



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2016
OKTÓBER

*„Nem mindig lehet megtenni, amit kell,
de mindig meg kell tenni, amit lehet.”*

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2016
OKTÓBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8693 (nyomtatott)

ISSN 2064-874X (on-line)

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg, amelynek veszélyeztetése nélkül a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartása is a jegybankfeladata. A külső egyensúly alakulása a pénzügyi stabilitás szempontjából kiemelt jelentőséggel bír, mivel a fizetési mérleg folyamatai alapján következtetni lehet a gazdasági növekedés fenntarthatóságára, illetve az ezzel kapcsolatos kockázatokra. Emellett a fizetési mérleg elemzésével a gazdasági problémákat már korábban, azok kialakulásakor fel lehet tárni, és lépéseket lehet tenni elkerülésük érdekében.

A Magyar Nemzeti Bank ezért átfogóan és rendszeresen elemzi a külső egyensúlyi folyamatokat, több mutatón keresztül vizsgálja a makrogazdasági egyensúlytalanságokat, valamint azonosítja az ország sérülékenysége szempontjából kritikus elemeket, folyamatokat.

A pénzügyi válság, illetve az elmúlt időszak tapasztalatai alapján egy ország esetleges külföldi ráutaltságáról informáló fizetési mérleg és annak alakulása a gazdasági sajtóban is kiemelten kezelt téma, az ország külső egyensúlyi pozíciójának alakulását a piaci szereplők és az elemzők is folyamatosan figyelemmel kísérik. A Fizetési mérleg jelentés kiadvány fő célja, hogy a rendszeresen megjelenő elemzés segítségével tájékoztassa a piaci szereplőket a fizetési mérleg folyamatairól, és ezzel felhívja a figyelmet a gazdaság mélyebb összefüggéseire.

Az elemzés Virág Barnabás monetáris politikáért, pénzügyi stabilitásért és hitelösztönzésért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt a Monetáris politika és pénzpiaci elemzés igazgatóságon készült. A jelentés készítésében részt vettek: Balogh Eszter, Boldizsár Anna, Csom-Bíró Gabriella, Csontos Orsolya, Gerlaci Bence, Kékesi Zsuzsa, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter és Sisak Balázs. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

A jelentés a 2016. szeptember 23-áig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

ÖSSZEFOGLALÓ

2016 második negyedévében is **kedvezően alakultak a külső egyensúlyi mutatók**. A továbbra is igen magas külső finanszírozási képesség mellett tovább **mérséklődtek az ország külső adósságrátái, csökkentve ezzel a magyar gazdaság külső sérülékenységét**. Az adatok revíziójának hatására a korábban becsültnél **magasabb lett a 2015-ös nettó FDI-beáramlás**, ami a hosszabb távú növekedés kontextusában is javítja a hazai folyamatokról alkotott képet. A **folyó fizetési mérleg többlete a GDP 4,5 százalékára emelkedett**, miközben a gazdaság **külső finanszírozási képessége a GDP 7,5 százaléka körül stabilizálódott, ami jelentősen meghaladja a környező országokban tapasztalt értéket**.

A szeptemberi adatközléskor a **fizetési mérleg 2015-ös adatainak jelentős revíziójára került sor. A legnagyobb mértékű változást az okozza, hogy** a beérkezett vállalati kérdőívek alapján a **külföldi tulajdonú vállalatok profitjának növekedése tavaly is jelentős, 15 százalékot meghaladó mértékű volt, de a külföldön munkát vállalók bére is nagyobb mértékben növekedett**. A revíziók két helyen módosítják a külső egyensúlyi folyamatokról kialakult képet. **Egyrészt a magasabb profit és nagyobb külföldi bér eredőjeként a jövedelemegyenleg hiánya a GDP 1 százalékával lett magasabb, ami mérsékelte a 2015-ös külső finanszírozási képességet is. A 8 százalék körüli GDP-arányos érték ugyanakkor továbbra is igen magasnak számít. Másrészt a magasabb nyereség mellett nagyobb a vállalatok újrabefektetett jövedelme is, így a revízió a nettó közvetlentőke-befektetéseket is növelte. Az új adatok szerint tehát a nettó FDI-beáramlás 2015-ben is folytatódott.**

A második negyedéves folyamatokra rátérve, a **reálgazdasági megközelítés szerint a külső finanszírozási képesség magas szinten stabilizálódott, miközben a folyó fizetési mérleg többlete jelentősen emelkedett**. A magas külső egyensúlyi pozíció úgy alakult ki, hogy a **külkereskedelmi többlet emelkedését és a jövedelemegyenleg javulását nagyjából ellensúlyozta a transzferegenleg többletének csökkenése**. Az árukivitel emelkedése a **bővülő ipari teljesítményhez** köthető, miközben a külkereskedelmi többlet növekedését a **cserearányok jelentős javulása** is támogatta. A jövedelemegyenleg hiányának mérséklődése továbbra is a mérséklődő adósságállomány és kamatok következtében **csökkenő külföldi kamatfizetésre** vezethető vissza. A viszonylag alacsony transzferegenleg az EU új költségvetési ciklusának első éveiben jellemző visszafogott EU-forrás felhasználáshoz köthető.

A finanszírozás oldali folyamatok szerint a **második negyedévet az osztalékfizetéshez köthető FDI-csökkenés és a nettó külső adósság előző negyedévit meghaladó mérséklődése jellemezte. A nettó adósság jellegű források 1,1 milliárd eurós csökkenése** végső soron az EU-transzferekhez, a külföldiek állampapír-eladásához és a vállalatok jelentős exportbevétele mellett adósságcsökkenéséhez köthető. Eközben a **nettó külső adósság csökkenésének szerkezetét a forintosítás** miatt a bankrendszernek nyújtott jegybanki devizalikviditás **határozta meg: a bankok nettó külső adóssága számottevő mértékben csökkent, míg a konszolidált államháztartásé emelkedett. Az államháztartás bruttó külső adóssága** ugyanakkor – a lakosság jelentős állampapír-vásárlása mellett – **tovább csökkent**.

A második negyedévben tovább csökkentek az ország külső adósságmutatói: a **nettó külső adósság közel 2 százalékponttal a GDP 23 százalékára, míg a bruttó külső adósság 73 százalékra mérséklődött**. A bruttó külső adósság csökkenéséhez elsősorban a külföldiek állampapír-állományának további mérséklődése és az EU-hitelből fennmaradt utolsó részlet törlesztése járult hozzá. A bruttó külső adóssággal párhuzamosan tovább, **20 milliárd euro alá csökkent a külső sérülékenység szempontjából fontos rövid külső adósság is**. Az állam devizalejáratái és a forintosításhoz kapcsolódó devizalikviditás nyújtása mellett a **devizatartalék 24,8 milliárd eurót tett ki a negyedév végén, így szintje továbbra is számottevően meghaladja a befektetők által kiemelten figyelt referenciaértékeket**.

A szektorok megtakarítása **felőli megközelítés szerint is magas szinten stabilizálódott a külső finanszírozási képesség: az állam finanszírozási igényének további csökkenését ellensúlyozta a magánszektor nettó megtakarításának mérséklődése**. A háztartások enyhén mérséklődő nettó pénzügyi megtakarítását a devizahitelek elszámolásának egyszeri megtakarításnövelő hatásának kiesése magyarázza, míg a vállalatoknál a visszafogott EU-transzfer felhasználás mérsékelte a jövedelembővülést, ami a finanszírozási képesség csökkenésével járt. A **lakosság továbbra is jellemzően állampapírban köti le új megtakarításait**, ami a korábbi negyedévekhez hasonlóan jelentősen **támogathatta az állam külső forrásainak csökkenését. Az állam finanszírozási igénye – az emelkedő fogyasztáshoz és bérekhez kapcsolódó bevétel, illetve a csökkenő kamatkidás miatt – újra mérséklődött, így historikusan továbbra is igen alacsony**.

