



## Gazdaságpolitikai monitor

*2014. március*

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.  
© Strategopolis Kft.  
© Századvég Alapítvány

A jelentést Ádám János szerkesztette.  
A jelentés egyes részeit készítették: Ádám János, Ballér Kata, Isépy Tamás, Virováczy Péter.  
A felhasznált adatbázis 2014. március 11-én zárult le.

## Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló.....	4
Három százalék alatti hiány az EU-ban .....	6
Gyorsuló gazdasági növekedés az EU-ban .....	6
Volatilis pénzügyi környezet.....	7
A tagországok több mint felében 3 százalék alatti hiány várható 2014-ben.....	11
2015 márciusáig elhárult az USA államcsődveszélye .....	14
Kiegyensúlyozott a magyar gazdaság növekedése .....	16
A hiánycél alatt lehet a 2013-as költségvetés .....	19
Bevételek.....	19
Kiadások .....	20
Egyenleg .....	21
Hivatalosan sem lehet már 3 százaléknál magasabb a hiány .....	23
Kamatvágások, gyengülő forintárfolyam .....	25
Kockázatok az idei hiánycélban.....	31
Bevételek.....	32
Kiadások .....	33
Államadósság alakulása.....	35
Függelék .....	36

## Vezetői összefoglaló

Az Európai Unió gazdasága gyorsuló ütemben növekedett 2013 utolsó negyedében, az év egészét tekintve azonban mindössze 0,1 százalékos növekedést regisztrált. Az Európai Bizottság februárban közzétett előrejelzése szerint az idei év folyamán a növekedés hangsúlya a külkereskedelemtől a fogyasztásra és a beruházásra helyeződik át. 2014-ben az EU GDP-je 1,5 százalékkal növekedhet. A Fed mennyiségi lazításának visszafogásával a korábban tartósan gondolt pénzügyi likviditás kora véget érni látszik, ami miatt januárban jelentős tőkekivonás indult meg a kockázatosabbnak ítélt feltörekvő gazdaságokból. Az amerikai fiskális megállapodások azonban kedvező irányba befolyásolták a piaci mozgásokat. Az elmúlt években látott jelentős fiskális kiigazításnak köszönhetően az idei évtől már lassuló és leginkább költségoldali konszolidáció veheti kezdetét az Európai Unióban. A konszolidáció első felében, tehát 2010 és 2013 között átlagosan 3 százalékponttal javultak az uniós GDP-arányos hivatalos fiskális egyenlegek. Az idei évben a dinamikusabb gazdasági növekedésnek is köszönhetően a GDP-arányos hivatalos költségvetési hiány 2008 óta először 3 százalék alá, 2,7 százalékra csökkenhet az unióban. A jövő évre tervezett kiigazítás már csak elhanyagolható hiánycsökkenést eredményez, miután 2015-ben a költségvetési pozíció stabilan tartása a legfontosabb cél a tagországok számára. Mivel az USA-ban a döntéshozók egyetértésre jutottak mind a rövid távú költségvetési számokat, mind az adósságplafon 2015 márciusáig tartó megemelését illetően, a közeljövőben már nem várható a költségvetéssel kapcsolatos piacbefolyásoló politikai intézkedés a tengerentúlról.

Magyarország éves gazdasági növekedése gyorsult 2013 IV. negyedében. A javuló teljesítmény kiegyensúlyozott, széles bázisú növekedési szerkezeten nyugszik. A nettó export és a belső tételék is pozitívan hatottak a GDP-bővülésre. A termelési oldalon az összes meghatározó nemzetgazdasági ág pozitívan járult hozzá az éves bázisú GDP-növekedéshez. Legfrissebb prognózisunk szerint a kiegyensúlyozott növekedés idén és jövőre is fennmaradhat. Ennek elsődleges forrása az erősödő belső kereslet, ezen belül a beruházás, majd a fogyasztás lesz. A munkaerő-piaci helyzet tovább javulhat: az aktivitás és a foglalkoztatottság is emelkedhet 2015-ig. Az idei évben a tavalyinál alacsonyabb bérdinamika várható, ami jövőre jobban nőhet, köszönhetően a versenyszféra dinamikusabb bérfolyamatainak. A historikusan alacsony infláció a teljes előrejelzési horizonton a maginfláció alatt maradhat. 2015-ben már az infláció felpörgésére számítunk a keresleti korbát megszűnése és a közműdíjcsökkentések bázishatása miatt. A monetáris politikának egyre szűkebb a mozgástere a kamatcsökkentési ciklus folytatására. A ciklus végét a Fed monetáris politikája, a nemzetközi környezet és az erősödő inflációs nyomás befolyásolja. Az irányadó ráta 2,5 százalékon érheti el mélypontját, az év második felében egy lassú szigorító ciklus megkezdését várjuk.

Tavaly 929,2 milliárd forint volt a központi alrendszer pénzforgalmi hiánya. Az adóbevételek a GDP 36,8 százalékát tették ki. Ezen belül a gazdálkodói adók GDP-aránya az előirányzott 5 helyett 4 százalékra teljesült, de a GDP 14 százalékát kitevő fogyasztási típusú adóbevételek nőttek. A járulékok esetében is több lett a bevétel az előirányzathoz képest. A kiadási oldalon jelentősen meghaladták a tervezettet a költségvetési szervek kiadásai, míg a szociálpolitikai és lakástámogatási kiadásoknál megtakarítás keletkezett. Az önkormányzati alrendszerrel még nincsenek végleges adatok, de az adósságkonszolidáció miatt többlettel zárhat a szektor, ahogy az eredményszemléletű és pénzforgalmi egyenleg közti átjárást biztosító tétel is többletet mutathat. Véleményünk szerint GDP-arányosan 2,4–2,7 százalék között lehetett a tavalyi hiány – a bizonytalanságot a takarékszövetkezeti integrációra fordított kiadások elszámolása okozza.

Magyarország befektetői megítélése összességében romlott a téli hónapokban. Ennek legfőbb oka, hogy a Fed szűkítette eszközvásárlási programját. Az összesen 50 bázispontos kamatvágás ellenére a másodpiaci hozamgörbe hosszú végén kismértékben, míg a 36 hónapos futamidő esetében jelentősen felfelé tolódott. A piac feltehetően számít a monetáris lazítás befejezésére és egy későbbi kamatemelésre. Magyarország továbbra is stabilan megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a devizatartalékok mértéke jelentősen meghaladja a rövid lejáratú devizakötelezettségek mértékét. A forint árfolyama jelentősen gyengült a vezető devizákhoz képest, és volatilisabbá vált december óta. A forint árfolyamának 5–10 százalékos gyengülése az államadósság összetételének megfelelően 16–31 milliárd forinttal növeli a kamatkidások nagyságát.

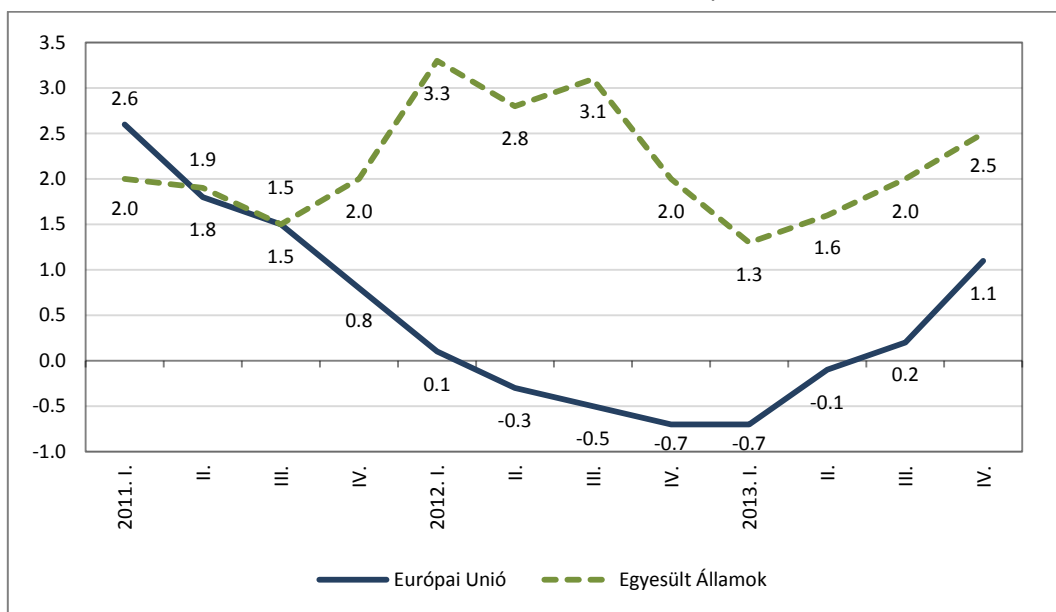
Az idei költségvetésben a bevételek oldalán némi kockázatot látunk a gazdálkodói befizetéseknél, de a fő veszély az áfabevételeknél jelentkezik. A lakossági befizetéseknél a tervek megalapozottnak tűnnek, a járulékbefizetéseknél a tervezettnél jobb lehet a teljesülés. A kiadási oldalon minimális lehet az eltérés: a lakásépítési támogatásoknál megtakarítás keletkezhet, de ezt erodálhatják a szociálpolitikai kiadások és a gyengébb árfolyam miatti magasabb kamatkidások. A költségvetési szerveknél magas kiadással számol a kormányzat, ezért ott nem látunk kockázatokat. Összességében egy 100 milliárd forint feletti elmaradás látszik, de ezt nagyjából képes fedezni a 100 milliárd forintos tartalék, így reális a 2,9 százalékos hiánycél teljesülése. Ugyanakkor váratlan események esetén nem áll a Kormány rendelkezésére több fedezet, ami miatt a kiigazítás lehetősége sem kizárt. Az államadósság-szabálynak megfelel az idei költségvetés: változatlan árfolyam mellett 78,5 százalékra csökkenhet az államadósság a tavalyi év végi 79,2 százalékhoz képest. A árfolyam hatásával számolva ugyanakkor a ráta 79,5 százalékra növekedhet.

## Három százalékos alatti hiány az EU-ban

### Gyorsuló gazdasági növekedés az EU-ban

Az Európai Unió gazdasági teljesítményét tükröző negyedik negyedéves adatok gyorsuló gazdasági növekedésről tettek tanúbizonyságot: a harmadik negyedévben látott 0,2 százalékos bővülés után az év/év alapú uniós GDP-mutató 1,1 százalékra ugrott a tavalyi év utolsó három hónapjában (1. ábra). Az előző negyedévtől eltérően, amikor az uniós bővülés leginkább a készletfelhalmozásnak volt köszönhető, az október–decemberi időszakban a készletváltozáson kívül a GDP összes komponense támogatta a bővülést. Így a végső fogyasztási tételek vezetésével, a nettó export, valamint – először a tavalyi évben – a beruházás is pozitívan járult a gazdaság év/év növekedéséhez. Az év egészét tekintve az uniós mindössze 0,1 százalékos növekedést produkált.

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



Forrás: Eurostat

Az Egyesült Államok gazdasági teljesítménye 2013. október–decemberben éves összevetésben 2,5 százalékos bővülést mutatott. Az előző negyedév bázisán mért évesített ráta 1,7 százalékponttal, 2,4 százalékra mérséklődött a IV. negyedévben. A lassuló gazdasági növekedés elsősorban az alacsonyabb beruházási ütem, valamint a kormányzati szektor visszaesése következtében alakult ki. A 16 napos októberi kormányzati leállás több mint 1 százalékponttal csorbította a GDP bővülését. Az előző időszakokhoz hasonlóan a negyedik negyedévben is a belső kereslet maradt a legfőbb növekedésserkentő tényező. Mivel az éves

átlagos növekedés kevesebb mint 2 százalék volt 2013-ban, az unió és az USA közötti növekedési különbség továbbra is jelentős maradt (1. ábra).

Az Európai Bizottság februárban közzétett előrejelzése szerint az idei év folyamán az unióban a belső keresleti korlátok lassan oldódhatnak a kedvezőbbre forduló munkaerő-piaci és pénzügyi helyzet hatására, így a növekedés hangsúlya a külkereskedelemtől a fogyasztásra és a beruházásra helyeződik – az előbbi vezetésével –, melyek kétéves zsugorodás után először járulnak hozzá pozitívan a GDP-növekedéshez. A megerősödő üzleti bizalom, a folyamatosan enyhülő hitelezési feltételek, valamint az erősödő bel- és külföldi kereslet egyaránt hozzájárulnak a beruházások élénküléséhez. A növekvő fogyasztói bizalom, a rendelkezésre álló reáljövedelem fellendülése és a munkaerő-piaci helyzet stabilizálódása pedig a fogyasztás növekedését segíti. Két év csökkenés után tavaly a közösségi fogyasztásban is bővülés volt megfigyelhető, ami a fiskális konszolidáció enyhülésének következtében minden bizonnyal az előrejelzési periódusban is folytatódik. Ennek megfelelően a bizottság számításai szerint 2014 egészében az EU GDP-je 1,5 százalékkal növekedhet, ami az őszi becsléshez képest 0,1 százalékpontos javulást jelez. A tagországok között idén már szűkül a növekedési különbség, mivel az adósságproblémával küzdő déli országokban tapasztalt GDP-zsugorodás üteme is várhatóan tovább csökken, sőt van, ahol enyhe növekedést is prognosztizálnak. Az Egyesült Államok esetében is felfelé módosították a 2014-es kilátásokat, amit többek között a nemrég megkötött költségvetési kiadásokkal és államadósság-plafonnal kapcsolatos kormányzati megállapodásokkal magyaráztak, amelyek érdemben csökkentik a fiskális politika felől érkező bizonytalanságot. Az amerikai gazdaság bővülését idén is elsősorban a fogyasztás és a beruházás segíti. Összességében 2014-ben 2,9 százalékos amerikai növekedésre számít a bizottság.

Előrébb tekintve 2015-ben a folyamatosan javuló munkaerő-piaci, valamint a kedvezőbb pénzügyi helyzet hatására erősödő gazdasági fellendülés várható: 2 százalékos növekedést prognosztizálnak az öreg kontinensen. Az amerikai gazdaság, továbbra is a belső keresletnek köszönhetően, 3,2 százalékos bővülést regisztrálhat az előrejelzési horizont végén, amely 2005 óta a legerősebb növekedés. Az európai gazdasági növekedésre ható legfőbb negatív kockázat továbbra is a globális gazdasági környezet alakulása, mely elsősorban a feltörekvő országok romló növekedési kilátásai miatt áll fenn: a Fed eszközvásárlási programjának tavaly decemberben kezdődött fokozatos mérséklése, és az így generált tőkekivonás jelenleg is nyomás alatt tartja és sebezhetővé teszi az EU számára kulcsfontosságú feltörekvő piacok növekedési lehetőségeit.

## **Volatilis pénzügyi környezet**

A tavalyi év vége felé jelentős események, köztük a Fed mennyiségi lazításának kivezetése, valamint az amerikai költségvetési megállapodás körüli aggodalmak befolyásolták a befektetői döntéseket. Idén pedig a feltörekvő piaci feszültségekre, valamint az amerikai

adósságplafon-emeléssel kapcsolatos hírekre figyeltek kiemelten a befektetők. A Fed mennyiségi lazításának visszafogásával a korábban tartósnak gondolt pénzügyi likviditás kora véget érni látszik, ami miatt januárban jelentős tőkekivonás indult meg a kockázatosabbnak ítélt feltörekvő gazdaságokból. Mindezek hatására a befektetők figyelme az öreg kontinensen az EKB döntéseire szegeződött. A visszafogott amerikai monetáris lazítás után a piaci szereplők várakozása szerint az EKB rövidesen felhagyhat a kötvényvásárlási programja (Securities Markets Programme, SMP) keretében vásárolt államkötvények sterilizációjával, amellyel egy több mint 175 milliárd eurós likviditásnövelést hajtana végre. Azonban egy következő hosszú távú finanszírozási eszköz (Long-Term Refinancing Operations, LTRO) bevezetése is jelentősen javítana a piaci likviditás helyzetén. Összességében elmondható, hogy a téli hónapokban is volatilitás uralkodott a piacokon, amit elsősorban a feltörekvő piaci feszültségek generáltak. Az amerikai fiskális megállapodások (a 2014–2015-re vonatkozó költségvetés és az adósságplafon-emelés) azonban kedvező irányba befolyásolták a piaci mozgásokat, amelyek például a legtöbb perifériális ország csökkenő CDS-felárában és államkötvényhozamaiban mutatkozott meg.

