennyiségét növelte, ami ugyanakkor kínálati nyomást okozott az állampapírpiacra.

**3. ábra: A lakossági papírok kibocsátása és a pénzforgalmi hiány**



Forrás: ÁKK, MÁK

**A lakossági papírok iránti kereslet növelésével többletforrás vonható be, ami a magas finanszírozási igényre a jövőben is fedezetet biztosíthat.** Az idei első féléves visszafogottabb állománynövekedés alapján – figyelembe véve a lakosság vagyoni és jövedelmi pozíciójának kedvező alakulását is – van tér a lakossági kibocsátás további növelésére. Ezt első lépésben támogatja, hogy 2018. augusztus 1-től az adósságkezelő a rövidebb futamidejű lakossági állampapírok kamatát egységesen 50 bázisponttal megemelte. A lakossági állampapírok kamatának költsége ugyan magasabb a piaci papírok kamatainál, ez azonban lényegében megtérül a költségvetés számára az ehhez kapcsolódó többlet adóbevételeken és az így fenntartható alacsonyabb piaci hozamokon keresztül.<sup>1</sup>

**Devizakibocsátásra továbbra sincs szükség, így hazánk külső sérülékenysége tovább csökkenhet.** 2011. év végi 50 százalékról 2018. június végére mintegy 20 százalékra csökkent a központi államadósság devizaaránya, ami érdemben hozzájárult a gazdaság külső sérülékenységének mérséklődéséhez. A belföldi értékesítés folytatódó emelkedése a devizaadósság további mérséklődését és ezzel párhuzamosan a külföldi tulajdoni hányad csökkenését eredményezi, ami stabilabb adósságstruktúrához vezet.

**Összefoglalva az EU-s előlegek kifizetése és a bevételek elmaradása következtében az elmúlt két évhez hasonlóan magas maradhat a költségvetés finanszírozási igénye.** A megemelkedő forrásbevonás 2018-ban lassítja az államadósság-ráta GDP-arányos gyors csökkenését, ezt követően azonban dinamikus, évente 2-2 százalékpontot meghaladó mértékű csökkenés várható. A magas finanszírozási igényre a lakossági papírokból történő forrásbevonás a forint kötvénypiac megterhelése nélkül nyújthat fedezetet a jövőben is, amit támogat, hogy az adósságkezelő 2018. augusztus 1-től a rövid futamidejű értékpapírok kamatát egységesen 50 bázisponttal megemelte. A belső finanszírozás erősítésével továbbra sincs szükség devizakötvény-kibocsátásra, ami egyúttal hozzájárul ahhoz is, hogy tovább mérséklődjön hazánk külső sérülékenysége.

---

<sup>1</sup> Kicsák Gergely: Lakossági állampapírok – Stabilabb finanszírozás, magasabb ár? <http://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/befektetesek-megtakaritasok/kicsak-gergely-lakossagi-allampapirok-stabilabb-finanszirozas-magasabb-ar>

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2018. augusztus 3-án.”*