Kiemelt témánkban a Magyarországon működő **külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmének alakulását** elemezzük részletesebben. A 2015-ös adatok revíziójának alapjául szolgáló vállalati kérdőívek alapján **2015-ben a GDP közel 7 százaléka nőtt a külföldi tulajdonú vállalatok profitja**, ami a válságot megelőző éveknél is magasabb profitot jelez. A növekvő megtermelt jövedelemből a vállalatok egyaránt **növelték osztalékfizetésüket és újrabefektetett jövedelmüket is**. A jövedelemnövekedés az **ágazatok széles körére jellemző** volt, azonban néhány ágazatban különösen nagy mértéket öltött, illetve a profit emelkedésében jelentős szerepe volt egy multinacionális vállalat kiugróan nagy jövedelmének is. A jövedelemegyenleg hiányát emellett az is növelte, hogy a hazai tulajdonban lévő külföldi vállalatok jövedelmezősége 2015-ben mérséklődött. Nemzetközi összehasonlításunk azt mutatja, hogy míg korábban a Magyarországon működő külföldi vállalatok megtérülése elmaradt a régiós országoktól, addig a **2015-ös jövedelememelkedéssel már elérte a régiós szintet, miközben az újrabefektetett jövedelem aránya továbbra is meghaladta a többi visegrádi országban megfigyeltet.**

TARTALOM

Összefoglaló	3
Tartalom	5
Keretes írások jegyzéke	6
1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg	10
1.2. Jövedelemegyenleg	13
1.3. Transzferegnyelg.....	14
2. Finanszírozási megközelítés	15
2.1. Nem adósság jellegű források	16
2.2. Adósság jellegű források	19
3. Állományi mutatók alakulása	22
3.1. A nettó és bruttó külső adósság alakulása	22
3.2. A rövid külső adósság alakulása	24
3.3. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása	25
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés	27
5. Kiemelt téma: A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmének alakulása	30
5.1. Bevezetés	30
5.2. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelme a fizetési mérlegben.....	30
5.3. A bankok és nem pénzügyi vállalatok jövedelmezőségének összehasonlítása	31
5.4. Mi áll a profitnövekedés hátterében?	32
5.5. A külföldi tulajdonú vállalatok adózott eredménye	36
5.6. Nemzetközi összehasonlítás.....	37
Ábrák jegyzéke.....	40

KERETES ÍRÁSOK JEGYZÉKE

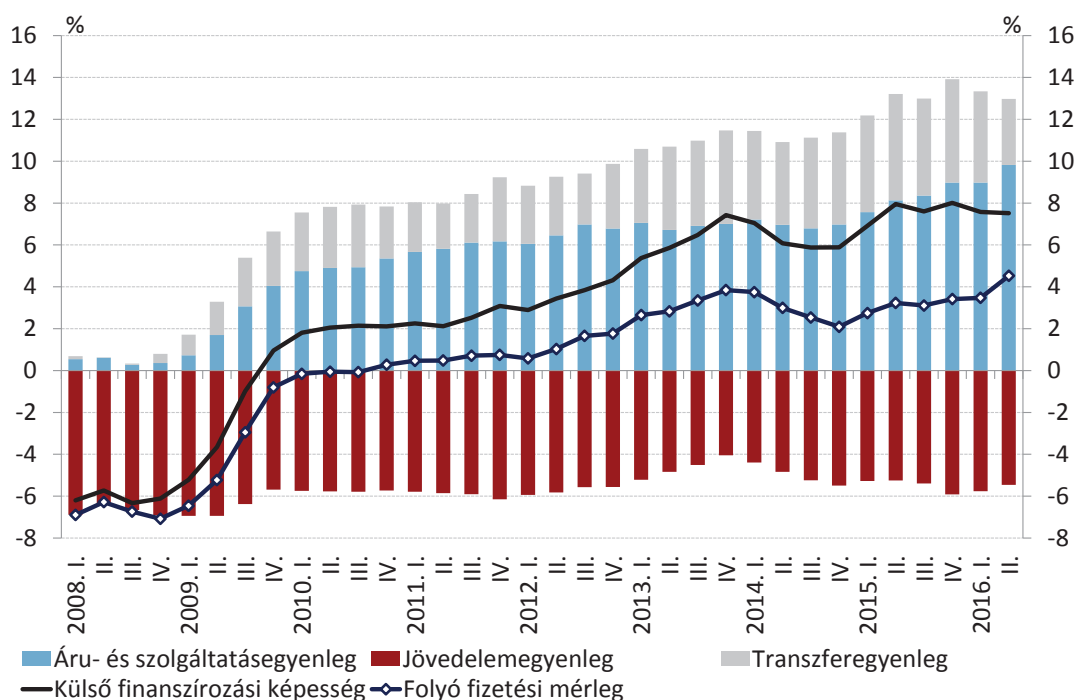
1. keretes írás: Revízió a fizetési mérlegben	8
2. keretes írás: Az FDI-állomány végső befektetők szerinti bontása	18

1. REÁLGAZDASÁGI MEGKÖZELÍTÉS

2016 második negyedében a magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége a reálgazdasági megközelítés szerint magas szinten, a GDP 7,5 százaléka körül stabilizálódott, miközben a folyó fizetési mérleg többlete jelentősen emelkedett. A magas külső egyensúlyi pozíció a transzferegyenleg többletének csökkenése mellett alakult ki, melyet a külkereskedelmi többlet emelkedése és a jövedelemegyenleg javulása ellensúlyozott. A jelentős külkereskedelmi többlet a nettó áruexport dinamikus bővülésére, illetve a továbbra is magas szolgáltatásegyenlegre vezethető vissza. Az árukivitel emelkedését alapvetően a bővülő ipari teljesítmény eredményezte, így az export dinamikája meghaladta az import növekedési ütemét, miközben a külkereskedelmi többlet növekedését a cserearányok javulása is támogatta. A második negyedévben folytatódott a jövedelemegyenleg hiányának enyhe mérséklődése, ami továbbra is a külföldi hitelek kamategyenlegének javulására vezethető vissza. A transzferegyenleg többletének csökkenése az EU új költségvetési ciklusának első éveiben jellemző visszafogott EU-forrás felhasználáshoz köthető.

2016 második negyedében a reálgazdasági megközelítés alapján a magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége magas szinten, a GDP 7,5 százaléka körül stabilizálódott, míg a folyó fizetési mérleg többlete 4,5 százalékra emelkedett. 2016 második negyedében a szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség meghaladta az 1,8 milliárd eurót, amit elsősorban a folyó fizetési mérleg magas többlete határozott meg, míg a tőkemérleg egyenlege 0,1 milliárd euro közelében alakult. Magyarország négy negyedéves külső finanszírozási képessége a revideált adatok alapján tapasztalható első negyedévi csökkenést követően a második negyedévben nem változott érdemben, és a GDP 7,5 százalékát teszi ki. Folytatódott az áru- és szolgáltatásegyenleg érdemi emelkedése, és enyhén javult a jövedelemegyenleg, miközben az Európai Unió új költségvetési ciklusa miatti lassabb forrásbeáramlás a transzferegyenleg csökkenésében tükröződött.

1. ábra: A külső finanszírozási képesség tényezőinek* alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)



A külön nem jelölt ábrák forrása az MNB.

*Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem.

Transzferegyenleg: tőkemérleg, egyéb elsődleges és másodlagos jövedelem.

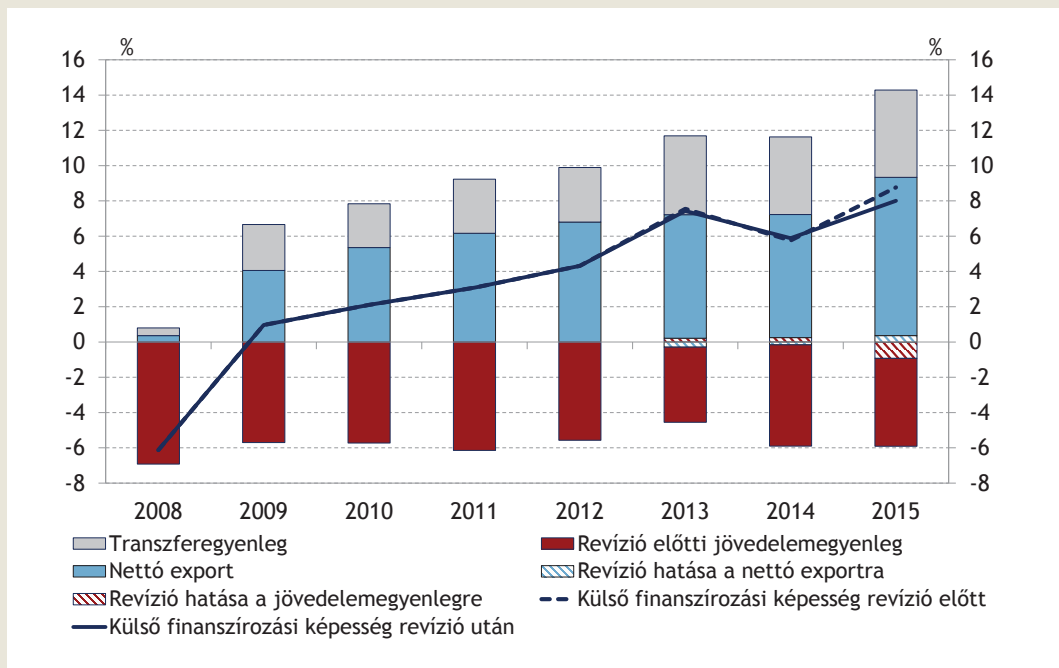
1. keretes írás: Revízió a fizetési mérlegben