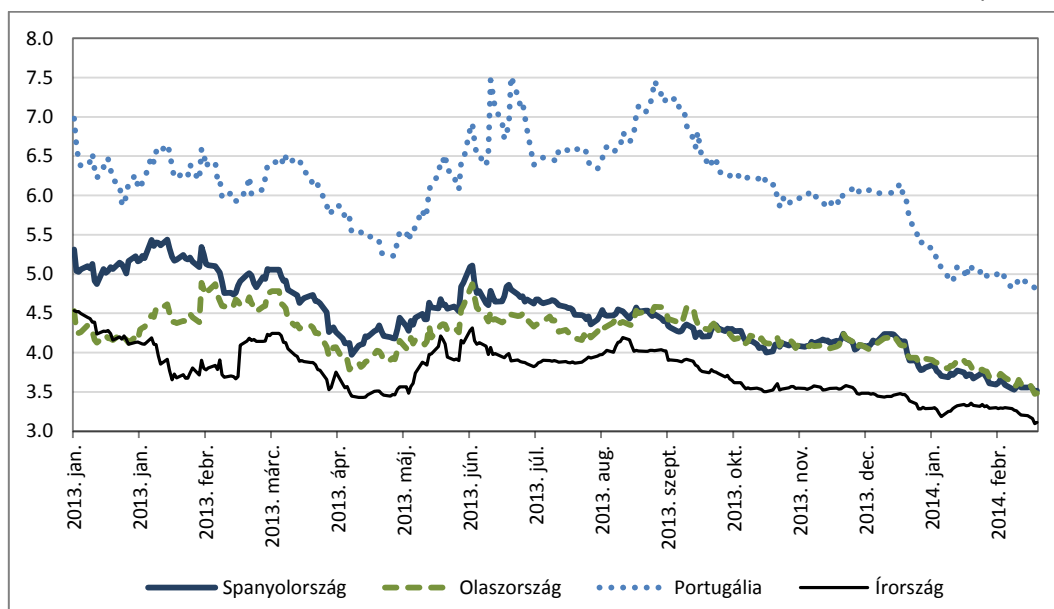
A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak december eleje és február vége között összességében csökkentek. A piaci figyelem középpontjában lévő országok esetében ezen időszak alatt átlagosan 25 százalékos javulás volt tapasztalható. A legnagyobb mértékben Portugália csőd-kockázati felára csökkent, többek között az egyre kedvezőbb gazdasági kilátásoknak köszönhetően. Hosszabb távra visszatekintve is jól látható a piaci megítélés javulása: a tavalyi év azonos időszakához képest átlagosan 40 százalékkal alacsonyabban állnak a periféria CDS-felárai.

Az előző negyedévhez hasonlóan a téli hónapokban is a csökkenő trend vált általánossá az állampapírpiacon hozamaiban (2. ábra). A decemberi nyitóértékekhez képest így lényegesen alacsonyabb kamatokon sikerült forrást bevonni a perifériális euróövezeti államoknak: a görög állam 10 éves lejáratra már 7 százalékon tudott forrást bevonni februárban, ami az egy évvel ezelőtti szinthez képest csaknem 400 bázispontos csökkenést jelez. A portugál 10 éves államkötvény hozama 5 százalék alá süllyedt, míg a spanyol államkötvény hozama az olasz papírokhoz hasonlóan 3,5 százalékon stabilizálódott február végén. Az utóbbi két perifériális ország esetében a kedvező hitelminősítési reakciók is hozzájárulhattak az állampapírok csökkenő hozamaihoz. A Moody's februárban javított Spanyolország államadós-besorolásán, melyet a spanyol gazdaság növekedési szerkezetének javulásával, a szerkezeti reformokban elért haladással és a javuló közfinanszírozási kondíciókkal magyarázott. Szintén a Moody's volt az, amely a korábbi negatívról stabilra változtatta Olaszország államkötvény-besorolását. A hitelminősítő az olasz államadósság-dinamika stabilizálódásával indokolta a lépést. Ez egy napon történt azzal, hogy Enrico Letta miniszterelnök benyújtotta lemondását, miután pártja, a Demokrata Párt megvonta tőle támogatását. A miniszterelnöki székbe Matteo Renzi, a kormánypárt főtitkára került, akinek személyét kedvezően fogadták a piacok, mivel az új kormányfő erősen elkötelezett a munkapiacot, az adórendszert és a közigazgatást is



érintő reformok mellett, amelyekre az olasz gazdaságnak nagy szüksége van. Szintén fontos megemlíteni, hogy a Moody's befektetésre ajánlott kategóriába emelte vissza Írország államadosságának besorolását is az eddigi spekulatív sávból, az új besorolásra pedig további felminősítést valószínűsítő pozitív kilátást állapított meg. A kedvező hitelminősítés kiváltó oka, hogy december közepén a menetrendnek megfelelően befejeződött az ír kormány által összeállított hároméves EU-IMF-segélyprogram, amelyből Írország megerősödött fizetőképességgel és visszaszerzett tőkepiaci hozzáféréssel került ki. A hitelminősítő szerint az ír államháztartás elsődleges egyenlege idén pozitív tartományba fordul, valamint az államadosság-ráta is csökkenésnek indul. 2011 óta először mindhárom hitelminősítőnél befektetésre ajánlott szinten van az ír államadosság. Az ír 10 éves államkötvény hozama a válság kitörése óta először került 3 százalék közelébe.

2. ÁBRA: A 10 ÉVES ÁLLAMPAPÍR-PIACI HOZAMOK ALAKULÁSA 2013-TÓL (SZÁZALÉK)



Forrás: Thomson Reuters

Miután a Fed decemberben megkezdte kötvényvásárlási programjának szűkítését, ismét felerősödött a menedékeszközök iránti kereslet, aminek hatására Németország, az Egyesült Királyság és az Egyesült Államok hosszú papírjainak hozamai is csökkenő pályára léptek az elmúlt hónapokban, és átlagosan 5 százalékkal mérséklődtek december óta.

Az Egyesült Államok jegybanki funkcióját betöltő Fed kamatdöntő szerve januári ülésén nem módosította az irányadó rátát, amely így továbbra is a 0–0,25 százalékos sávban mozog. A Nyílt Piaci Bizottság azonban második alkalommal 10 milliárd dollárral csökkentette eszközvásárlási programjának méretét, ami jelenleg havi 65 milliárd dollárral növeli a monetáris bázist. A jelenlegi keretösszegeen belül 35 milliárd dollárt államkötvények, 30 milliárd dollárt jelzálog-fedezetű értékpapírok vételére fordítanak. Az amerikai jegybank szerint a munkaerő-piaci jelzőszámok alapján az amerikai gazdaság élénkül. A mennyiségi lazítás további mérséklése a következő hónapokban is a gazdasági teljesítményt tükröző

indikátorok függvénye. A tavaly decemberben megkezdett monetáris lazítás kivezetése szakértők szerint idén októberben fejeződhet be. A következő, márciusban tartandó kamatdöntő ülésen már Janet Yellen váltja Bernankét az elnöki székben. Yellen első hivatalos beszédében februárban nyílt jelzést adott a befektetőknek, hogy a feltörekvő piaci felfordulás nem hat ki érdemlegesen az Egyesült Államokra, valamint az elmúlt hónapokban látott munkaerő-piaci gyengélkedés csak átmenetinek tekinthető, ami miatt az eszközvásárlási program kivezetésének folytatása várható. A mennyiségi lazítás idén ugyan véget ér, de a monetáris politikai szigorítás, tehát az irányadó kamatláb emelése legkorábban csak 2015-től várható. A Fed hosszabb távú exit stratégiájának végrehajtásában Yellennek kulcsfontosságú szerepe lesz, a megfelelő monetáris politikai lépések érdemben befolyásolhatják többek között az amerikai állampapírok jövőbeni hozamait is: a szigorítás részeként a Fed minden bizonnyal a mérlegében található jelenleg több mint 4000 milliárd dolláros eszközállomány leépítését is elkezdi a közeljövőben, ám ennek menete még nem ismert.

Az EKB márciusi kamatdöntő ülésén a historikusan alacsony 0,25 százalékon hagyta az irányadó rátát. A kamatpályára vonatkozó iránymutatáson (forward guidance) a tanács nem változtatott, ami azt jelzi, hogy a bank irányadó kamatai hosszabb ideig a jelenlegi vagy ennél alacsonyabb szinten maradnak. Mivel a legfrissebb piaci adatok (pl.: beszerzésimenedzser-indexek (BMI) és egyéb konjunkturális mutatók) messze a vártnál jobban alakultak, a jegybank elnöke nem tért ki új, nem konvencionális likviditásnövelő eszközök alkalmazására. Az elnök azonban többször hangsúlyozta, hogy egyelőre csak visszafogott kockázatokat látnak az inflációs folyamatokra nézve. Ráadásul a pénzromlásra ható tényezők is kiegyensúlyozottnak tűnnek. A jegybank legfrissebb előrejelzése szerint idén 1 százalékos, de még 2016-ban is jóval az EKB 2 százalékos, középtávú célja alatti, 1,5 százalékos infláció várható az övezetben, 1,2 és 1,8 százalékos GDP-növekedés mellett. A három hónappal ezelőtti becslésekhez képest ez 0,1–0,1 százalékpontos emelést, valamint csökkentést jelent a pénzromlás idei ütemét és a 2014-es gazdasági bővülést illetően.

Meglepően jól reagáltak a tőkepiacok a Fed decemberi lépésére, amikor az amerikai jegybank megkezdte mennyiségi lazításának kivezetését. A felfelé irányuló tendencia, amit a kétpárti amerikai költségvetési bizottság egyezsége is támogatott, azonban csak átmenetinek bizonyult, miután a feltörekvő piacok felől érkező eladási hullám, továbbá az amerikai adósságplafon megemelésével kapcsolatos viták hatására fokozatosan estek a részvényindexek. Ez a folyamat február elején érte el mélypontját, ami után az adósságplafon újbóli megemelésének hatására a főbb tőzsdeindexek pozitív korrekcióba kezdtek. Az USA egyik legfőbb tőzsdeindexe, a Dow Jones mindössze 2 százalékot emelkedett az elmúlt három hónapban. A meghatározó európai mutatók közül a londoni (FTSE) és a frankfurti (DAX) 3–3 százalékkal növekedett a téli hónapok folyamán.

## **A tagországok több mint felében 3 százalék alatti hiány várható 2014-ben**

Az elmúlt években látott jelentős fiskális kiigazításnak köszönhetően az idei évtől már lassuló és leginkább költségoldali konszolidáció veheti kezdetét az Európai Unióban. A konszolidáció első felében, tehát 2010 és 2013 között átlagosan 3 százalékponttal javultak az uniós és euróövezeti GDP-arányos hivatalos fiskális egyenlegek. Az Európai Bizottság legfrissebb jelentése szerint az unióban és az övezetben rendre 3,1 és 3,5 százalékos költségvetési deficitet valószínűsítenek a tavalyi évre, ami megegyezik a novemberi becsléssel. Mivel a gazdasági fellendülésnek csak a csírája jelent meg 2013-ban, a fiskális egyenlegek tavalyi javulása – 0,6 és 0,4 százalékpont az övezet és unió esetében – leginkább a költségvetési intézkedések hatása miatt következett be.

A tavalyi évre vonatkozó 2013. őszi és az idei februári bizottsági előrejelzések közötti legnagyobb módosítás Szlovéniánál látható. A legfrissebb prognózisok szerint a költségvetési hiány a 2012-ben mért 3,8 százalékról 14,9 százalékra emelkedett 2013-ban, ami az őszi 5,8 százalékos becsléshez képest jelentős korrekciónak számít. Ennek egyik legfőbb oka, hogy a külföldi mentőöv elkerülése érdekében nyugati szomszédunk a bankok feltőkésítését választotta a bankrendszer pénzügyi stabilitásának megtartásáért. A túlzott kockázatviselés, az állami tulajdonú bankok nem megfelelő irányítása miatt súlyos bankválság alakult ki 2013-ban. A megnövekedett költségvetési hiányt a tavaly bevezetett megszorító intézkedések (pl.: áfakulcs emelése, közszféra béreinek csökkentése) próbálták valamelyest mérsékelni. Szlovénia strukturális egyenlege<sup>1</sup> azonban 2011 óta folyamatosan csökken, tavaly mindössze 2,2 százalékot tett ki, ami csak 0,2 százalékponttal haladja meg az uniós strukturális adatot.

2013-ban a második legnagyobb hiánya Görögországnak volt, ahol Szlovéniához hasonlóan a GDP 11 százalékát kitevő egyszeri banki feltőkésítés miatt kúszott a 2012. évi 9 százalékról 13 százalék fölé az államháztartás hiánya. A strukturális egyenleg a görög állam esetében is optimistább képet fest, sőt, tavaly a tagország történetében először már pozitív tartományba fordult.

Az idei évben a dinamikusabb gazdasági növekedésnek is köszönhetően a GDP-arányos hivatalos költségvetési hiány már 2,7 százalékra csökkenhet az unióban és 2,6 százalékra az eurózónában, ami az őszi előrejelzéshez képest változatlan mutatót és 0,1 százalékpontos negatív korrekciót jelöl a két térségben. Tehát 2014-ben az uniónak és az övezetnek is sikerül a maastrichti kritériumrendszer szerint megengedett legmagasabb deficitráta, vagyis 3 százalék alá csökkentenie hiányát, ami utoljára 2008-ban volt ezen a szinten.

Az uniós adat csaknem kétszeresét, a régiós szinten is kiemelkedő 5,4 százalékos deficitet jósolnak az EU szakemberei 2014-re Horvátország számára, amelynek 2009 óta nem sikerült 5 százalék alá mérsékelnie fiskális hiányát. A 2013-ban látott 6 százalékról történő enyhe

---

<sup>1</sup>Ciklikusan kiigazított, egyszeri és egyéb átmeneti intézkedések nélkül (pl.: banki feltőkésítés) számított hiány.