A fizetési mérleg adatközlésében visszamenőlegesen módosultak a fizetésimérleg-adatok: ennek hatására 2015-ben a GDP 0,8 százalékkal alacsonyabb lett a külső finanszírozási képesség a korábban jelzethez képest. Számos a fizetési mérlegben szereplő adat a szeptemberi adatközlésig előzetes adatnak tekinthető. A külföldi tulajdonú vállalatok profitjára vonatkozóan is a szeptemberi adatközléskor ismerhetjük meg az éves, végleges számokat. A jövedelemegyenlegben megjelenő vállalati profit tényadatok kilenc hónapos késéssel állnak rendelkezésre, a tényadatok beérkezéséig a fizetési mérleg erre vonatkozó adatai becslésen alapulnak. Vagyis a 2015-ös profitadatok a jelenlegi 2016. szeptember 23-i fizetésimérleg-publikációval, revízió keretében jelentek meg először. Ezen kívül az áru- és szolgáltatásegyenleg, valamint a külföldön átmenetileg dolgozók jövedelmei is megváltoztak, ami a külső egyensúlyi helyzetről eddig kialakult képet is befolyásolja. A legfontosabb változások az alábbiak:

- Az áru és szolgáltatásegyenleg nagyságát főként a nemzeti számlákhoz kötődő normál revíziók módosították, amelynek hatása van a külső finanszírozási képességre is. Ez az elmozdulás 2013 és 2014 során enyhén csökkenti, míg 2015-ben és 2016 első negyedévében növeli a nettó export egyenlegét, és így a finanszírozási képességet.
- A vállalati profitról beérkező kétdíves tényadatok alapján a külföldi tulajdonú vállalatok profitja 2015 során mintegy 1,3 milliárd euróval lehetett magasabb, mint a korábbi becslés. Ez egyrészt növeli a jövedelemegyenleg hiányát, csökkentve ezzel a külső finanszírozási képességet, másrészt azonban – miközben az osztalékfizetés csak kisebb mértékben emelkedett, ezért ez közel – azonos mértékben növeli az FDI-források nettó beáramlását (lásd később).
- A jövedelemegyenleg hiányát csökkenti és a külső finanszírozási képesség növekedésének irányába hat, hogy 2013–2015 között a KSH adatközlésével összhangban visszamenőlegesen nőtt a külföldön átmenetileg dolgozók munkabére.

Összességében a külső finanszírozási képesség a reálgazdasági tranzakciók alapján az előzetesen közölt adatokhoz képest a GDP 0,8 százalékkal lett alacsonyabb 2015-ben, azonban szintje továbbra is jelentős, a GDP 8 százalékát tette ki. A negyedéves adatok alapján a finanszírozási képesség 2016 elején továbbra is magas maradt.

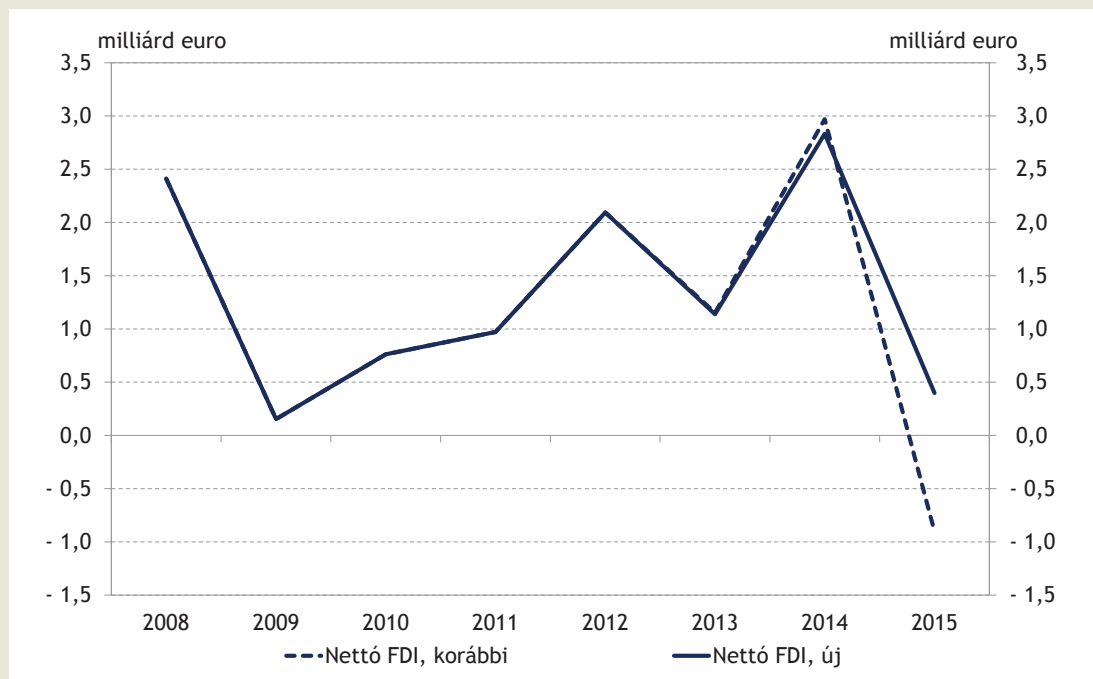
2. ábra: A revíziók hatása a jövedelemegyenlegre és a külső finanszírozási képességre, GDP-arányos értékek



A fizetési mérleg revíziójának hatására a nettó FDI-beáramlás 2015-ben a GDP 1,3 százalékkal magasabb lett a korábban jelzethöz képest. Mivel a 2015-re vonatkozó osztalékadatok eddig is tényadatok voltak, a külföldi tulajdonú vállalatok magasabb profitja azt is jelenti, hogy a közvetlentőke-befektetéseken belül a jövedelmek újrabefektetése – vagyis az osztalékként ki nem fizetett jövedelem – megnő, ami a közvetlentőke-befektetések emelkedésével jár. Így míg a korábbi adatközlésben a magyarországi nettó közvetlentőke-források 0,9 milliárd eurós

mérséklődést mutattak, addig a tényadatok szerint 2015-ben is folytatódott a külföldi tőkebefektetések emelkedése. A közvetlentőke-befektetések 0,4 milliárd eurós tavalyi bővülése (3. ábra) elmarad a 2014-ben tapasztalttól, azonban ebben egyedi hatások – állami cégfelvásárlások – is tükröződnek. Ez továbbá azt is jelenti, hogy ennek a magasabb forrásbeáramlásnak a mértékével a finanszírozás oldaláról számított finanszírozási képesség is csökkent, így összhangban áll a reálgazdasági oldalról számított pozíció csökkenésével.

3. ábra: A revíziók hatása az FDI-befektetésekre



2016 első negyedének revíziói a transzferegyleget és az áruegyleget érintették, miközben a fizetési mérleg hibája nőtt. A transzferegyleg mérséklődése főként az EU-transzferek korábban közölnél alacsonyabb év eleji felhasználásához kötődött. A vállalati profit 2015-ös nagyobb szintje ellenére a jövedelemegyleg hiánya 2016 első negyedében csak enyhén növekedett, ami két ellentétes hatás eredményeként alakult ki. Egyrésről a külföldi vállalatok magasabb becsült profitja növelte a jövedelemegyleg hiányát. Másrészt azonban ennek hatását ellensúlyozta, hogy a külföldön átmenetileg dolgozók jövedelmei a 2015-ös adatok áthúzódó hatása miatt 2016-ban is magasabbak lehettek.

1. táblázat: A revíziók hatása a külső finanszírozási képesség tényezőire (milliárd euro)

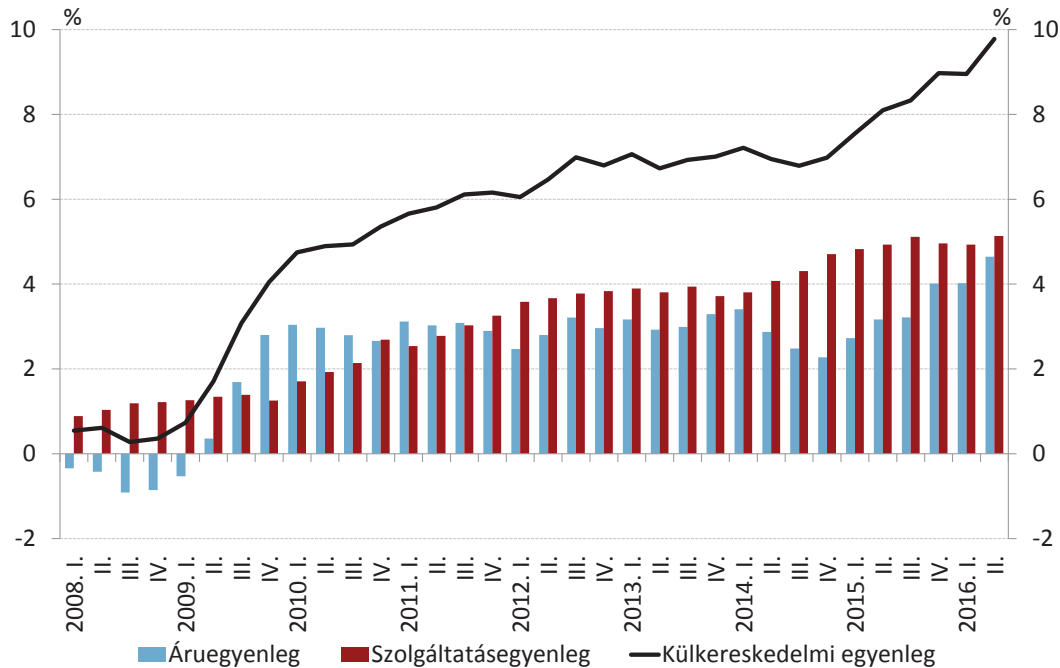
	2013	2014	2015	2016. I. n.év
I. Finanszírozási képesség változása a reálgazdasági megközelítésből (1+2+3)	-0,1	0,1	-0,8	-0,4
1. Áru- és szolgáltatáseregyleg	-0,3	-0,2	0,4	-0,1
2. Jövedelemegyleg	0,2	0,3	-1,0	0,0
3. Transzferegyleg	0,0	0,0	-0,2	-0,2
Folyó fizetési mérleg	-0,1	0,1	-1,1	-0,2
II. Finanszírozási képesség változása a finanszírozási oldalról - (5+...+8)	0,0	-0,2	-1,6	-0,5
5. Közvetlentőke-befektetés	0,0	0,1	-1,3	-0,2
6. Portfólió részvény	0,0	0,0	0,0	0,0
7. Pénzügyi derivatívák	0,0	0,0	0,0	0,0
8. Nettó adósság	0,0	-0,3	-0,3	-0,3
Tévedések és kihagyások egyenleg (I.-II.)	-0,2	0,3	0,8	0,1