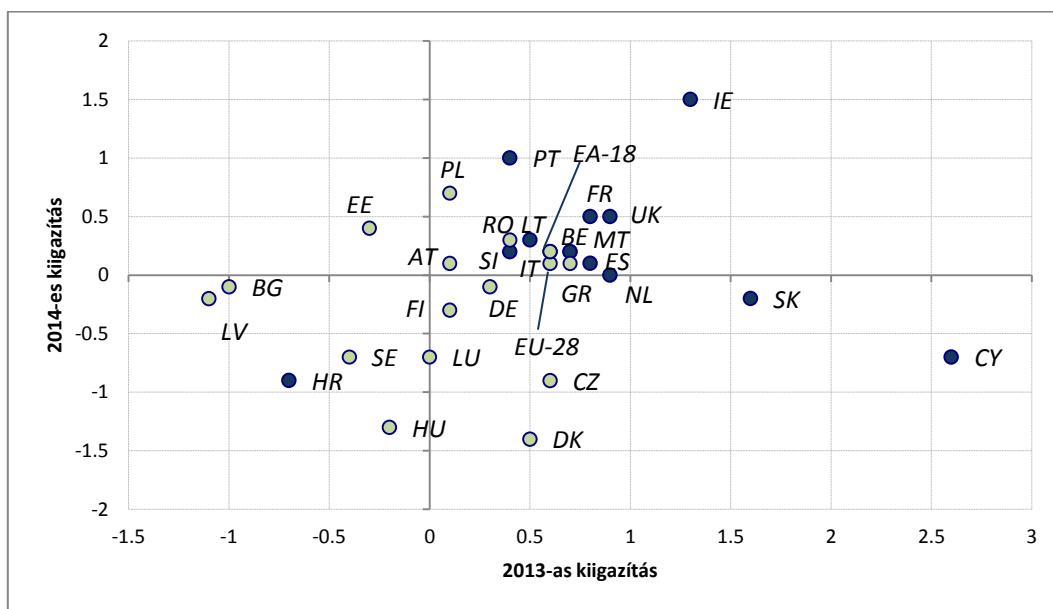
egyenlegjavulás egyik oka, hogy idén január 1-jétől a korai nyugdíjazásban részesülők (pl.: a hadsereg és a rendőrség alkalmazottai és a tűzoltók) második nyugdíjpillérben lévő pénzeszközeit az állami pillérbe utalják át. A jelenlegi módszertan alapján ez ugyan javítja a hivatalos egyenleg alakulását, de az ősszel életbe lépő ESA2010 uniós szabályozás szerint az ilyen átcsoportosítás már nem számít majd bevételnövelő intézkedésnek. A jelenlegi hivatalos előrejelzés azonban nagymértékben változhat, mivel az Európai Unió idén januárban túlzottdeficit-eljárást indított Horvátország ellen. Az eljárás értelmében Horvátországnak 2016-ra 3 százalék alá kell csökkentenie hiányát. Az EU végrehajtó testületének javaslata szerint Horvátországnak idén 4,6 százalékos államháztartáshiány-célt kellene elérnie, amelyet 3,5 és 2,7 százalékos deficit követne jövőre és 2016-ban. A horvát kormánynak április végéig kell deficitcsökkentő intézkedéseket lefektetnie az EU által fenntarthatatlannak ítélt rendszerben. Szintén januárban az S&P hitelminősítő leminősítette Horvátország addig sem befektetési ajánlású államadós-besorolását, mivel a horvát kormány eddig meghozott gazdaság- és költségvetés-politikai intézkedéseit a hitelminősítő elégtelennek tartja a növekedés élénkítéséhez és a közfinanszírozási folyamatok fenntarthatóbb pályára helyezéséhez. A januári EU-döntés értelmében Horvátország tehát csatlakozik azon 15 uniós tagországhoz, amelyekkel szemben a stabilitási és növekedési paktum korrekciós ágának tekintett túlzottdeficit-eljárást jelenleg alkalmazzák. Érdemes megemlíteni, hogy a tagállamok közül mind ez idáig csak Észtország és Svédország tudta elkerülni a túlzott hiány esetén követendő eljárást.

Az idei évre várható egyedüli pozitív mérleg Lengyelország neve mellett olvasható. A februári bizottsági jelentés szerint az őszi előrejelzésnél is magasabb, 5 százalékos fiskális többlettel rendelkezhet a tagország. Azonban mindez a nyugdíjreformban történő változások miatt következik be: a GDP 8,5 százalékát kitevő eszközállományt csoportosítanak át a másodikból az első nyugdíjpillérbe. A horvát példához hasonlóan az új költségvetéshiány-elszámolásban (ESA2010) ez a fajta eszköztranszfer már nem könyvelhető el bevételként, aminek következtében az év végén mintegy 3,8 százalékos lengyel hiányt prognosztizál a bizottság.

A periferiális államok fiskális mérlegében is kedvező irányú változások láthatók. A strukturális egyenlegek alapján a legnagyobb javulást az unióban tavaly Ciprus érte el 2,6 százalékpontos deficitcsökkenéssel (3. ábra). A déli szigetországban a vártnál kisebb GDP-visszaesés és a mentőcsomag keretében előirányzott konszolidációs intézkedéseknek (pl.: a társasági adó és a kamatbevétel adókulcsának emelése) köszönhetően az őszi előrejelzésnél 2 százalékponttal alacsonyabb, 3,8 százalékos strukturális hiány várható 2013-ban. Idén pedig Írország és Portugália strukturális egyenlegénél látható a legmagasabb, 1,5 és 1 százalékos GDP-arányos javulás. Az utóbbi esetében a tervezett konszolidáció nagyrészt a közkiadások felülvizsgálatán alapul, ami többek között a közsféra bérkölségeinek csökkentését is tartalmazza. Bár Portugália május közepén zárja le az EU-IMF által 2011-ben nyújtott 78 milliárd eurós mentőprogramját, a megszorító intézkedéseknek jövőre is fenn kell maradniuk, hogy a kormány 3 százalék alá tudja csökkenteni hivatalos hiánymutatóját.

Írország és Spanyolország után Portugália lehet a harmadik övezeti ország, amely sikeresen zárja le a nemzetközi hitelezőktől kapott mentőprogramját.

3. ÁBRA: A 2013-AS ÉS A 2014-ES KONZOLIDÁCIÓ MÉRTÉKE A STRUKTURÁLIS HIÁNY ALAPJÁN AZ UNIÓS ÁLLAMOKBAN

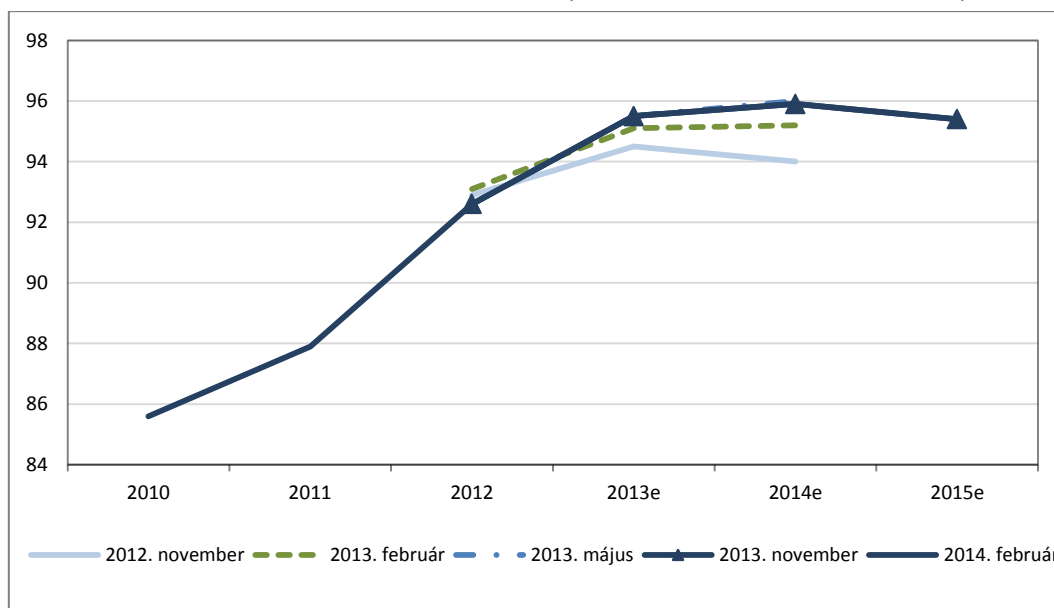


Forrás: European Economic Forecast Winter 2014, Európai Bizottság. Megjegyzés: A negatív érték lazítást mutat. A zölddel jelölt országokban 3 százalék vagy az alatti hivatalos hiányt várnak 2014-ben. Miután Lettország 2014. január 1-jén csatlakozott az eurózónához, az övezeti mutató 18 eurót használó tagország fiskális adatát foglalja magába.

A 2015-ös előrejelzések körül nagy a bizonytalanság, mivel kevés érdemi intézkedést hoztak arra az évre. A jövő évre tervezett kiigazítás már csak az övezet esetében mutat némi hiánycsökkenést (0,1 százalékpont), miután 2015-ben a költségvetési pozíció stabilan tartása a legfontosabb cél a tagországok számára. Az előrejelzési horizont végén, tehát 2015-ben már a tagállamok több mint kétharmadában teljesül a hiánymutatóra vonatkozó maastrichti kritérium. Szintén kedvező fejlemény, hogy további három országnak, Csehország (3,3 százalék), Szlovákia (3,4 százalék), Szlovénia (3,3 százalék) csak minimális kiigazításra lenne szüksége, hogy a kritériumszintet elérje. A „magországok” közül egyedül Franciaország hiánya lesz 3 százalék felett, bár az eurózóna második legnagyobb tagállamában már 2010 óta folyik a konszolidáció. A tagország a vártnál lassabb gazdasági növekedés miatt kialakult hiányszámokat magasabb adóbevételekkel (növekvő áfakulcs, szén-dioxid-adó bevezetése) és visszafogott kiadással próbálja az elkövetkező években redukálni. Az adósságrátákra vonatkozó februári, az eurózónát vizsgáló előrejelzések összességében változatlanok maradtak az Európai Bizottság novemberi számaihoz képest. Ennek értelmében az övezeti adósságpálya idén a GDP-arányos 95,9 százalékon tetőzik, amely után enyhe csökkenésnek indul az előrejelzési horizont végéig (4. ábra). Az idei évre vetített, a korábbi időszakokhoz viszonyítva már mérsékelt övezeti adósságemelkedés legfőbb oka a továbbra is magas kamatkiadás, valamint az egyedi adósságnövelő tételek. 2015-ben a gyorsabb gazdasági

növekedés, valamint a magasabb elsődleges – kamatfizetések nélkül számított – többlet az előző évekhez képest nagyobb mértékben hat az adósságcsökkenés irányába. A tagországok államadósság-rátájában megfigyelhető csökkenés jövőre még nem idéz elő markáns változást az övezeti palettán: az ideihez hasonlóan 2015-ben is mindössze négy tagállamban (Észtország, Lettország, Luxemburg és Szlovákia) regisztrálhatnak a konvergenciakritériumnak megfelelő, 60 százalék alatti mutatót.

4. ÁBRA: AZ EURÓÖVEZET BRUTTÓ ÁLLAMADÓSSÁG-RÁTÁJÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSEK VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK A GDP ARÁNYÁBAN)



Forrás: European Economic Forecast Winter 2013; European Economic Forecast Autumn 2013; European Economic Forecast Winter 2014; Európai Bizottság

Az őszi előrejelzésekhez képest a februári jelentésben a tagországok közül Szlovénia államadósság-rátájánál lehet megfigyelni a legnagyobb mértékű negatív revíziót. A 2012-ben látott 54 százalékos adósság a legfrissebb prognózisok szerint tavaly 72 százalékra (novemberben még csak 63 százalékot valószínűsítettek) duzzadt a banki feltőkésítések, valamint az állami „rossz bank” (Bank Asset Management Company)<sup>2</sup> decemberi felállítása következtében. Az elsődleges hiány további növekedése miatt a szlovén adósság a GDP 78 százalékára emelkedhet 2015-ig, elsősorban a további banki feltőkésítések, a visszafogott növekedés és a magasabb adósságszolgálati költségek következtében.

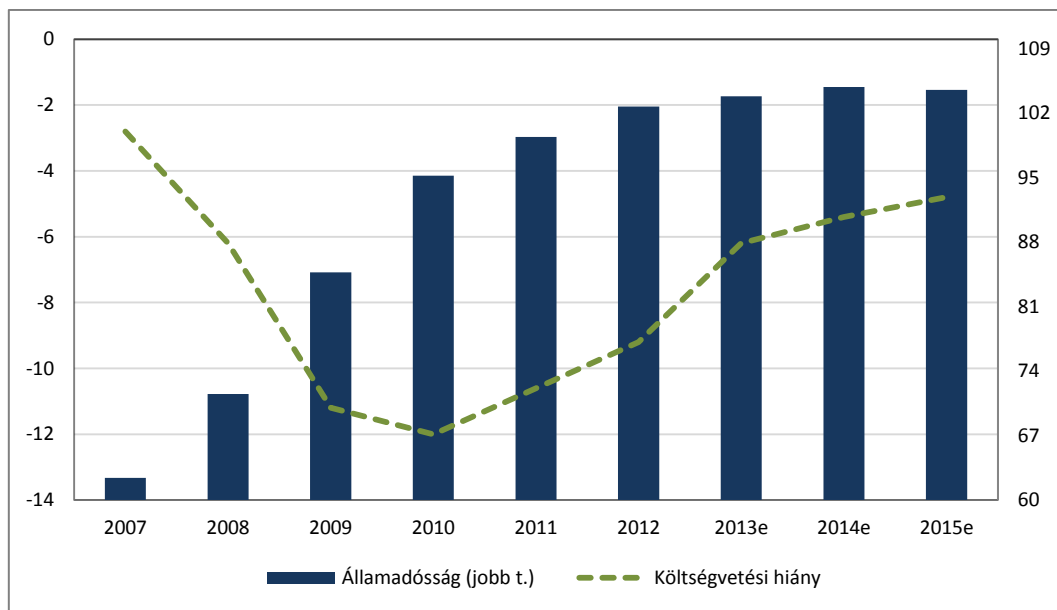
## 2015 márciusáig elhárult az USA államcsődvészelye

A kétpárti amerikai kongresszus tavaly év végén megállapodott az USA kétéves költségvetéséről. Az egyezség értelmében idén és jövőre szűkítik az automatikus költségvetési kiadáscsökkentési sorozatot (sequester), aminek hatására 45 és 18 milliárd

<sup>2</sup> A bankrendszer nemteljesítő hiteleit csoportosították ide.

dollárral növelik a fiskális kiadásokat. A szövetségi kiadások így 2014-ben 1012 milliárd dollárra rúgnak, szemben a sequester alapján meghatározott 967 milliárd dollárral. 2015-ben az automatikus kiadáscsökkentés nagyobb része azonban életben marad, tehát a kiadások is alacsonyabb lesznek, ahogy az azt követő években is egészen 2023-ig bezáróan, amikor a költségvetési hiány mértéke GDP-arányosan már 2 százalék alatt várható. Az Európai Bizottság februárban a kedvezőbb növekedési kilátásokkal indokolva 0,3 százalékponttal, 5,4 százalékra csökkentette az USA idei fiskális hiányát, ami 2015-ben 4,8 százalékra, 2007 óta a legalacsonyabb szintre mérséklődhet (5. ábra).

5. ÁBRA: AZ USA KÖLTSÉGVETÉSI HIÁNYÁNAK ÉS BRUTTÓ ÁLLAMADÓSSÁG-RÁTÁJÁNAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK A GDP ARÁNYÁBAN)



Forrás: European Economic Forecast Winter2014

Továbbá megnyugvással fogadta a piac, hogy a kongresszusnak február 11-én sikerült megegyezésre jutni az adósságlimit újbóli megemelését illetően, amivel ismét sikerült elkerülni az amerikai fizetéképtelenséget. A döntés értelmében 2015. március 15-ig függesztik fel az adósságplafont, lehetővé téve a pénzügyminisztérium számára, hogy a jelenlegi 17 200 milliárd dolláros szintnél tovább növelje az adósságot. Szakértők szerint 2015 márciusáig mintegy 1000 milliárd dollárral emelkedhet az amerikai adósságállomány, amikor az államadósság-ráta a 2014-es adathoz hasonlóan a GDP 105 százalékát teheti ki. Szintén fontos megjegyezni, hogy mivel a lépéssel a novemberben tartandó időközi választások utánra halasztják az adósságplafonnal kapcsolatos további tárgyalásokat, ez a politikailag meglehetősen érzékeny téma ősszel nem kerül napirendre. Összességében elmondható, hogy az elmúlt évtől eltérően a közeljövőben nem várható jelentős politikai megmozdulás az amerikai költségvetéssel kapcsolatban.

## Kiegyensúlyozott a magyar gazdaság növekedése

A magyar gazdaság növekedése 2013 IV. negyedévében tovább gyorsult: az éves bázison mért 2,7 százalékos bővüléssel hazánk az EU élmezőnyébe tartozott. A növekedés kiegyensúlyozottságát jelzi, hogy a gazdaság a külső és belső forrásaira szinte azonos mértékben támaszkodott. Az export és az import növekedése fokozódott: előbbit a javuló külső konjunktúra, utóbbit a bővülő belső felhasználás vezérelte. A nettó export így tovább nőtt, és a külkereskedelem aktívuma 1,5 százalékponttal járult hozzá az év/év GDP-növekedéshez. A belföldi teljesítmény erősödése a beruházások 10,4 százalékos éves bővüléséhez köthető, amit elsősorban az uniós forrásokból megvalósuló állami nagyberuházások vezérelnek. A fogyasztás növekedését az óvatossági megtakarítások és az adósságállomány leépítése továbbra is fékeztek. A rendelkezésre álló jövedelem bővülésének és a munkaerő-piaci helyzet javulásának következtében ugyanakkor a IV. negyedévben, éves bázison 1 százalékkal nőtt a háztartások fogyasztási kiadásának volumene. A belföldi felhasználás összességében 1,2 százalékponttal járult hozzá a gazdaság növekedéséhez. Ebből a háztartások fogyasztási kiadása 0,5, a bruttó felhalmozás 0,3, valamint a közösségi fogyasztás (mely tartalmazza a természetbeni juttatásokat) 0,4 százalékponttal részesedik.