A finanszírozásban a negatív értékek nagyobb forrásbeáramlást jeleznek.

1.1. Külkereskedelmi egyenleg

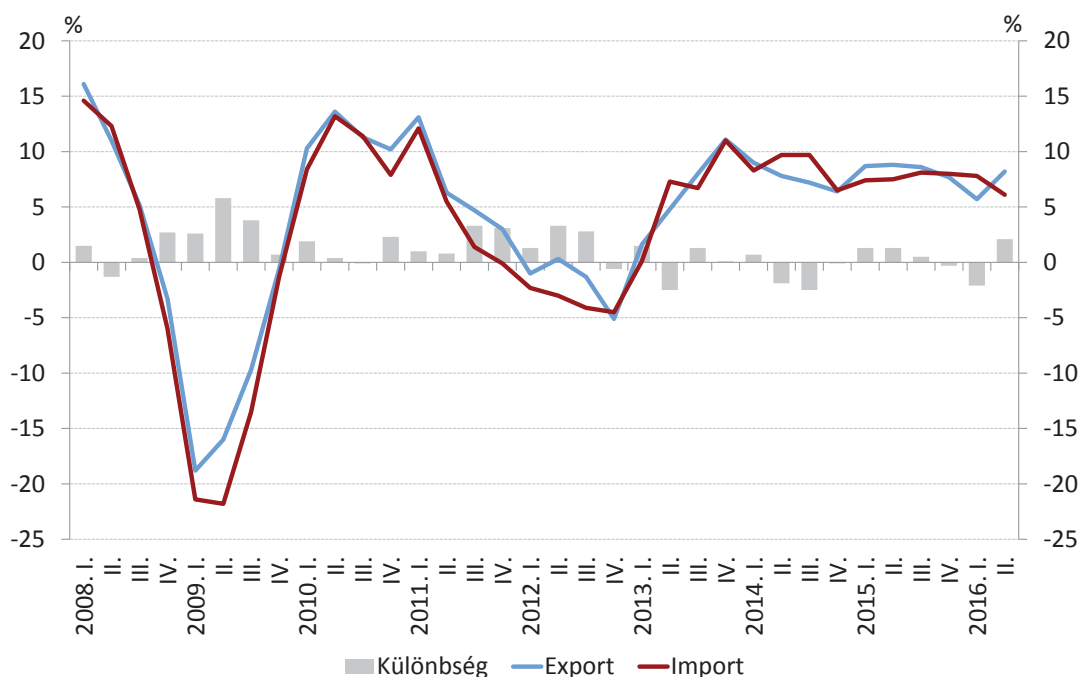
A külkereskedelmi egyenleg a második negyedévben historikusan magas szintet, a GDP közel 10 százalékát érte el. A növekedés hátterében elsősorban az áru egyenleg érdemi bővülése áll (4. ábra). Magyarország külkereskedelmi egyenlegének többsége az első negyedévi magas értékhez képest dinamikusabban emelkedett a második negyedévben. Az áru egyenleg többsége a javuló csemperevény mellett a bővülő gépipari termeléssel összhangban emelkedő export hatására jelentősen növekedett, és megközelítette a szolgáltatás egyenleg továbbra is magas aktívumát. A szolgáltatások kivitelének tartósan magas szintjét a szállítási szolgáltatások és a turizmus jelentős bevétele, illetve a Magyarországon működő „shared service center”-ek (SSC) működése támogatta.

4. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)



2016 második negyedévében az exportnövekedés gyorsulását figyelhettük meg, miközben az import éves reálnövekedése mérséklődött. A második negyedévben az import csökkenő reálnövekedését érdemben meghaladta az export bővülése, így a nettó export volumene növekedett. Az exportdinamika javulásában a korábbi időszakokhoz képest – főként a járműgyártásban tapasztalt jobb kapacitáskihasználtság miatt – emelkedő ipari teljesítmény játszott szerepet, miközben a külső kereslet mérsékelt bővülése is támogatta azt. A javuló ipari teljesítmény mellett az eurozóna gazdasági bővülése, azon belül is a legfőbb kereskedelmi partnerünknek számító Németország várakozásokat felülmúló gazdasági teljesítménye is hozzájárulhatott a hazai export bővüléséhez. Az import reálnövekedése enyhén lassult, ami részben az exportnövekedés előző negyedévi lassulása ellenére is magas szintet elérő importbővülés korrekciójának tekinthető, illetve a beruházások mérsékelt szintjéhez köthető (5. ábra).

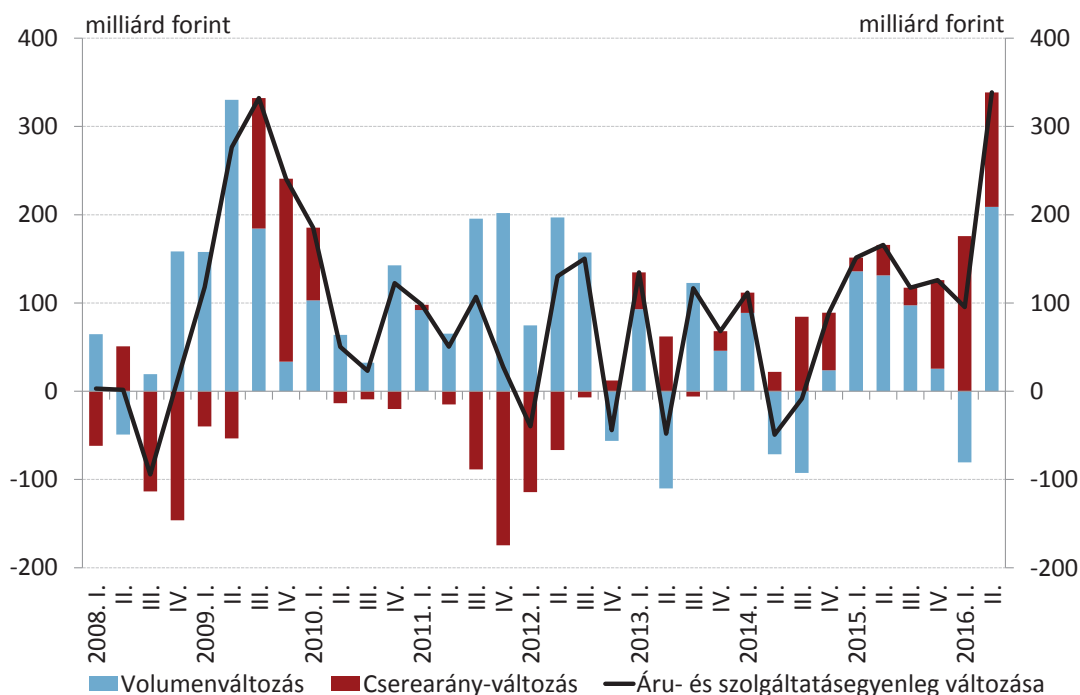
5. ábra: Az export és import éves reálnövekedése



Forrás: KSH, MNB

A külkereskedelmi többlet második negyedévi bővüléséhez a volumenváltozás és a cserearány-változás egyaránt hozzájárult (6. ábra). Az áru- és szolgáltatásegyenleg 300 milliárd forintot meghaladó éves bővülésében az exportvolumen jelentős emelkedése mellett a cserearányok javulása is szerepet játszott. A cserearány külkereskedelmi többletbe való hozzájárulása az előző negyedévhez képest enyhén mérséklődött, de továbbra is jelentős, ami a visszafogott nyersanyagárakra, illetve az exportáraknál nagyobb mértékben csökkenő importárakra vezethető vissza. A cserearány-javulás hatására az év első felében a külkereskedelmi többlet a GDP közel 1 százalékával emelkedett.