A termelési oldalon rég nem látott, széles bázisú növekedési szerkezet alakult ki a IV. negyedévben: az összes meghatározó nemzetgazdasági ág kivétel nélkül pozitívan járult hozzá az éves bázisú GDP-növekedéshez. Az előző év azonos időszakához viszonyítva a mezőgazdaság teljesítménye az alacsony bázis és a kiugróan jó terméseredmény miatt 22 százalékkal bővült. Az építőipart főként az állami beruházások pörgették, az ágazat növekedési rátája meghaladta a 10 százalékot, amihez a tavalyi rendkívül alacsony bázis is hozzájárult. Az ipar 3 százaléknál is dinamikusabb bővülését a korábbi negyedévekhez hasonlóan a járműipar és a kapcsolódó ágazatok exportértékesítése vezérelte. A szolgáltatások esetében regisztrált 1,3 százalékot kitevő növekedés a belső felhasználás erősödésével hozható párhuzamba.

Tavaly az utolsó negyedévben is folytatódott az aktivitás, valamint a foglalkoztatottság bővülése, köszönhetően a közmunkaprogramok felfutásának és a Munkahelyvédelmi Akcióterv intézkedéseinek. Emellett a versenyszféra munkakereslete is enyhén erősödött. A munkanélküliség négyéves minimumára, 9,5 százalékra süllyedt a IV. negyedévben. A bérek dinamikája az előző évhez képest jelentős elmaradást mutatott, összefüggésben az alacsonyabb inflációs környezettel és a továbbra is laza munkaerőpiaccal.

A magyar éves bázisú infláció tovább csökkent, sőt januárban (0 százalék) és februárban (0,1 százalék) gyakorlatilag megszűnt. Az alacsonyan ragadó pénzromlási ütemet elsősorban a szabályozott árak csökkentése vezérelte, emellett a keresleti korláttal jellemezhető hazai gazdaságban a dezinflációs hatások is érvényesültek. A kormányzati költségcsökkentések



össességében leszorították az inflációt, amelyet segített a mezőgazdasági termelői árak és az élelmiszerárak csökkenése. Az elmúlt negyedévben a hazai kockázati környezet romlott, amit leginkább a Fed lépése befolyásolt: két lépcsőben, 65 milliárd dollárra csökkentette likviditásbővítő csomagját. Télen is folytatta a Magyar Nemzeti Bank a kamatvágási ciklust, amit a feltörekvő országokat érintő, turbulens nemzetközi környezet kevésbé, de a potenciálistól elmaradó gazdasági teljesítmény és az alacsony infláció indokol. A kamatvágásokkal összhangban a forintHITEK kamatainak mérséklődése is folytatódott. A vállalatok hitelezésében az ősszel tapasztalt kedvező fordulat átmenetinek bizonyult, a Növekedési Hitelprogram második szakasza iránt egyelőre alacsony az érdeklődés. Az első szakaszban kihelyezett 700 milliárdos hitelhez képesti kisebb keretösszeg nagyobb hatást gyakorolhat a gazdasági növekedésre, mivel ennek a keretnek maximum 10 százaléka fordítható korábbi hitelek kiváltására, így magasabb lesz a beruházási hitelek aránya.

Legfrissebb előrejelzésünk szerint a magyar gazdasági növekedés 2014-ben és 2015-ben is kiegyensúlyozott marad: a nettó export és a belső felhasználás egyaránt pozitívan járul hozzá a GDP-bővüléshez. A külkereskedelmi többlet fennmaradását a fellendülő külső konjunktúra segíti, míg a belső motor a beruházás, majd a fogyasztás lesz. A Növekedési Hitelprogram második szakasza iránti érdeklődés 2014 második felében erősödhet, segítve a versenyszféra beruházásainak bővülését, így a szektor jövőre átveszi az állami nagyberuházások vezérlő szerepét. A fogyasztás növekedését a rendelkezésre álló jövedelem emelkedése segíti. Emellett a fogyasztói bizalom erősödése csökkenti a mérlegalkalmazkodás és az óvatossági motívum fogyasztást visszafogó szerepét, mely negatív hatás 2015-ben megszűnik. Jövőre a magyar gazdaság, elérve kapacitási korlátait, visszafogottabb bővülést mutathat. Össességében 2014-ben 2,5, míg 2015-ben 2 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk.

Várakozásunk szerint a munkaerő-piaci aktivitás a teljes előrejelzési horizonton lassuló ütemben bár, de tovább növekedhet. A versenyszférában a foglalkoztatottság folyamatos emelkedésére számítunk, ám a növekedés elmarad a gazdasági bővülés ütemétől. Össességében 2014-ben magasabb, 2015-ben pedig visszafogottabb növekedést várunk. 2014-ben a tavalyinál enyhén alacsonyabb bérdinamika várható, amely jövőre jobban nőhet, köszönhetően a versenyszféra dinamikusabb bérfolyamatainak.

A maginfláció várható pályáját elsősorban a záródó kibocsátási rés befolyásolja: 2014-ben még a negatív rés dezinflációs hatása érvényesül, amit a korábbi költségsokkok bázisba épülése tovább erősít. Jövőre ugyanakkor már keresleti oldali inflációs nyomás keletkezik, ami felfelé hajtja a magrátát. A maginfláción kívüli tételek közül a közműdíjcsökkentések a meghatározóak: a korábbiak bázisból történő fokozatos kikerülése ellenére az újabb rezsicsökkentések 2014-ben összességében visszafogják a pénzromlás ütemét, de 2015-ben már az infláció felpörgésére számítunk. 2015 végére a keresleti és a bázishatások következtében a jegybanki inflációs cél közelébe emelkedhet a mutató. Az infláció 2014-ben 0,7, jövő évben 2,5 százalékos lehet.

A rövid távon kedvező inflációs környezet teret engedhet az óvatos kamatcsökkentésnek, amennyiben azt a piaci hangulat is támogatja. A kamatciklus mélypontját 2,5 százalékra tesszük. A monetáris politika 3 százalékos inflációs célját, a Fed laza monetáris politikájának fokozatos visszavonását és a 2015 közepére várható szigorítását figyelembe véve, a jegybank várhatóan az idei év második felében megkezdi a kamatemelési ciklust. Ez meglátásunk szerint visszafogott ütemű lesz, így 2014 végén 2,8, jövő év végén 3,5 százalékon állhat az irányadó ráta.

1. TÁBLÁZAT: A FŐBB MAKROGAZDASÁGI VÁLTOZÓK VÁRHATÓ ALAKULÁSA

	2013	2014	2015
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	1,1	2,5	2,0
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	0,2	2,2	2,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	5,9	5,8	4,2
Kivitel (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	5,3	5,7	6,1
Behozatal (nemzeti számlák alapján, volumenindex)*	5,3	6,1	6,6
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	7,0	6,8	6,9
Éves fogyasztóiár-index (%)*	1,7	0,7	2,5
A jegybanki alapkamat az év végén (%)	3,0	2,8	3,5
Munkanélküliségi ráta éves átlaga (%)*	10,2	9,3	9,8
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	3,4	2,9	3,9
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	3,1	2,7	2,5
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	5,9	5,5	5,2
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	0,9	2,0	2,4

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

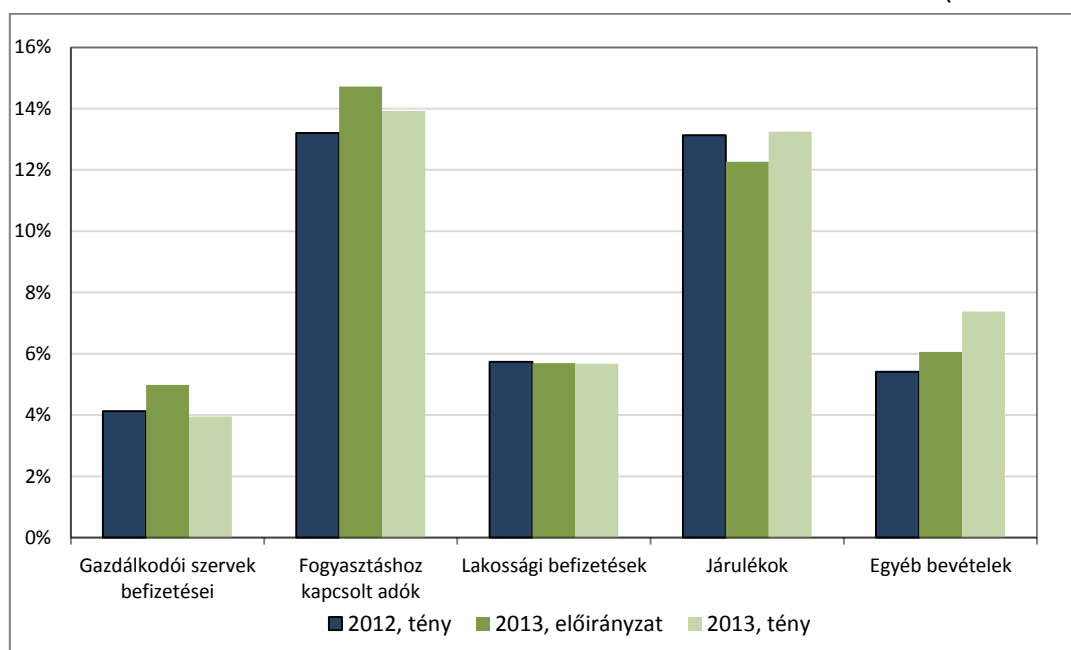
## A hiánycél alatt lehet a 2013-as költségvetés

Januárban a Nemzetgazdasági Minisztérium publikálta a 2013-as költségvetésről szóló pénzforgalmi statisztikákat. Ugyan a valós folyamatokat jobban feltáró eredményszemléletű és az önkormányzatok gazdálkodását is felmérő adatközlésre nyár végéig várni kell, de a nemrég megjelent adatokból is kiolvasható néhány lényeges folyamat. A következőkben azt vizsgáljuk meg, hogyan alakult a pénzforgalmi adatok alapján a központi alrendszer 2013. évi gazdálkodása, majd ezt követően az MNB által publikált pénzügyi számlák segítségével igyekszünk feltérképezni az önkormányzati szektor gazdálkodásának néhány jellemzőjét. Végül előrejelzést készítünk az előbbi két adatközlés alapján a várható eredményszemléletű ESA-hiányról is, amit az EU is kiemelt figyelemmel követ.

### Bevételek

Tavaly az összes, nem konszolidált bevétel 16 441 milliárd forintot tett ki. Az előirányzat 15 314 milliárd forinttal számolt, ami 7,4 százalékos emelkedés.

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



Forrás: MÁK

A központi alrendszer összes adó- és járulékbevétele 2013-ban 10 718 milliárd forintot tett ki, ami a GDP 36,8 százaléka. Ez az előirányzathoz képest 2,3 százalékos elmaradás, ugyanakkor 2012-höz képest változatlan áron 3,8 százalékos emelkedés. Az egyes adótípusokat megvizsgálva szembevetendő, hogy a gazdálkodói szervek befizetéseinél jelentős elmaradás mutatkozott: a 2013. évi 1150 milliárd forintos bevétel szinte megegyezett a 2012. évivel, de az előirányzathoz képest jelentősen, bő 20 százalékkal maradt el – ennek

következtében a GDP 5 százaléka helyett 4 százalékra rúgtak a vállalati adónemek bevételei tavaly. Ennek fő oka a 2013-ban bevezetett kisvállalati adókban keresendő: a kiva és a kata iránti, a becsülnél jóval kisebb érdeklődés következtében az ebből a két adónemből tervezett 205 milliárd forint helyett csupán 38 milliárd forint érkezett be az államkasszába. Ezenfelül még az energiaellátók jövedelemadójánál és a bányajáradéknál jelentkezett elmaradás, főként a rezsicsökkentés következtében. A legnagyobb vállalati adónem, a társasági adó esetében 322 milliárd forint – a GDP 1,1 százaléka – folyt be az államkasszába, ami nagyjából megegyezik a tervezett összeggel. Fogyasztáshoz kapcsolódó adókból – amelyek a GDP közel 14 százalékát adják – 4055 milliárd forint bevétel keletkezett 2013-ban, ami bő 5 százalékos elmaradás az előirányzathoz képest, változatlan áron viszont közel 8 százalékos növekedés 2012-höz képest. Az áfabevételek 150 milliárd forinttal múltak alul a tervet, míg a 2013-ban bevezetett pénzügyi tranzakciós illeték esetében közel 40 milliárd volt az alulteljesítés – utóbbinál a kulcsok év közbeni emelésére és egyszeri befizetés kivetésére is szükség volt a nagyobb elmaradás elkerülése érdekében. Az előzőekhez képest a lakossági befizetések esetében nem voltak jelentős eltérések: 1653 milliárd forint folyt be ezen adókból – ennek túlnyomó részét a személyi jövedelemadó adja –, ami nagyjából megegyezik az előirányzattal. A megelőző évhez képest változatlan áron 1 százalékkal nőttek a bevételek. A járulékok esetében ugyanakkor jelentős felülteljesülés történt: 3857 milliárd forint bevétel keletkezett, ami 8 százalékos többlet – 286 milliárd forint – az előirányzathoz képest. Változatlan áron ez 3 százalékos növekedés 2012-höz viszonyítva. Ennek fő oka az új kisvállalati adók iránti kisebb érdeklődéssel magyarázható: az adónemet nem váltók végeredményben nagyobb adóteherrel szembesülnek, mint a kisadókra áttérők, azaz a társasági jellegű adónemekből való kiesést kompenzálja a járulékoknál tapasztalt magasabb bevétel. Az egyéb kiadásoknál jelentős – bő 20 százalékos – többlet jelent meg 2013-ban az előirányzathoz képest, de ez nagyrészt egyszeri tételekkel és az alrendszer közötti pénzmozgásokkal magyarázható<sup>3</sup>, ezért a valós folyamatok megítélése szempontjából irreleváns.

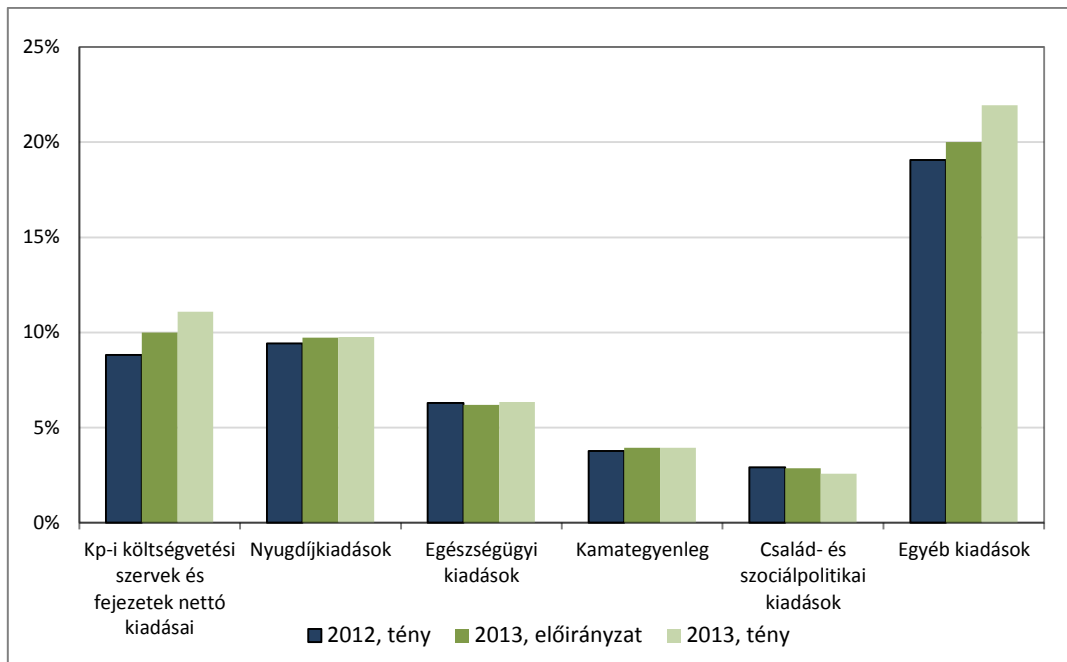
### *Kiadások*

2013-ban 17 371 milliárd forintot költött a központi alrendszer, míg az előirányzat 16 155 milliárd forinttal számolt, ami 7,5 százalékos növekedést jelent. A kiadási oldal egyik legnagyobb tétele, a költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásai 3227 milliárd forintot tettek ki 2013-ban, ami komoly növekedés az előirányzott 2910 milliárd forinthez képest, és 28,5 százalékos reálemelkedés 2012-höz viszonyítva. A kiadások ugyanakkor csökkentek a Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap esetében: 746 milliárd forintot tettek ki, ami 10 százalékkal kevesebb a tervezetthez képest – itt főként a korhatár alatti ellátások kisebb kiutalásai okozták az alacsonyabb kiadási szintet.