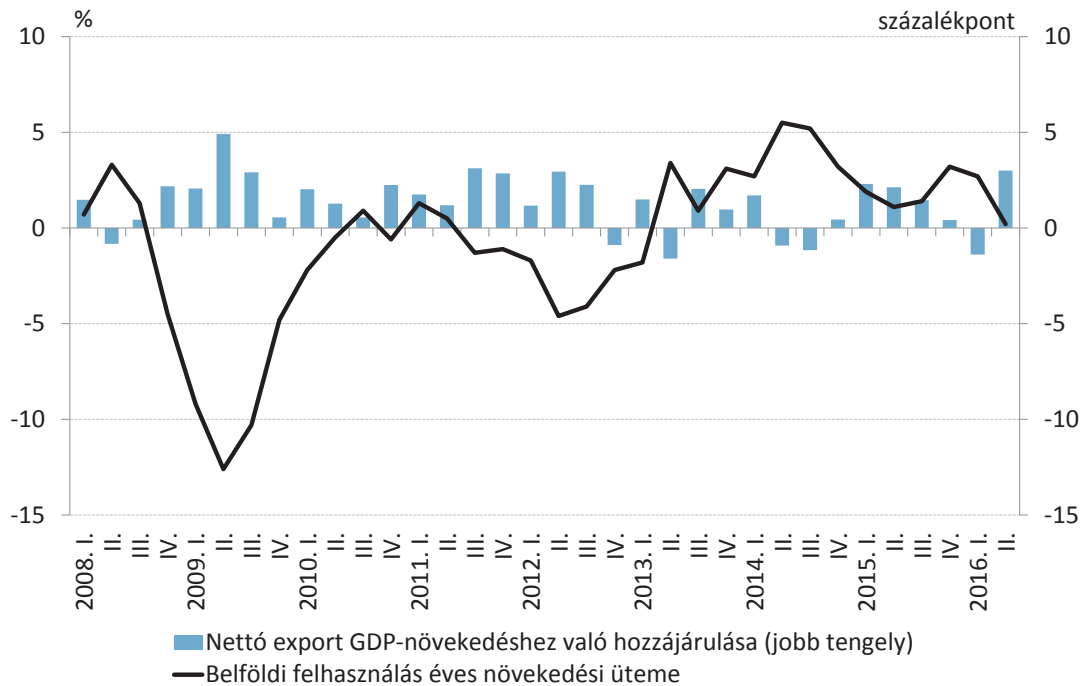
6. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás)



Forrás: KSH

A nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulása – a belföldi felhasználás növekedési ütemének mérséklődésével összhangban – érdemben emelkedett a második negyedévben (7. ábra). A második negyedévi GDP-növekedés csaknem teljes mértékben a nettó export bővüléséhez köthető, miközben a belföldi felhasználás éves növekedési üteme mérséklődött: az EU-források csökkenése miatti beruházás-csökkenés negatív növekedési hatását ugyanis nagyjából ellensúlyozta a reálbérek emelkedése miatti fogyasztásbővülés. Érdemes ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy korábban a nettó export növekedési hozzájárulása csak akkor volt a második negyedévben mérthez hasonlóan magas, amikor a belföldi felhasználás erősen negatív növekedést mutatott, ami az exportszektor hosszabb távon javuló teljesítményére utal.

7. ábra: A belföldi felhasználás éves növekedési üteme és a nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulása

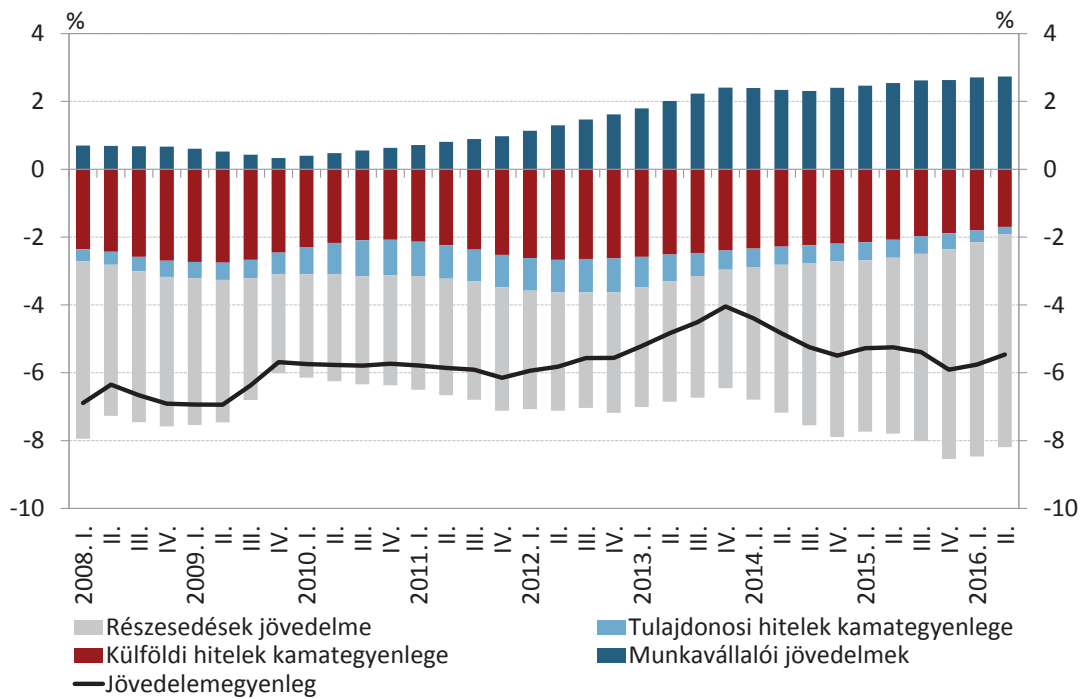


Forrás: KSH

1.2. Jövedelemegyenleg

A második negyedévben mérséklődött a jövedelemegyenleg hiánya, amihez elsősorban a külföldi hitelek kamategyenlegének javulása járult hozzá. A jövedelemegyenleg hiánya – a 2015-ös enyhe növekedést követően – 2016 első felében a GDP 5,5 százalékára csökkent. A külföldi kötelezettségekkel és követelésekkel kapcsolatos nettó jövedelemkiáramlás mérséklődésének hátterében főként a külföldi, illetve tulajdonosi hitelek kamatterheinek csökkenése játszott szerepet, ami az alacsony kamatkörnyezet miatti átárazódásra, illetve a külső adósságállományok leépítésére vezethető vissza. A nettó kamatkiadás folyamatos csökkenése ellenére a teljes jövedelemegyenleg 2015-ben enyhén romlott, mivel a külföldi tulajdonú vállalatok profitja tavaly is emelkedett (részletesebben lásd a kiemelt témát). Egy nagyvállalat ugyanakkor 2015 végén értékesítette egyik jelentős bevételt termelő üzletágát, ami (ceterisparibus) csökkentőleg hat a külföldi vállalatok profitjára, így 2016-ban a nettó kamatkiadások csökkenő tendenciája a jövedelemegyenleg alakulásában is tükröződhet. A külföldön egy évnél rövidebb ideig dolgozók jövedelme a revideált adatok szerint a GDP 2,7 százalékára emelkedett, így a korábban jelzettnél nagyobb mértékben javítja a jövedelemegyenleget.

8. ábra: A jövedelemegyenleg* tételeinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)

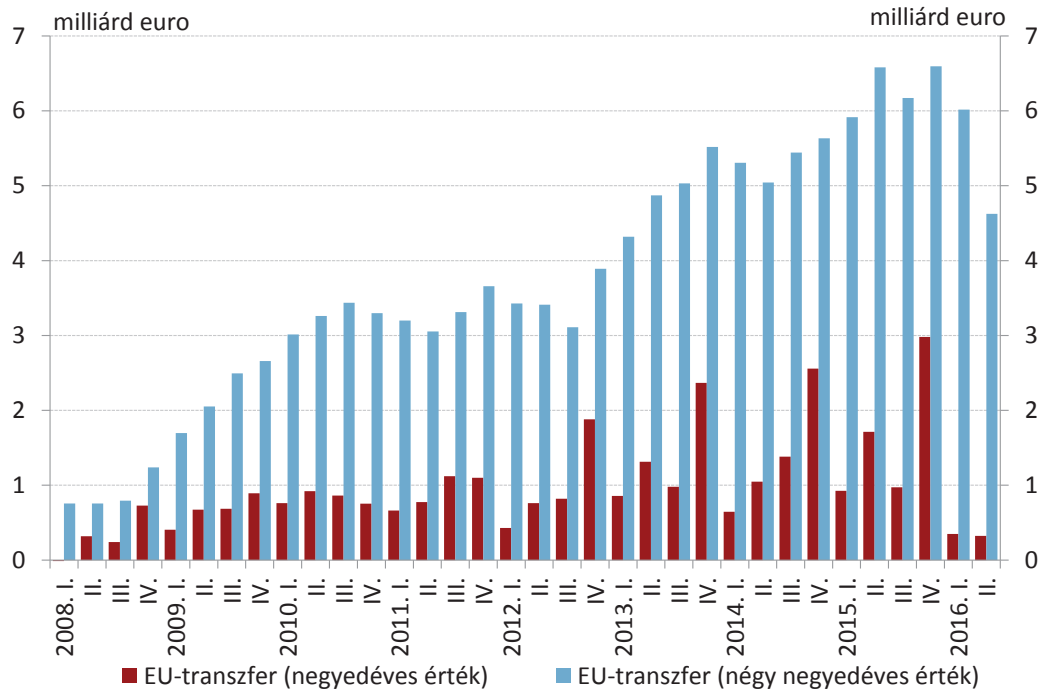


*Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem.