---

<sup>3</sup> A takarékszövetkezeti integráció vagy az Egészségügyi és a Nyugdíjbiztosítási Alapban megjelent többlet átcsoportosítása az alapok nullszaldós céljának elérése érdekében.

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



Forrás: MÁK

A lakásépítési támogatások esetében is nagyobb teljesüléssel számolt a minisztérium a tervezés során: itt az árfolyamgát-konstrukció kisebb igénybevétele miatt keletkezett 70 milliárd forintos megtakarítás a 200 milliárd forintos előirányzathoz képest. A nyugdíjra fordított kiadások megfeleltek a tervezettnek, reálértelemben ugyanakkor 5,6 százalékkal nőttek. Az egészségügyi kiadások 2,5 százalékkal haladták meg az előirányzottat, míg változatlan áron 2012-höz képest a növekedés 3,1 százalékos volt. Nettó kamatkidadásokra 2013-ban 1145 milliárd forintot költött az állam, ami szinte megegyezik az előirányzattal. Reáláron ugyanakkor 6,6 százalékkal nőttek az adósságtörlesztésre fordított kiadások.

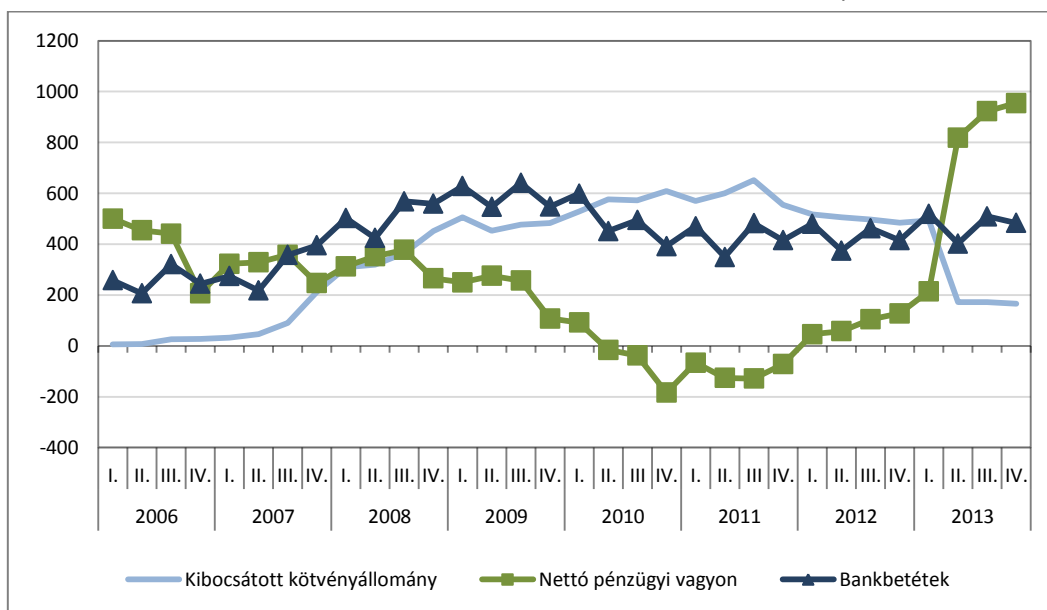
### Egyenleg

A fentiek eredőjeként a központi alrendszer pénzforgalmi hiánya 929,2 milliárd forintot tett ki 2013-ban, ami a GDP 3,2 százaléka. Ez meghaladja mind a 2012-es hiányt (613,3 milliárd forint, a GDP 2,2 százaléka), mind a 2013. évi előirányzat mértékét, ami 841,8 milliárd forint, a GDP 2,9 százaléka volt. Annak ellenére, hogy a hiány a GDP 3 százaléka felett alakult, az eredményszemléletű egyenleg ugyanakkor minden bizonnyal 3 százalék alatt lesz, ami a számos egyszeri tételnek, illetve az önkormányzati alrendszernek köszönhető. A 3 százalék feletti hiány egyik magyarázata, hogy a korábban önkormányzati tulajdonban lévő intézmények költségei immár a központi alrendszert terhelik. Ezzel párhuzamosan viszont javul az önkormányzati alrendszer egyenlege.

Az önkormányzati szektorról nincsenek év közben elérhető adatok, így pontos előrejelzést sem lehet adni, ugyanakkor az MNB pénzügyi számlái némi iránymutatást adnak a folyamatokról. Tavaly jelentős vagyoni átrendeződés zajlott le az önkormányzati szektorban

az adósságkonszolidáció jegyében: a helyhatóságok pénzügyi eszközei 450 milliárd forinttal, 6185 milliárd forintra nőttek. A kötelezettségeken belül a kibocsátott kötvények állománya a 2012-es 2000 milliárd forinthez képest megfeleződött, a hitelek pedig szintén 1000 milliárd forintos nagyságrendben, 1480 milliárd forintra csökkentek. Ezek eredményeként a kötelezettségek jelentősen, bő 2100 milliárddal, 3270 milliárd forintra csökkentek. A nettó pénzügyi vagyon így a 2012. évi 336 milliárd forint után jelentősen, 2900 milliárd forintra nőtt. Az adósságvállalás folyamata már 2012-ben megkezdődött, de a jelentős változások 2013 második negyedévében zajlottak le. Ezt követően már csak kisebb mértékben javult az önkormányzatok egyenlege, de további, kisebb mértékű adósságvállalás még 2014-ben is várható. Ezek alapján minden bizonnyal pozitív lesz az önkormányzatok 2013. évi egyenlege. A Nemzetgazdasági Minisztérium szerint a GDP 0,3 százaléka, 90 milliárd forint körül lehet a szektor egyenlege, előrejelzésünkben erre a becslésre támaszkodunk.

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



Forrás: MNB

Az ESA-híd, azaz a pénzforgalmi és az eredményszemléletű egyenlegek közötti korrekciót jelentő sor a GDP 0,2–0,3 százalékaival javíthatja az egyenleget. Több egyszeri tétel (az MVM feltőkésítése, a Mol részére történő egyszeri kifizetés) javítja az egyenleget, hiszen ezeket a kiadásokat az eredményszemléletű egyenlegben nem kell feltüntetni. Néhány kisebb tétel (koncessziós díjbevételek miatt bírósági döntés, kamategyenleg korrekciója) ugyan rontja ezt, de az előbbi tételek kompenzálják a kiesést.

Az önkormányzatok egyenlegével és az ESA-híddal korrigált pénzforgalmi egyenleg a GDP 2,7 százaléka körül alakulhat, azaz előrejelzésünk szerint nincs veszélyben a 3 százalékos alatti deficitcél. Ugyanakkor továbbra is kérdéses a takarékszövetkezeti integrációra elköltött 135 milliárd forint sorsa. Az EU továbbra is vizsgálja, hogy ez milyen kiadási tételnek minősül,

és ebben az esetben részét képezi-e az eredményszemléletű egyenlegnek vagy sem – az ezzel kapcsolatos döntés az április elején publikálandó ESA-egyenlegből derül ki. Mindenesetre, amennyiben ez nem az ESA-egyenleg része, akkor még ennél is kedvezőbb, a GDP 2,3 százaléka körül lehet a 2013. évi eredményszemléletű egyenleg.

2. TÁBLÁZAT: A 2013. ÉVI ÁLLAMHÁZTARTÁSI EGYENLEG LEVEZETÉSE

	Milliárd Ft	A GDP arányában (százalék)
Pénzforgalmi egyenleg	-929	-3,2
ESA-híd	46	0,2
Önkormányzatok	90	0,3
Várható ESA-egyenleg (1)	-793	-2,7
Takarékszövetkezeti integráció	135	0,5
Várható ESA-egyenleg (2)	-658	-2,3

Forrás: MNB, MKOGY, Századvég-becslés

### *Hivatalosan sem lehet már 3 százaléknál magasabb a hiány*

Tavaly december végén Magyarország átvette az Európai Unió irányelvét, amely a költségvetési tervezéssel kapcsolatos. Ennek értelmében néhány ponton módosul az államháztartási törvény. A legfontosabb módosítások a következők:

1. Az eredményszemléletű, uniós (ESA) egyenleg nem haladhatja meg a GDP 3 százalékát.
2. Az ESA-egyenleg alapján számolt maastrichti államadósságnak csökkennie kell.
3. A strukturális egyenleg<sup>4</sup> nem haladhatja meg a középtávú költségvetési célértéket (MTO<sup>5</sup>).
4. A fenti szabályok mellőzésére van lehetőség, ha a gazdasági ciklus kedvezőtlené válik, de ezt részletesen indokolni kell.
5. Évente legalább kétszer kormányzati szinten makrogazdasági és költségvetési előrejelzést kell készíteni és nyilvánosságra hozni.
6. Módosul a középtávú költségvetési tervezés: minden tavasszal a Kormány a tárgyévet követő három évre vonatkozó középtávú kereteket fogad el.
7. Részletes átvezetési táblázat publikálása a pénzforgalmi és az eredményszemléletű ESA-egyenleg között.
8. Negyedévente adatok publikálása az önkormányzatok gazdálkodásáról.

<sup>4</sup> A strukturális egyenleg abban tér el a hagyományos költségvetési egyenlegtől, hogy hiányoznak belőle az átmeneti, egyszeri tételek, illetve a tényleges kiadási és bevételi tételek helyett abból indul ki, hogy a gazdaság a potenciális szintjén teljesít. Azaz figyelembe veszi a gazdasági ciklusokat, így rosszabb időkben kedvezőbb a hagyományos egyenlegnél, míg jelentős gazdasági növekedés esetén kedvezőtlenebb annál.

<sup>5</sup> Az MTO (medium-term objective) egy olyan strukturális egyenlegmutató, amit minden uniós tagállam maga állapít meg brüsszeli jóváhagyással. Minden egyes tagállamnak középtávon arra kell törekednie, hogy strukturális egyenlege az MTO felé konvergáljon.

A 3 százalék alatti hiánycél törvénybe iktatásának azért van jelentősége, mert a magyar törvények eddig nem akadályozták meg az ennél magasabb hiánycélt, ez „csak” a túlzottdeficit-eljárást eredményezte. A második pont nem újdonság, mivel a magyar jog már tartalmazta ezt a pontot. Ez hasonlóan igaz a kedvezőtlen gazdasági növekedés esetén történő eltérésre. Ugyanakkor a strukturális egyenlegre vonatkozó harmadik pont eddig nem volt előírás a hazai államháztartási törvényben. Az 5–7. pontok a transzparencia növelését és a jobb tervezhetőséget szolgálják. Az utolsó pedig egy jelentős hiányosságot orvosol, és immár év közbeni adatok is rendelkezésre állnak az önkormányzati szektorról.

A jelenleg érvényben lévő magyar adósságszabály alapvetően szigorúbb, mint ezek a törvénymódosítások. Annak értelmében a 2016-ban életbe lépő törvény szerint a forintban mért államadósság maximum az infláció és a gazdasági növekedés felének különbségével nőhet. Ezt a szabályt ugyanakkor több támadás érte, az ellene felhozott legfőbb kritika, hogy prociklikus gazdaságpolitikára kényszeríti a Kormányt, azaz akkor kell épp szigorú költségvetési politikát folytatnia, amikor a gazdaság teljesítménye visszaesik. Ebből következően számos esetben túl szigorú fiskális politikát vár el a Kormánytól. Az Állami Számvevőszék<sup>6</sup> és a Költségvetési Tanács<sup>7</sup> is megfogalmazta már kritikáját, de eddig érdemi lépés ebben az ügyben nem történt. Amennyiben viszont hatályon kívül helyezik a stabilitási törvény bírált passzusait, akkor az adaptált irányelv előtérbe kerülhet.

---

<sup>6</sup><http://www.asz.hu/tanulmanyok/2013/az-allamadossag-szabaly-alkalmazasanak-elvi-es-gyakorlati-problemairol/e356.pdf>, letöltve: 2014. III. 13.

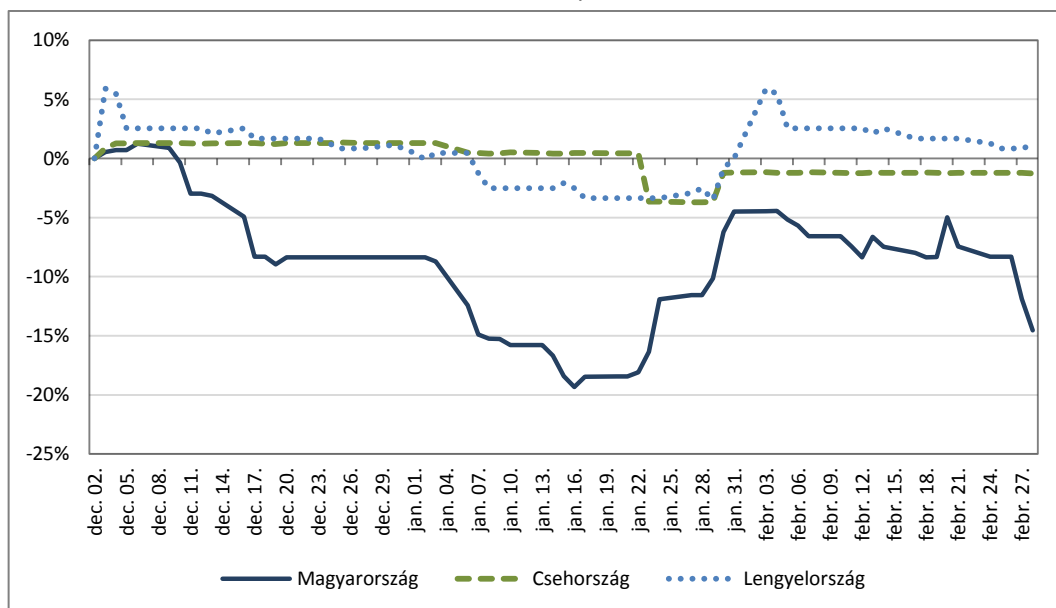
<sup>7</sup> [http://www.parlament.hu/kt/dok/0923\\_11\\_kt\\_velemeney.pdf](http://www.parlament.hu/kt/dok/0923_11_kt_velemeney.pdf), letöltve: 2014. III. 13.



## Kamatvágások, gyengülő forintárfolyam

2013 utolsó negyedében az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága a GDP 79,2 százalékának felelt meg az egy évvel korábbi 79,8 százalék és a szeptember végi 80,2 százalék után. A központi költségvetés bruttó adóssága 2014 januárjában 845 milliárd forinttal nőtt. A január végi adósságot tekintve a növekmény több mint fele a devizában denominált papírok állományának növekedéséből származik. Ennek jelentős részét teszi ki az árfolyam gyengüléséből származó növekedés. A forint decembertől 4–6 százalékot gyengült a vezető devizákhoz viszonyítva. Véleményünk szerint 2014 első negyedéve folyamán számottevően változhat az adósságmutató a forint további árfolyamgyengülése esetén. A csökkenő hozamkörnyezet mellett, valamint a nemzetközi környezet hatására (elsősorban a Fed döntései a meghatározók) a forint árfolyama tartósan gyenge maradhat.

9. ÁBRA: AZ 5 ÉVES CDS-FELÁRAK ALAKULÁSA A RÉGIÓBAN (2013. DECEMBER 2-I BÁZISON)



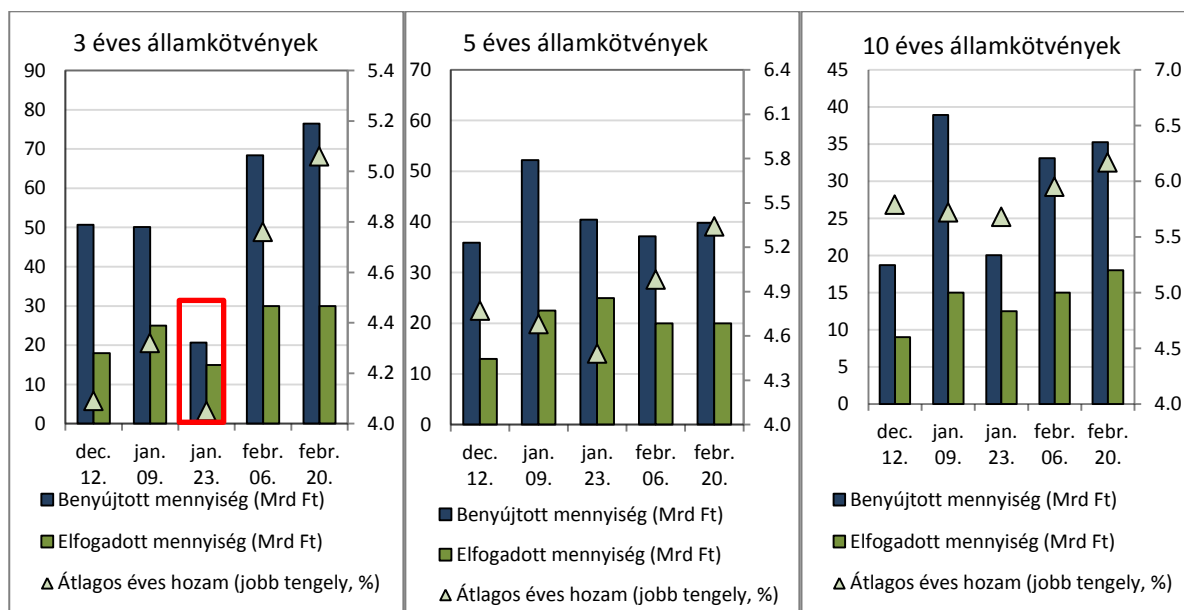
Forrás: Thomson Reuters

Decemberben a kockázatvállalási hajlandóság érdemi romlását okozta, hogy a Fed a várakozásokkal ellentétben változtatott eszközvásárlási programjának volumenén, azaz 85 milliárdról 75 milliárd dollárra mérsékelte azt. Január végén folytatódott a lazítás csökkentése, hiszen a Fed 65 milliárd dollárra mérsékelte az összeget. Az 5 éves magyar CDS értéke 279 bázispontos kezdő, december eleji értékéről 238 bázisponton zárta 2014 februárját. Lengyelországban és Csehországban mérsékelt ütemben csökkent a CDS értéke az elmúlt három hónapban, rendre 4 és 1 bázisponttal. A forint árfolyama jelentősen gyengült az elmúlt időszakban: egy euró 310, egy svájci frank 256, míg egy dollár 226 forintba került február végén. Kitekintve a régióra, a cseh korona és a lengyel zloty esetében gyakorlatilag

változatlanok maradtak az árfolyamok (0–1 százalékot erősödtek) az euróval szemben a vizsgált időszakban. A következő hónapokban várhatóan továbbra is a Fed monetáris politikájára figyelnek majd a befektetők, emellett fontos azonban megjegyezni, hogy februárban Obama USA-elnök aláírta az adósságlafonról szóló törvényt, amelynek értelmében 2015-ig nem lesz kormányzati leállás.

Az állampapír-piaci aukciókon elért hozamok is követték a globális piacok mozgásait. Elsősorban a diszkontkincstárjegyeknél volt megfigyelhető, hogy a január végi kamatvágásig csökkentek a hozamok, ezt követően nőttek, majd ismét csökkentek. Összességében a rövid lejáratú papírok hozamai kismértékben változtak (2 bázispontos csökkenés és 5 bázispontos növekedés között), míg a hosszú lejáratúak hozamai emelkedtek a megfigyelési időszakban. A hosszabb lejáratú értékpapírok (3–10 év) esetében 38–97 bázispont közötti emelkedés volt megfigyelhető. Mind a diszkontkincstárjegyek, mind az állampapírok kibocsátása során előfordult olyan eset, amikor az ÁKK a tervezettnél kisebb vagy nagyobb összegben fogadott el ajánlatokat, összességében azonban mindkét értékpapírcsoportban többletkibocsátás mutatkozott a december–februári időszakban.

10. ÁBRA: AZ ÁLLAMKÖTVÉNY-AUKCIÓK HOZAM- ÉS MENNYISÉGI ADATAI



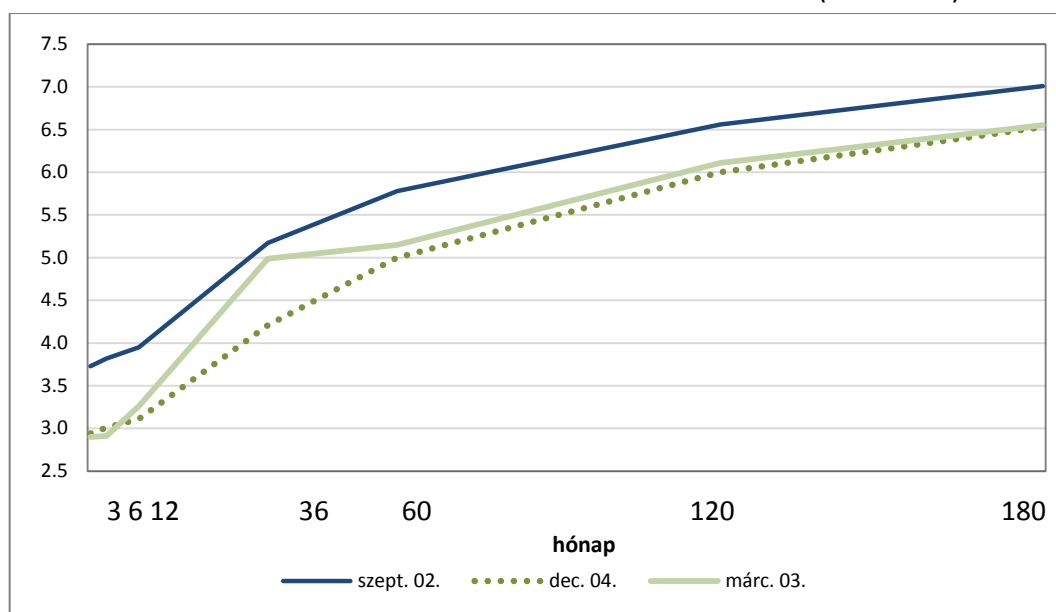
*Forrás: ÁKK Zrt. Megjegyzés: A pirossal jelölt aukción az ÁKK a meghirdetettnél kisebb összegben fogadott el ajánlatokat.*

A diszkontkincstárjegyek esetében januárban összesen 15 milliárd forinttal csökkentette a 12 hónapos eszközök aukcióin az adósságkezelő a kibocsátást a tervezetthez képest. Más esetekben ugyanakkor meghaladta az elfogadott mennyiség a meghirdetett összeget, így az időszak egészét tekintve 140 milliárd forint értékű többletkibocsátást hajtott végre a diszkontkincstárjegyeknél. Az éven túli papíroknál összesen a 3 éves lejáratúak esetében egy alkalommal lett a meghirdetettnél kevesebb az elfogadott mennyiség, ám a hiányzó összeg

csupán 5 milliárd forintnak felelt meg. Összegezve ezt a számot azokkal az esetekkel, amikor többletbevonás történt, végeredményben 46 milliárd forintos pluszt kapunk.

A másodpiaci hozamgörbe decemberhez képest emelkedett. Az összesen 50 bázispontos kamatvágás ellenére a hozamgörbe hosszú végén kismértékben, míg a 36 hónapos futamidő esetében pedig jelentősen (78 bázisponttal) felfelé tolódott. Az, hogy a 3 hónapos lejáratú diszkontkincstárjegy másodpiaci hozama március elejére az alapkamat szintje, 2,7 százalék felett van 20 bázisponttal, azt jelenti, hogy a piac feltehetően számít a monetáris lazítás befejezésére és egy későbbi kamatemelésre.

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



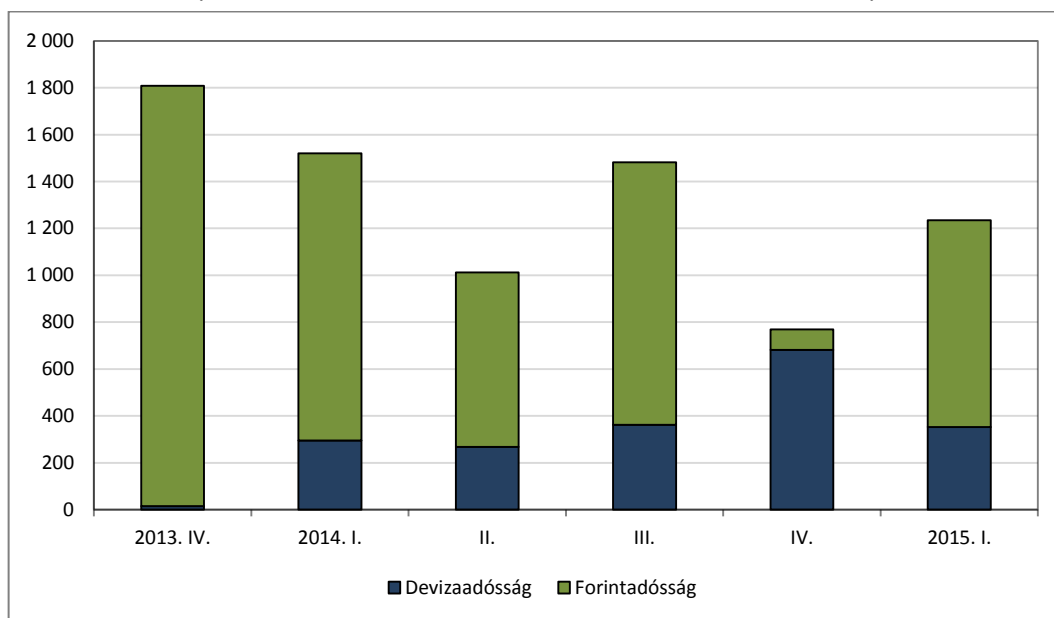
Forrás: ÁKK Zrt.

Az elmúlt három hónap alatt jelentősen csökkent a külföldi befektetők szerepe a magyar állampapírok piacán. Bár január végén még a külföldi tulajdonban lévő forintállampapírok állománya meghaladta az 5000 milliárd forintot, a kamatcsökkentést követően és a nemzetközi piaci turbulenciák miatt a tőkekivonásé volt a főszerep, melynek eredményeként február végére 4627 milliárd forintra süllyedt az állomány szintje. A 2014. január végi adatok alapján a teljes, forintban denominált állampapír-állomány 41 százaléka tartozott külföldiekhez, ami továbbra is magas kitettséget jelez.

A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők körében. 2014 februárjának végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt állampapírok állománya 1755 milliárd forintra emelkedett. Ez azt jelenti, hogy a lakosság 2013-ban 700 milliárd forint értékben fektetett állampapírba. A teljes állományból a Kamatozó Kincstárjegyek 1039,2 milliárd, a Féléves Kincstárjegy 21,8 milliárd, az egy- és kétéves Kincstári Takarékjegyek és Kincstári Takarékjegy Plusz együttes mennyisége 337,1 milliárd, a Prémium Magyar Államkötvény állománya 354 milliárd forintra növekedett. A tavaly decemberben bevezetett Babakötvény teljes állománya 25 milliárd

forintot tett ki. Az államadósság devizaaránya csökkent, január végén 41 százaléknak felelt meg, és továbbra is eleget tesz a finanszírozási tervben meghatározott 45 százalékos maximumnak.

12. ÁBRA: A KÖZPONTI KÖLTSÉGVETÉS ADÓSSÁGÁNAK LEJÁRATI SZERKEZETE  
(MILLIÁRD FORINT, 2013. DECEMBER VÉGI ÁLLAPOT)



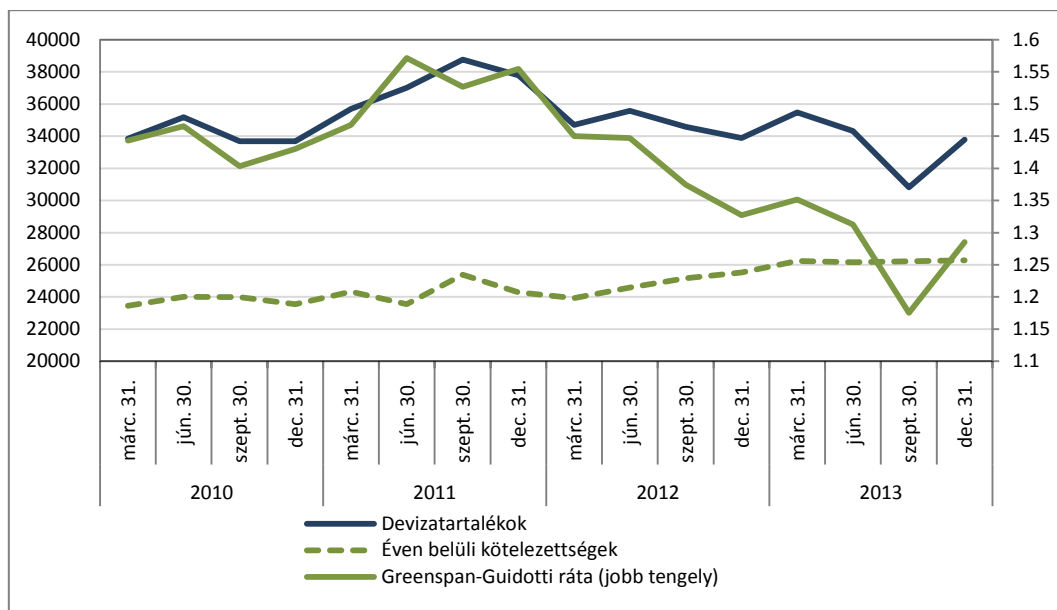
Forrás: ÁKK Zrt.

A központi költségvetés adósságának lejárat szerkezetét vizsgálva fontos kiemelni, hogy az Európai Bizottság hitelének egy része – 2 milliárd euró – 2014. negyedik negyedévében esedékes. Az árfolyamkockázatot tekintve jelentősen is módosulhat a lejáró összeg forint ellenértéke.