1.3. Transzferegyenleg

A Magyarországon felhasznált transferek 2016 második negyedében is elmaradtak a korábbi időszak magas értékétől, így jelentősen csökkent a transferegyenleg négy negyedéves többlete (9. ábra). 2016 első két negyedében 300-350 millió eurós uniós forrásfelhasználás történt, így a négy negyedéves adatok alapján összességében mérsékelt, 4,6 milliárd euro összegű EU-transzferfelhasználás valósult meg, ami érdemben elmarad az előző évek magas értékétől. Mindez azzal áll összefüggésben, hogy a 2007–2013-as EU-költségvetési ciklus kifizetése miatt magas forrásbeáramlás 2016 elején befejeződött, a 2014–2020-as ciklushoz tartozó források kifizetése pedig várhatóan csak lassabb ütemben, az év második felében indul emelkedésnek.

9. ábra: Az EU-transzferek nettó felhasználásának alakulása

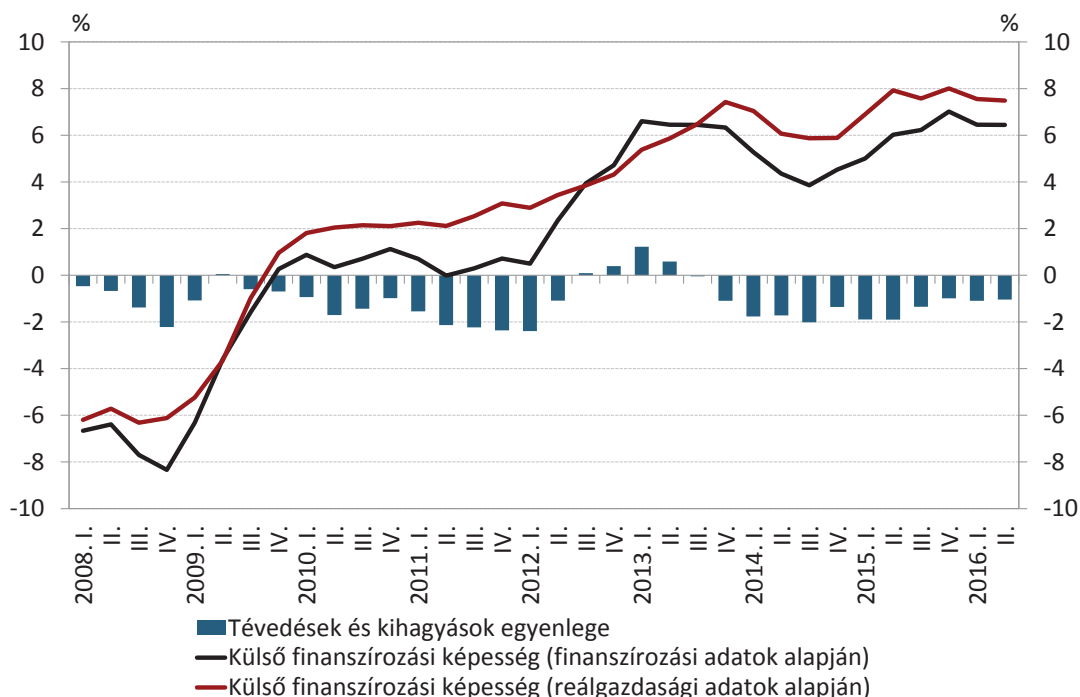


2. FINANSZÍROZÁSI MEGKÖZELÍTÉS

Az ország külső finanszírozási képessége a pénzügyi mérleg szerint sem változott érdemben. A második negyedévben szokásos, elsősorban az osztalékfizetéshez köthető FDI-csökkenés mellett a nettó külső adósság mérséklődése az előző negyedévhez képest gyorsabb ütemben folytatódott. Az adósságcsökkenés szerkezetét érdemben befolyásolta a forintosítással és elszámolással összefüggésben a bankrendszernek nyújtott devizalikviditás: a bankok nettó külső adóssága számottevő mértékben csökkent, míg a konszolidált államháztartásé emelkedett. A bankrendszer ugyanakkor enyhén növelte bruttó forrásbevonását, ami az eredetileg rövid futamidejű külső adósság növekedésében is tükröződött. A konszolidált állam nettó külső adósságának emelkedése a devizatartalék csökkenéséhez köthető, miközben az állam bruttó külső adóssága tovább csökkent.

A második negyedévben változatlanul a GDP 6,5 százaléka körül stabilizálódott a finanszírozási oldal szerinti négy negyedéves külső finanszírozási képesség, így a reálgazdasági megközelítés szerinti értékhez viszonyított különbség nem változott érdemben.¹ A magyar és a régiós gazdaságokra hosszabb távon jellemző összefüggésnek megfelelően a külső tartozásmutatók csökkenése elmaradt a reálgazdasági tranzakciók szerinti finanszírozási képességtől. Az elmúlt éveket tekintve csak 2012 végén láttunk fordított összefüggést, azóta a pénzügyi mérleg adatai rendre alacsonyabb forráskiáramlást mutatnak, mint ami a folyó- és tőkemérlegből következne. A különbség mértéke az elmúlt években a GDP 1 százaléka körül ingadozott, ami nemzetközi összehasonlításban alacsonynak számít (részletesebben lásd a 2016. márciusi Fizetési mérleg jelentést).

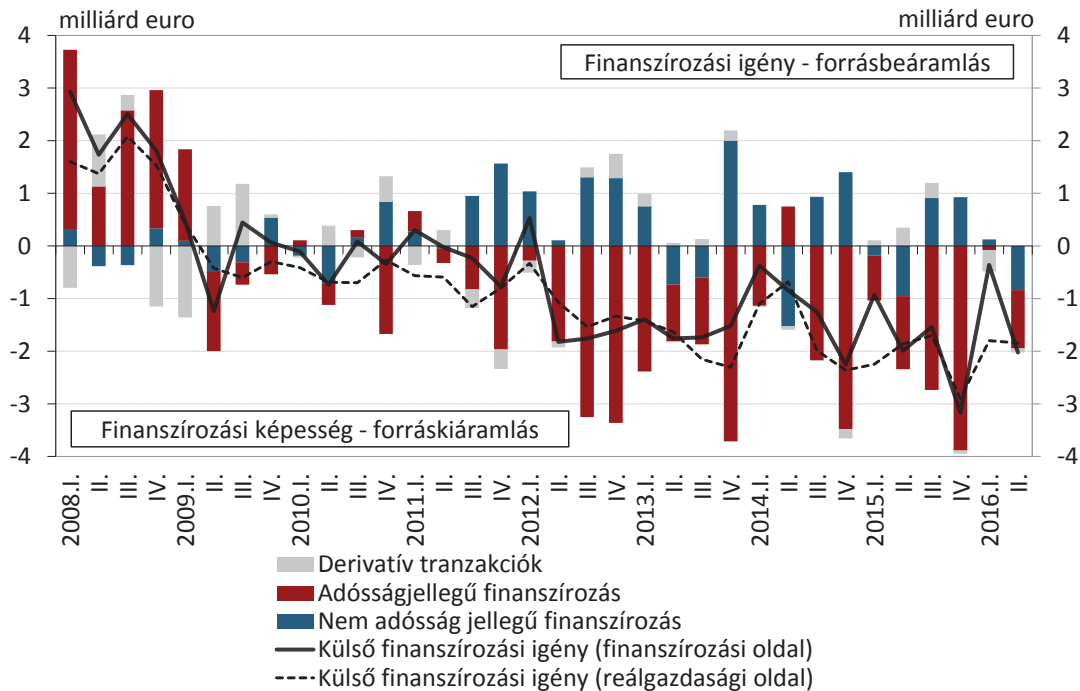
10. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség és a „Tévedések és kihagyások egyenlege” (négy negyedéves GDP-arányos érték)



A finanszírozási oldal szerinti igazítatlan külső finanszírozási képesség jelentősen bővült a második negyedévben, ami a nettó tartozásmutatók 2 milliárd eurós csökkenését eredményezte. A forráskiáramlás a második negyedévben érdemben emelkedett az előző negyedévhez képest, ami nagyobb részben az adósság jellegű források kiáramlásának növekedéséhez köthető, miközben az osztalékfizetésekhez kapcsolódóan a nem adósság jellegű források is csökkentek (11. ábra) – a közvetlentőke-befektetések mérséklődését szinte teljes mértékben az ehhez köthetően mérséklődő magyarországi befektetések magyarázták.