A Növekedési Hitelprogram második szakasza 2013 októberében indult el 500 milliárdos keretösszeggel, amely 2000 milliárdos nagyságúra bővíthető. Az első szakaszban nyújtott több mint 700 milliárdos hitelhez képest a kisebb keretösszeg is nagyobb hatást gyakorolhat a gazdasági növekedésre, mivel a keretösszegnek csak maximum 10 százaléka fordítható korábbi hitel kiváltására, így magasabb lesz a beruházásokra felvett kölcsönök aránya. 2014. február 21-ig a programban részt vevő partnerek mintegy 50,2 milliárd forintnyi szerződésről nyújtottak be adatszolgáltatást az MNB-nek, ami 1292 vállalkozáshoz kapcsolódóan 1497 hitelügyletet jelent. A program igénybevétele tekintetében inkább 2014 második negyedétől várható felívelés, így a hitelfelvételek nagyobb részére 2014 második felében kerülhet majd sor, ami az EU-s támogatásokból befolyó összegek hozzávetőlegesen nyárra várható megismerése mellett a beruházásokat általában jellemző szezonitásnak is tulajdonítható. Az új hitelek esetében a beruházási célúak részesedése 55 százalék, az új forgóeszközhitelké 39 százalék, míg az EU-s támogatások előfinanszírozására nyújtott hitelek aránya 6 százalék. A jegybank arra számít, hogy a teljes 500 milliárdos keretösszeget lehívják az év végéig.

Az első, gazdasági növekedés irányába mutató jelek mellett (amely elsősorban az NHP I. keretében felvett új hitelek volumenében nyilvánul meg) fontosnak tartjuk megjegyezni azt, hogy többféle irányzat létezik a finanszírozás és a gazdasági növekedés közötti kapcsolat vonatkozásában. A kutatók között megoszlanak a vélemények arról, hogy a pénzügyi fejlettség, azaz a pénzügyi szektor – pénzügyi közvetítők és tőkepiacok – mélysége hat-e a gazdasági növekedésre, vagy az irány fordított. A pénzügyi és a reálszektor közötti kapcsolat kutatásában öt fő irányzat létezik<sup>8</sup>. Az első szerint a pénzügyi szektor, azaz annak kiterjedtsége a meghatározó a gazdasági növekedés szempontjából (supply-leading). A második elmélet alapján a reálszektor van hatással a pénzügyi szektorra (demand-driven), azaz a GDP növekedése húzza a pénzügyi szektort. A harmadik irányzat követői azt állítják, hogy a két változó, a pénzügyi szektor mérete és a reál GDP között nincs oksági összefüggés, azaz a kettő közötti korreláció esetleges. A gazdaság és a pénzügyi szektor is növekszik, de mindegyik a saját mechanizmusa szerint. A negyedik azt hangsúlyozza, hogy negatív a kapcsolat a finanszírozás és a növekedés között, míg az ötödik szerint pedig a két változó független.

13. ÁBRA: A GREENSPAN–GUIDOTTI-SZABÁLY 2010–2013 KÖZÖTT (MILLIÓ EURÓ, 2013. DECEMBER VÉGI ÁLLAPOT)



Forrás: MNB

2014 januárjában 330 millió euróval nőttek az MNB devizatartalékai, majd februárban 324 millió euróval csökkentek, így 33,788 milliárd eurót tettek ki az elmúlt hónap végén. A tartalékok szintje így a múlt év végi szintre esett vissza, mindössze 5,3 millió euróval nagyobb annál, de 2,1 milliárddal elmarad az egy évvel korábbtól, amikor megközelítette a 36 milliárdot, és ezzel rekordot ért el. Tavaly augusztusban volt a legalacsonyabb a

<sup>8</sup> Blum, Federmair, Fink, Haiss (2002): The Financial-Reak Sector Nexus: Theory and Empirical Evidence. IEF Working Paper, Nr. 43, 2002 szept.

devizatartalék, amikor az IMF-hitel visszafizetése után 30,5 milliárdra zsugorodott. Februárban nem járt le állami devizakötvény, sem pedig új kibocsátás nem történt azt követően, hogy januárban lejárt egy 1 milliárd euró névértékű tízéves kötvény.

A Greenspan–Guidotti-szabályt használják a devizatartalékok elégséges szintjének meghatározásakor. Az előírás szerint egy országnak a rövid lejáratú devizában denominált kötelezettségekre kell elegendő devizatartalékkal rendelkeznie. A devizatartalékok szintje jelentősen emelkedett 2011-ig, majd kismértékben csökkent, de így is markánsan meghaladta a Greenspan–Guidotti-szabály által előírt 1 (devizatartalékok szintje/éven belüli kötelezettségek) értéket. A legutóbbi negyedévet vizsgálva pedig az állapítható meg, hogy a június–szeptemberi csökkenéshez képest is nőtt a ráta. 2013 III. negyedévében az arány csökkenése egyértelműen a devizatartalékok szintjének csökkenése miatt következett be (jórészt az IMF-hitel törlesztése és előtörlesztés révén).

3. TÁBLÁZAT: AZ ÁLLAMADÓSSÁG ÉS A KAMATKIADÁSOK DEVIZÁLIS SZERKEZETE (SZÁZALÉK)

	Átlagos forintadósság-arány	Átlagos devizaadósság-arány	Forintadósság bruttó kamatkiadása	Devizaadósság bruttó kamatkiadása
	(teljes adósság százalékában)		(teljes bruttó kamatkiadás százalékában)	
2010	54	46	75	25
2011	53	47	70	30
2012	55	45	72	28
2013	59	41	74	26

Forrás: ÁKK Zrt.

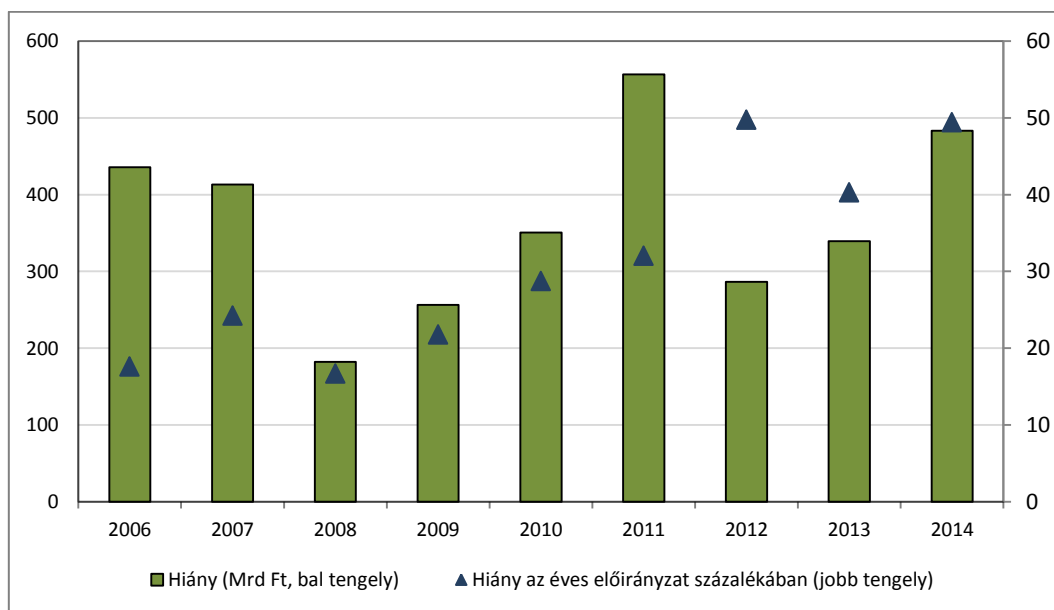
Az államadósság devizaaránya csökkent az elmúlt években, és jelenleg 41 százalékon áll. A kamatkiadások devizaszerkezetét vizsgálva azt állapíthatjuk meg, hogy a kamatkiadások 26 százaléka devizában denominált. A mintegy 1200 milliárd forintos kamatkiadást alapul véve tehát 312 milliárd forintra rúg a devizában jegyzett kamatfizetés nagysága. Az utóbbi időben jelentősen megváltozott a forint árfolyamának volatilitása, a gyengülő árfolyam ugyanis változékonyabbá is vált az elmúlt időszakban. Ebben a környezetben alapvetően fontos az államadósság devizaszerkezetének ismeretében annak vizsgálata, hogy milyen hatással van egy 5–10 százalékos árfolyamgyengülés a kamatkiadásokra. Az év végi 297 forintos árfolyamot alapul véve ez a gyengülés 16–31 milliárdos többletterhet jelent a költségvetésnek. Egy gyengébb árfolyam tartós kialakulásánál egy további aspektus lehet a devizahitelek szerződéseiben alkalmazott legmagasabb árfolyam, amely felett az állam viseli a kockázatot, azaz a további árfolyamgyengülésből származó költségek az államot terhelik. Ez a küszöb az euró árfolyamánál 340, a svájci franknál 270, míg a japán jennél 3,3 forint.

## Kockázatok az idei hiánycélban

Az év első két hónapjában a központi alrendszerben 483,3 milliárd forint hiány keletkezett, ami az egész éves előirányzat 49,4 százaléka. Ezen belül a központi költségvetés 582 milliárd forintos deficittal, a társadalombiztosítási alapok 64,9 milliárd forintos, az elkülönített állami pénzalapok pedig 33,8 milliárd forintos többlettel zártak. Tavaly február végén 339,5 milliárd forintos hiány halmozódott fel, ami az eredeti éves előirányzat 40,3 százalékát tette ki. A Nemzetgazdasági Minisztérium érvelése szerint a két év egyenlegének eltérése mögött a költségvetési szervek és fejezetek kiadásainak és bevételeinek eltérései játszották a fő szerepet. Ide tartozik a 2013 szeptemberétől életbe lépett pedagógusbér-emelés, illetve a tavaly áprilistól már a költségvetési szervek részét képező egészségügyi gazdasági társaságok kiadásai is.

Az elmúlt néhány évre visszatekintve az első két hónap után ilyen magas hiányra utoljára 2011-ben volt példa. Ugyanakkor a kiadások és a bevételek éven belüli eltérő lefutása miatt az első két hónap adatai alapján következtetni az éves teljesülésre egyelőre csakis jelentős bizonytalanságok mellett lehet.

14. ÁBRA: AZ ELSŐ KÉTHAVI HIÁNY ALAKULÁSA AZ ELMÚLT ÉVEKBEN



Forrás: NGM, MÁK

Az első két hónap adatai mellett ráadásul részletes adatok csak januárra vonatkozóan állnak egyelőre rendelkezésre. Ezért a 2013. évi tényadatokból mint bázisból kiindulva készítünk kivetítést a legfrissebb makrogazdasági előrejelzésünkre alapozva a 2014. évi költségvetésre vonatkozóan. Az egyes bevételi és kiadási tételeknél az előirányzattól való eltérésekre

fókuszálunk, és ezek alapján igyekszünk becslést adni a 2014. évi hiánycéltól való esetleges eltérésre.

### *Bevételek*

A gazdálkodói szervek befizetéseinél előrejelzésünk szerint elképzelhető egy 55–60 milliárd forintos kiesés. A társaságiadó-bevételeknél előrejelzésünk nagyjából megegyezik a törvényi előirányzattal, az elcsúszás egyrészt a tavaly bevezetett kisvállalati adóknál látszik. A 2013-ban bevezetett kiva és kata adónemek iránt a tervezettnél jóval kisebb volt az érdeklődés a vállalkozások részéről (lásd a 2013-as költségvetést elemző írásunkban), ugyanakkor ez a vártnál nagyobb járulékbefizetéseket is jelentett egyúttal. Idén a Kormány korrigálta elképzeléseit, lejjebb hozta a bevételi előirányzatot a kisvállalati adónál (kiva), a kisadózók tételes adójánál (kata) ugyanakkor nem történt jelentős változtatás az előirányzatban. Előbbi esetében nem tartjuk reálisnak, hogy idén tömegesen térnének át a vállalkozások az új adónemre, így a lecsökkentett előirányzatnál is kisebbek lehetnek a realizált bevételek. Utóbbi esetében ugyan történt adóváltoztatás<sup>9</sup>, de véleményünk szerint ez sem okozza azt, hogy jelentős számban térnek át a vállalkozások az új adónemre. Ezzel párhuzamosan a Kormány úgy számolt, hogy az evát választók köre tovább szűkül, amire a csökkenő előirányzatokból lehet következtetni. Számításaink szerint itt ugyanakkor nem várható jelentős csökkenés. A gazdálkodói szervezetek adóbefizetéseiben néhány egyéb adónemnél is látunk némi felültervezést (energiaellátók jövedelemadója, bányajáradék), de ezek nem jelentősek.

A fogyasztáshoz kapcsolt adók esetében az előbbinél jelentősebb, 150 milliárd forintos elmaradással számolunk. Ennek fő oka az áfa és kisebb mértékben a jövedéki adó. Tavaly az áfabevételeknél közel 150 milliárd forintos felültervezés történt, részben amiatt, mert az online kasszák bevezetése a vártnál lassabban valósult meg, így a gazdaság fehéredésétől várt bevételek elmaradtak. Idén a kormányzat korrigálta az előirányzatot, bár megítélésünk szerint 2014-ben is várható némi elcsúszás: egyrészt az online kasszák csúszása az idei évre is kihat, másrészt a historikusan alacsony infláció erodálja az áfából befolyó bevételeket. A kormányzat 2,4 százalékos idei inflációval számol, viszont legfrissebb makrogazdasági előrejelzésünkben 0,7 százalékos pénzromlással kalkulálunk. Tavaly az év során jelentős elmaradást mutattak a pénzügyi tranzakciós illetékből származó bevételek, ami miatt a Kormány a kulcsok megemelésére kényszerült, és egyszeri befizetés előírására kötelezte a pénzintézeteket. Idén ugyanakkor – kiindulva a tavalyi tényadatból –, úgy véljük, már reális a 270 milliárd forintos bevételi előirányzat. A jövedéki adó esetében szintén felültervezték a tavalyi bevételeket, aminek idén megtörtént a korrekciója, de előrejelzésünk szerint itt is elképzelhető egy kisebb felültervezés.

---

<sup>9</sup> Ha a kisadózó egyidejűleg munkaviszonyban is dolgozik, és ennek időtartama eléri a heti 36 órát, akkor nem minősül főállású kisadózónak. Ha a kisadózó egy másik vállalkozásban egyéni vagy társas vállalkozóként legalább a minimális járulékalapok után járulékot fizet, akkor nem minősül főállású kisadózónak.



A lakossági befizetéseknél némi felülteljesüléssel számolunk: figyelembe véve a 2013-ban befolyt személyi jövedelemadóból származó bevételeket és a bértömeg idei alakulását, elképzelhető egy kisebb, pár tízmilliárd forintnyi többlet az előirányzathoz képest. A járulékok esetében szintén úgy látjuk, hogy a bevételek a tervezettnél magasabbak lehetnek. Tavaly majdnem 300 milliárd forinttal több folyt be a járulékokból, mint a tervezett, ami a fent leírt kisvállalati adónemekkel hozható összefüggésbe. Mivel feltételezésünk szerint idén sem lesz jelentős érdeklődés a kisadók iránt, ezért szintén számolunk egy felülteljesüléssel a járulékoknál, amik így végeredményben felülmúlják a kisadóknál jelentkező kiesést. Az idén bevezetett járulékkedvezmények ugyanakkor hozzávetőlegesen 45–50 milliárd forinttal csökkentik a járulékokból származó többletbevételeket, ennek ellenére továbbra is többletet várunk itt.

### *Kiadások*

A kiadások oldalán – lévén, hogy erre erősebb a kormányzati ráhatás – alapvetően a törvényi előirányzatokat vesszük alapul, ugyanakkor néhány tétel esetében eltérünk ettől. A Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alapnál tavaly a tényleges kiadások alulmúlták a tervezettet, aminek fő oka a korhatár alatti ellátásokra kifizetett kisebb összeg volt, mivel az ide tartozó egyes kifutó ellátások csökkenési üteme a vártnál magasabb volt. Amennyiben ennek üteme nem gyorsul tovább, akkor ezen a soron a kiadások némileg magasabbak lehetnek, mint a tervezett, de a szociális juttatások esetében (gyes, családi pótlék stb.) a nominális befagyasztás miatt keletkezhet némi megtakarítás, mert az előirányzat magasabb teljesüléssel számol. A lakásépítési támogatásoknál tavaly a 200 milliárd forint körüli előirányzathoz képest csupán csak 130 milliárd kifizetés történt, ami összefügg azzal, hogy az árfolyamgát iránti érdeklődés a vártnál kisebb volt. Feltételezésünk szerint idén sem várható jelentős változás, ezért a tavalyi tényadathoz képesti magasabb előirányzathoz viszonyítva némi megtakarítás nem kizárt. A költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásai – a kiadási oldal legnagyobb tétele – tavaly 8 százalékkal felülmúlták az előirányzatot. Az idei cél még ennél is 8–9 százalékkal magasabb, ezért itt kockázattal egyelőre nem számolunk. Ugyanakkor – ahogy arra az MNB is rámutatott elemzésében – az uniós források itt megjelenő önrésze jelentősen befolyásolhatja a tételt. Amennyiben a tervezettnél kevesebb uniós forrás jelenik meg a költségvetésben 2014-ben<sup>10</sup>, akkor a kisebb önrész megtakarítást jelenthet. A többi tételnél nem számolunk az előirányzattól való szignifikáns eltéréssel: a társadalombiztosítási alapok esetében jó közelítéssel időarányos a teljesítés, így a januári adatok fényében sem a nyugdíjalapnál, sem az egészségügyi alapnál egyelőre nem látszódnak feszültségek<sup>11</sup>.

---

<sup>10</sup> A 2014. évi költségvetés úgy számol, hogy 1735 milliárd forint EU-transzfer jelenik meg a büdzsében, amihez 438 milliárd forintnyi önrész társul.

<sup>11</sup> A gyed extra 2014-es bevezetésével – amely becslések szerint 20 milliárd forintot tehet ki – párhuzamosan a magasabb kiadások megjelentek az egészségügyi alap előirányzatai között.

A nettó kamatkiadások 1073 milliárd forintot tesznek ki a tervek szerint, ami jelentős csökkenés a 2013-as 1145 milliárd forinthez képest. Ugyanakkor a piaci hozamok csökkenése miatt reális lehet az előirányzat mérséklődése. A gyengébb forintárfolyam azonban némileg befolyásolhatja a kamatkiadásokat, ami miatt úgy számolunk, hogy a növekmény erodálja a kiadási oldal fent említett megtakarításait (lásd erről keretes írásunkat).

A központi költségvetésen felül, az önkormányzati alrendszer esetében 30 milliárd forintos többlettel számol a kormányzat, ami véleményünk szerint reális feltételezés, figyelembe véve, hogy az önkormányzatok finanszírozási pozíciója radikálisan javult 2013-ban, és további adósságkonszolidációt is tartalmaz a 2014. évi költségvetés.

#### 4. TÁBLÁZAT: A 2014. ÉVI KÖLTSÉGVETÉST ÖVEZŐ KOCKÁZATOK LEVEZETÉSE

	Összeg (Mrd Ft)	A GDP arányában ( százalék)
<i>Bevételi oldal összesen</i>	-110	-0,4
Gazdálkodói szervek befizetései	-60	-0,2
Fogyasztáshoz kapcsolt adók	-150	-0,5
Lakossági befizetések	20	0,1
Járulékok	80	0,3
<i>Kiadási oldal összesen</i>	-5	0,0
Országvédelmi Alap	100	0,3
<b>Összesen</b>	<b>-15</b>	<b>0,0</b>

Forrás: Századvég-számítás

Mindezek alapján úgy véljük, hogy közel 115 milliárd forintos eltérés látszik a törvényi előirányzatokhoz képest a bevételi és kiadási oldali tételek összegzését követően, ami 3,3 százalékos GDP-arányos hiányt eredményezne. A tavalyi 400 milliárd forintról idén 100 milliárd forintra lecsökkentett Országvédelmi Alap viszont képes fedezni a kockázatokat, így teljesülhet a 2,9 százalékos hiánycél. Ugyanakkor hangsúlyozzuk, hogy még a tartalék el nem költése mellett is nagyon közel állhat a hiány a 3 százalékos küszöbhez, így egy esetleges váratlan esemény miatt elképzelhető, hogy a Kormányynak kiigazítást kell végrehajtania a hiánycél tartása érdekében.

#### **A gyengébb forintárfolyam költségvetési hatása**

A 2014. évi költségvetés tervezése során a kormányzat 296,9 forintos euróárfolyammal kalkulált, ugyanakkor az elmúlt hetek során látott forintgyengülés miatt felmerül a kérdés, hogy ennek milyen költségvetési vonzata lehet. Véleményünk szerint az árfolyamgyengülésnek nincs jelentős költségvetési hatása, mivel az államkassza bevételei túlnyomórészt forintban jelentkeznek. Ugyanakkor van néhány tétel, melyet érdemes részletesebben megvizsgálni:

A költségvetési egyenlegre pozitív hatással lehet a forintleértékelődés következtében:

- a beáramló EU-transzferek nagyobb forintban számított értéke;

- az árfolyamgyengülés okozta magasabb infláció miatt az áfabevételek.

Negatív hatással járna ugyanakkor:

- az EU költségvetéséhez való hozzájárulás;
- az infláció okozta keresletcsökkenés miatt az áfabevételek;
- a kamatkidadások;
- az infláció okozta év közbeni nyugdíjemelés.

Amennyiben a 296,9 forintoshoz képest egy 315 forintos árfolyamot feltételezünk, akkor ez 6 százalékos gyengülést jelent. Egy korábbi tanulmány szerint<sup>12</sup> ez hozzávetőlegesen 1,2 százalékkal emelheti az inflációt. Ennek feltételezhetően a nyugdíjakra nem lenne hatása, mert az infláció így is csak 1,9 százalék körül alakulna, ami továbbra is kisebb, mint a költségvetési törvényben jelzett 2,3 százalék, amennyivel a nyugdíjak nőttek. Az áfa, illetve egyéb forgalmi jellegű adók esetében pedig a két hatás ellenkező irányú hatást gyakorol a bevételekre, ami miatt mindenképpen tompítottan jelentkezik az árfolyam hatása.

A közzélekedéssel ellentétben az EU-s támogatások esetén nem hoz többletbevételt a forint gyengülése. A transferek kisebb részénél, a mezőgazdasági támogatásoknál lenne hatása az árfolyamnak, ez azonban nem jelenik meg a költségvetésben. A többi támogatás esetén a kedvezményezettek a számlákat mindig forintban nyújtják be, ezért a támogatásokat a költségvetésben forintban rögzítik. Ezért, a forint gyengülése esetén az Európai Bizottság kevesebb eurót utal. Hosszú távon ugyanakkor már lehet a gyengébb forintnak érdemi hatása: a hétéves kereteket devizában határozzák meg, így a tartósan gyengébb árfolyam növeli az EU támogatások forintértékét. Ugyanakkor ehhez azt is hozzá kell tenni, hogy a beruházások importtartama miatt részben emelkednek a költségek. Az EU költségvetéséhez történő hozzájárulás teljes összege decemberben esedékes, összegét pedig a GDP arányában (alapvetően 0,73 százaléka) és nem euróban határozzák meg.

A fenti hatások közül a kamatkidadásokra vonatkozó az, amelyiket érdemes figyelembe venni. Számításaink szerint – amennyiben a 315 forintos euróárfolyam az év egészében fennmarad – ez hozzávetőlegesen 15–20 milliárd forinttal emelheti a kiadásokat (lásd erről bővebben a pénzügyi folyamatokat összefoglaló írást).

### *Államadósság alakulása*

Kiindulva a 2013. évi államadósság mértékéből, előrejelzés készíthető a 2014. évre vonatkozóan. Az államadósság-szabály rendelkezéseit figyelembe véve – az államadósság, az árfolyamváltozás hatásait kiszűrve, nem növekedhet egyik évről a másikra – a 2014-es előrejelzésünk eleget tesz a követelményeknek: várakozásunk szerint 2014 végére 78,5 százalékra csökkenhet a ráta a 2013. év végi 79,2 százalékhoz képest. Amennyiben figyelembe vesszük az árfolyam változásait is<sup>13</sup>, akkor viszont becslésünk szerint 79,5 százalékra emelkedhet a mutató.

<sup>12</sup> Herczeg Bálint: Árfolyam-begyűrés mértéke a KSH bolt-szintű adatbázisa alapján. Szigma, XLI. (2010), 3–4.

<sup>13</sup> Intézetünk 2014. negyedik negyedévi árfolyam-előrejelzését feltételezve.

## Függelék

5. TÁBLÁZAT: HIVATALOS HIÁNYMUTATÓK A GDP SZÁZALÉKÁBAN

Ország(csoport)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Euróövezet (EU18)	-6,2	-4,2	-3,7	-3,1	-2,6	-2,5
Európai Unió (EU28)	-6,5	-4,4	-3,9	-3,5	-2,7	-2,7
Ausztria	-4,5	-2,5	-2,5	-1,7	-2,1	-1,8
Belgium	-3,7	-3,7	-4,0	-2,7	-2,6	-2,7
Bulgária	-3,1	-2,0	-0,8	-1,9	-1,9	-1,7
Ciprus	-5,3	-6,3	-6,3	-5,5	-5,8	-6,1
Csehország	-4,7	-3,2	-4,4	-2,7	-2,8	-3,3
Dánia	-2,5	-1,9	-3,8	-0,3	-1,3	-2,7
Egyesült Királyság	-10,1	-7,7	-6,1	-6,3	-5,2	-4,2
Észtország	0,2	1,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4
Finnország	-2,5	-0,7	-1,8	-2,4	-2,5	-2,3
Franciaország	-7,1	-5,3	-4,8	-4,2	-4,0	-3,9
Görögország	-10,7	-9,5	-9,0	-13,1	-2,2	-1,0
Hollandia	-5,1	-4,3	-4,1	-3,1	-3,2	-2,9
Horvátország	-6,4	-7,8	-5,0	-6,0	-5,4	-4,8
Írország	-30,6	-13,1	-8,2	-7,2	-4,8	-4,3
Lengyelország	-7,9	-5,0	-3,9	-4,4	5,0	-2,9
Lettország	-8,1	-3,6	-1,3	-1,3	-1,0	-1,0
Litvánia	-7,2	-5,5	-3,2	-2,7	-2,3	-1,7
Luxemburg	-0,8	0,1	-0,6	-0,2	-0,5	-2,4
Magyarország	-4,3	4,3	-2,0	-2,4	-3,0	-2,9
Málta	-3,5	-2,8	-3,3	-3,0	-2,7	-2,7
Németország	-4,2	-0,8	0,1	-0,1	0,0	0,0
Olaszország	-4,5	-3,8	-3,0	-3,0	-2,6	-2,2
Portugália	-9,8	-4,3	-6,4	-5,9	-4,0	-2,5
Románia	-6,8	-5,5	-3,0	-2,6	-2,2	-1,8
Spanyolország	-9,6	-9,6	-10,6	-7,2	-5,8	-6,5
Svédország	0,3	0,2	-0,2	-1,1	-1,5	-0,8
Szlovákia	-7,7	-5,1	-4,5	-2,5	-3,3	-3,4
Szlovénia	-5,9	-6,3	-3,8	-14,9	-3,9	-3,3

Forrás: European Economic Forecast Winter 2014, Európai Bizottság

6. TÁBLÁZAT: STRUKTURÁLIS HIÁNYMUTATÓK A GDP SZÁZALÉKÁBAN

Ország(csoport)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Euróövezet (EU18)	-4,4	-3,6	-2,1	-1,5	-1,3	-1,7
Európai Unió (EU28)	-4,8	-3,8	-2,6	-2,0	-1,9	-2,1
Ausztria	-3,2	-2,2	-1,6	-1,5	-1,4	-1,5
Belgium	-3,3	-3,3	-2,9	-2,2	-2,0	-2,5
Bulgária	-2,2	-1,5	-0,3	-1,3	-1,4	-1,2
Ciprus	-5,3	-6,2	-6,4	-3,8	-4,5	-5,2
Csehország	-4,5	-3,1	-1,9	-1,3	-2,2	-2,9
Dánia	-0,1	0,2	0,6	1,1	-0,3	-0,5
Egyesült Királyság	-8,1	-6,1	-6,2	-5,3	-4,8	-4,3
Észtország	-0,9	-0,8	-0,2	-0,5	-0,1	-0,4
Finnország	-1,0	-0,5	-1,0	-0,9	-1,2	-1,4
Franciaország	-5,7	-4,7	-3,6	-2,8	-2,3	-2,7
Görögország	-8,9	-5,9	-0,1	1,7	0,7	-0,1
Hollandia	-4,1	-3,7	-2,7	-1,8	-1,8	-1,8
Horvátország	-5,1	-7,1	-4,0	-4,7	-5,7	-5,0
Írország	-8,9	-8,1	-7,7	-6,4	-4,9	-4,6
Lengyelország	-8,2	-5,3	-3,7	-3,6	-2,9	-2,4
Lettország	-3,0	-1,5	-0,2	-1,3	-1,5	-1,8
Litvánia	-4,8	-4,5	-3,0	-2,5	-2,2	-1,8
Luxemburg	0,3	0,8	1,0	1,0	0,3	-2,1
Magyarország	-3,3	-4,1	-0,9	-1,1	-2,4	-2,3
Málta	-4,5	-3,4	-3,8	-3,1	-2,9	-3,2
Németország	-2,2	-1,0	0,3	0,6	0,5	0,2
Olaszország	-3,7	-3,8	-1,4	-0,8	-0,6	-0,8
Portugália	-8,7	-6,4	-4,0	-3,6	-2,6	-1,8
Románia	-6,1	-3,8	-2,5	-2,1	-1,8	-1,6
Spanyolország	-7,4	-7,2	-5,1	-4,3	-4,2	-5,8
Svédország	1,1	0,4	0,5	0,1	-0,6	-0,4
Szlovákia	-7,3	-4,9	-3,9	-2,3	-2,5	-2,5
Szlovénia	-4,7	-4,8	-2,6	-2,2	-2,0	-2,5

*Forrás: European Economic Forecast Winter 2014, Európai Bizottság*

7. TÁBLÁZAT: BRUTTÓ ÁLLAMADÓSSÁG-RÁTA A GDP SZÁZALÉKÁBAN

Ország(csoport)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Euróövezet (EU18)	85,6	87,9	92,6	95,5	95,9	95,4
Európai Unió (EU28)	80,0	82,8	86,6	89,4	89,7	89,5
Ausztria	72,3	72,8	74,0	74,6	74,3	73,7
Belgium	95,7	98,0	99,8	99,8	100,5	100,0
Bulgária	16,2	16,3	18,5	19,4	22,7	24,1
Ciprus	61,3	71,1	85,8	112,0	121,5	125,8
Csehország	38,4	41,4	46,2	46,1	47,2	48,6
Dánia	42,8	46,4	45,4	42,4	41,6	43,1
Egyesült Királyság	78,4	84,3	88,6	91,4	93,4	94,5
Észtország	6,7	6,1	9,8	10,0	10,1	9,8
Finnország	48,7	49,2	53,6	57,2	60,4	62,0
Franciaország	82,4	85,8	90,2	93,9	96,1	97,3
Görögország	148,3	170,3	156,9	177,3	177,0	171,9
Hollandia	63,4	65,7	71,3	74,3	75,3	75,6
Horvátország	44,9	51,6	55,5	64,9	67,4	68,7
Írország	91,2	104,1	117,4	122,3	120,3	119,7
Lengyelország	54,9	56,2	55,6	57,8	50,3	51,0
Lettország	44,4	41,9	40,6	38,4	38,7	32,7
Litvánia	37,8	38,3	40,5	39,5	42,2	41,4
Luxemburg	19,5	18,7	21,7	24,3	25,5	28,1
Magyarország	82,2	82,1	79,8	77,8	79,1	78,9
Málta	66,7	69,3	71,1	72,0	72,4	71,5
Németország	82,5	80,0	81,0	79,6	77,3	74,5
Olaszország	119,3	120,7	127,0	132,7	133,7	132,4
Portugália	94,0	108,2	124,1	129,4	126,6	125,8
Románia	30,5	34,7	38,0	38,3	39,3	39,2
Spanyolország	61,7	70,5	86,0	94,3	98,9	103,3
Svédország	39,4	38,6	38,2	41,5	41,8	40,8
Szlovákia	41,0	43,4	52,4	54,3	57,8	58,4
Szlovénia	38,7	47,1	54,4	71,9	75,4	78,0

*Forrás: European Economic Forecast Winter 2014, Európai Bizottság*