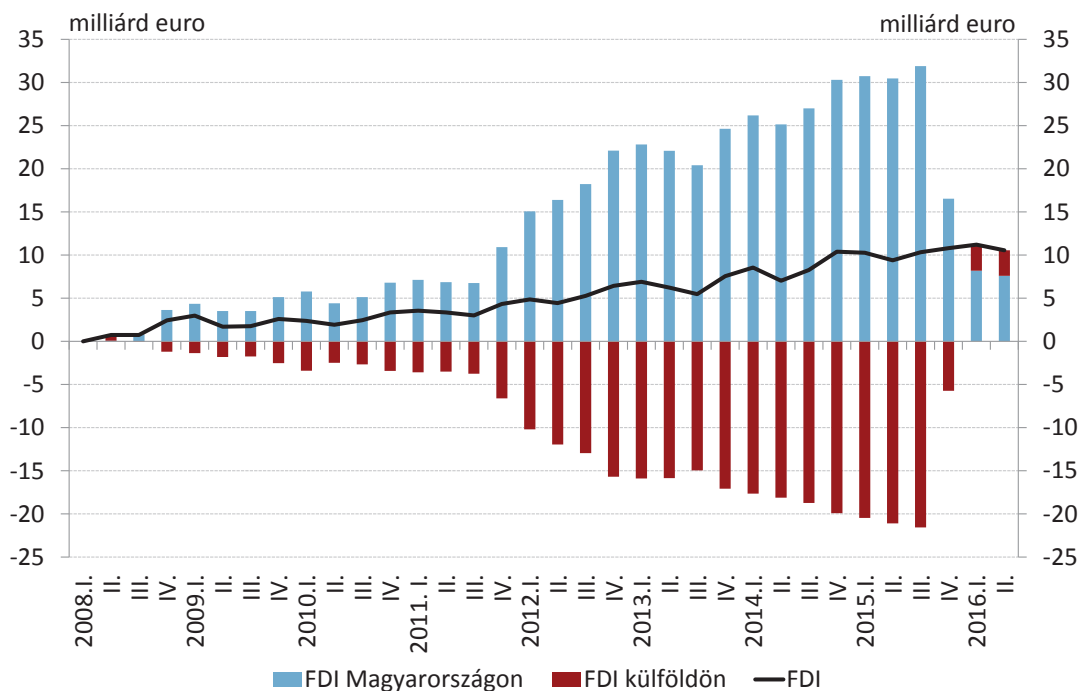
¹ A fizetési mérleg alakulása a reálgazdasági tranzakciók finanszírozása felől is szemléltethető. A pénzügyi mérleg ugyanis azt mutatja meg, hogy a rezidens gazdasági szereplők milyen, a nettó pénzügyi vagyont érintő ügyletekkel finanszírozták a reálgazdasági tranzakciókat. A reálgazdasági és finanszírozási megközelítés szerinti adatnak elméletben egyezőnek kellene lennie, de a nem integrált adatforrások, a nem teljes körű megfigyelés, illetve az árfolyamok különböző kezelése eltéréseket okozhat, amit a „Tévedések és kihagyások egyenlege” mutat.

11. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)



2.1. Nem adósság jellegű források

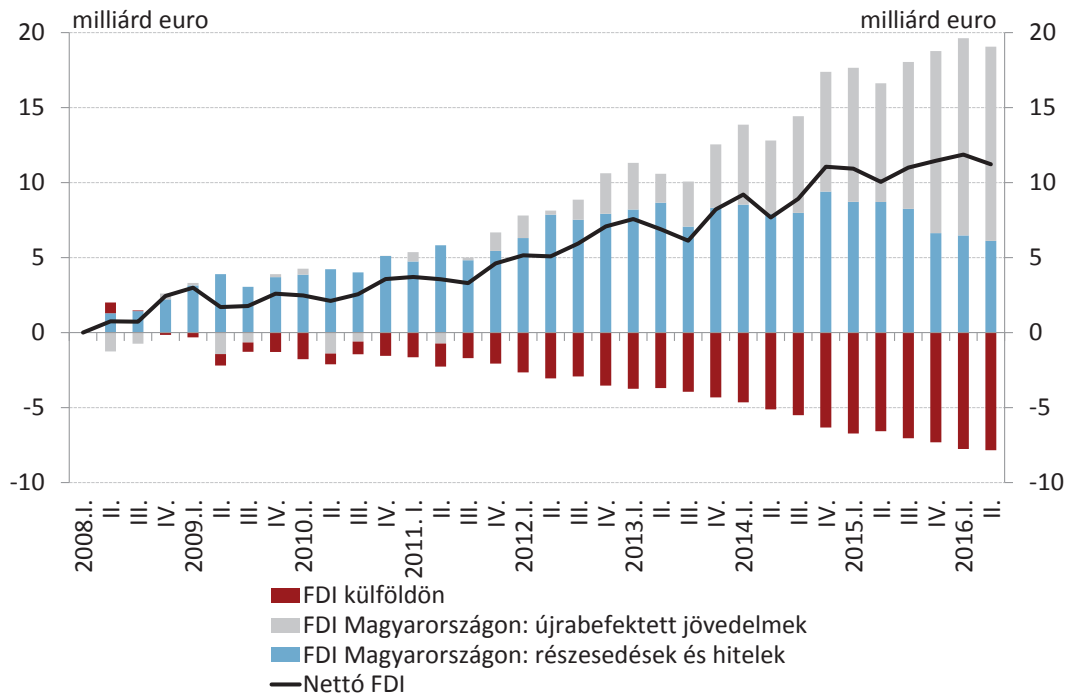
A korábbi időszakokkal szemben a második negyedévben átfolyótőke-tranzakciók nem befolyásolták a magyarországi és külföldi FDI-állományt. 2015 negyedik és 2016 első negyedévében az átfolyótőke-tranzakciók összesen 25 milliárd euro mértékben csökkentették a magyarországi és külföldi FDI-állományt (12. ábra). Az átfolyótőke-tranzakciók a nettó befektetések mértékét nem befolyásolják, a reálgazdaságra nincsenek valódi hatással, azonban a bruttó FDI-adatokat jelentősen torzítják. A második negyedévben az átfolyótőke-tranzakciók alig változtatták a bruttó szárazakat, ezzel együtt az átfolyótőke-tranzakciók jelentős szerepe miatt a nettó változásokat érdemes vizsgálni.

12. ábra: A közvetlentőke-befektetések alakulása (kumulált tranzakciók²)

² Habár az FDI külföldön kumulált tranzakciói negatív tartományba kerültek, ez csak azt jelenti, hogy a 2008 óta kumulált tranzakciók – az átfolyó tőke tételei miatt – a rezidensek külföldi befektetéseinek csökkenését jelzik. Ugyanakkor az állományi mutatókkal részletesebben foglalkozó júniusi Fizetési mérleg jelentés 5. fejezetében látható, hogy továbbra is jelentős kifizetésekkel rendelkeznek a rezidensek.

A revideált adatok szerint a nettó közvetlentőke-befektetések 2015 során és 2016 elején is bővültek, majd a második negyedévben a szezonálisan szokásos osztalékfizetésekhez kötődően mintegy 0,6 milliárd euróval mérséklődtek. A vállalati kérdőívek beérkezése alapján a külföldi tulajdonú vállalatok profitja 2015-ben magasabb volt az előzetesen becsültnél, így a magasabb újrabefektetett jövedelmek miatt a 2015-ös adatok ismét nettó FDI-beáramlást mutattak (részletesebben lásd az első keretes írást, illetve a kiemelt témát). A nettó forráskiáramlás a második negyedévben alapvetően az osztalékfizetésekhez kötődött. Ennek egy része a jövedelmek újrabefektetésében tükröződött, aminek mérséklődését azonban jelentősen csökkentette a vállalatok által termelt jövedelem. Az osztalékfizetések másik része ugyanakkor – az előző évi eredményt meghaladó mérték esetében – kiugró osztalékfizetésnek számít, ami a részvénybefektetések csökkenését eredményezte. Mindeközben a magyar tulajdonú, külföldön működő vállalatok befektetései kismértékben bővültek, így összességében ez is hozzájárult ahhoz, hogy a nettó közvetlentőke-források mintegy 0,6 milliárd euróval mérséklődtek a második negyedév során.

13. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók)

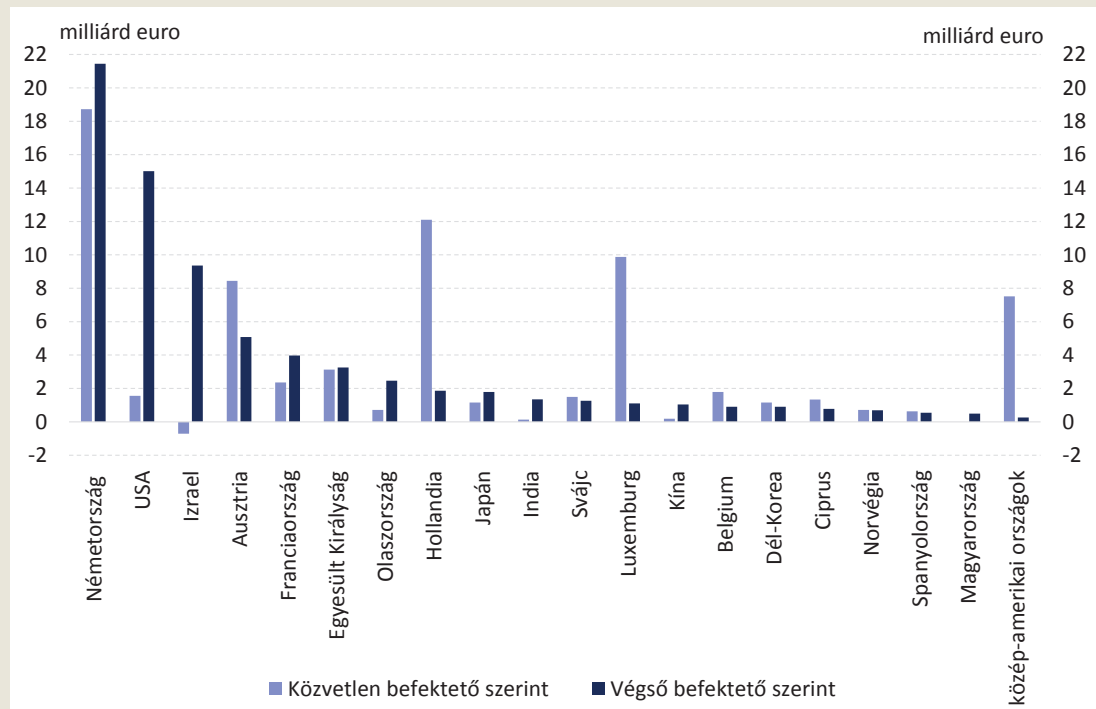


2. keretes írás: Az FDI-állomány végső befektetők szerinti bontása

2016 szeptemberétől a külföldiek magyarországi FDI-befektetései nem csak a közvetlen, hanem a végső befektető országa szerinti bontásban is publikálásra kerültek. Az FDI állományi és forgalmi adatai eddig elsősorban a közvetlen befektetők országait feltüntetve kerültek bemutatásra. A 2016. szeptemberi adatközléssel azonban a 2014. végi közvetlentőke-befektetések állományi adatai – 21 hónapos csúszással – már a végső befektetők³ országai szerint is bemutatásra kerülnek. Ezek az adatok megmutatják, hogy melyik országban rezidens a magyarországi közvetlentőke-befektetés felett végső ellenőrzést gyakorló befektető.

A végső befektetők szerinti bontással visszakövethető a Magyarországra érkező közvetlentőke-források eredeti származási helye. A végső befektető szerinti bontás segítségével egyrészt pontosabb képet kaphatunk a Magyarországra érkező források eredeti befektetőiről, másrészt kiszűrhetők a valójában nem külföldről származó befektetési források is.⁴ A közvetlen és végső befektetők szerinti csoportosítás országonként jelentős eltéréseket mutat, néhány esetben azonban az aggregált FDI-állomány közel megegyezik. A közvetlen és végső befektetők szerinti bontásban megfigyelhető eltérések hátterében sok esetben adóoptimalizálási célok húzódnak meg. Ezt a statisztikák Magyarországon átfolyótőke-tranzakciókban jelenítik meg, ami hozzájárulhat más országokban, hogy a közvetlen és végső befektető országa eltérjen. Az átfolyó tőke-tranzakcióknak – különösen 2015 végén és 2016 elején – jelentős szerepük volt az FDI magyarországi alakulásában.

14. ábra: A 2014-es FDI-állomány közvetlen és végső befektető szerint



A közvetlentőke-állomány jelentős része, több mint 40 százaléka tranzitországokon keresztül érkezett Magyarországra. A hazai FDI-források jelentős része nem közvetlenül, hanem harmadik, jellemzően Európán belüli országon keresztül érkezik Magyarországra. A két legfontosabb ilyen ország Európán belül Magyarország számára Hollandia és Luxemburg, ahol a közvetlen és végső befektetők szerinti források között összesen több mint 20 milliárd euro az eltérés. További jelentős szereplőnek mondhatók a közép-amerikai országok. Az adóoptimalizálási okok mellett természetesen a multinacionális vállalatoknál egyéb szervezeti-strukturális okok is vezethetnek ahhoz, hogy a közvetlen befektetések több mint 40 százaléka eltér a végső befektető országától.

3 Végső befektetőnek a vállalatcsoport közvetve vagy közvetlenül 50 százalék feletti szavazati joggal rendelkező befektetőjét tekintjük, aki fölött más befektető nem gyakorol ellenőrzést. A végső befektető lehet magánszemély, jogi személy vagy jogi személyiség nélküli szervezet is.

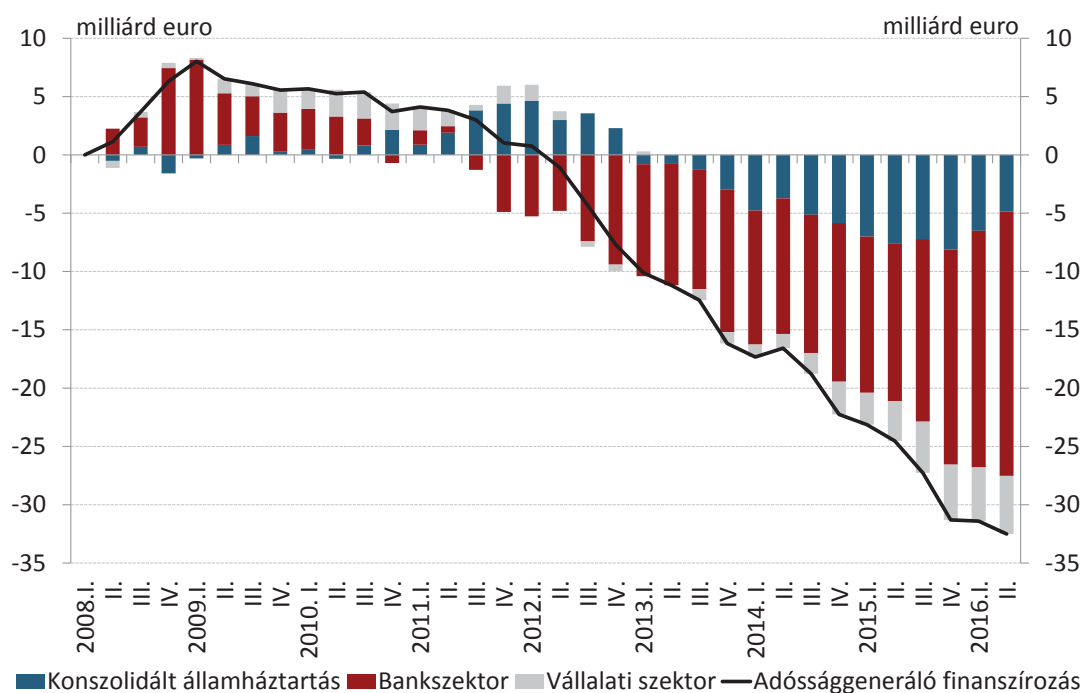
4 Előfordulhat ugyanis, hogy egy magyar gazdasági szereplő – vélhetően a külföldinek hitt befektetés kedvezőbb elbírálásában bízva – egy másik országban bejegyzett vállalaton keresztül a Magyarországra érkező FDI végső befektetője (Magyarország esetében közel 0,5 milliárd eurónyi ilyen FDI-állományról van szó).

Németország szerepe mind a közvetlen, mind a végső befektető szerinti bontásban is kiemelkedő, miközben a közvetlen befektetők szerint nem túl jelentős Egyesült Államok és Izrael a végső befektetők szerinti bontásban, Németország után, a legfontosabb befektetőnek számítanak. A 2014. év végi külföldi befektetések állományi adatai alapján Magyarországon mind közvetlen befektető szerint, mind végső befektető szempontjából Németország a legnagyobb befektető, meghaladva a 20 milliárd eurós értéket. A különbség adódhat például abból, hogy bizonyos német többségi befektetők Ausztriában vagy Hollandiában bejegyzett cégeiken keresztül fektetnek be hazánkban. Egyes országok közvetlentőke-befektetése a korábban is ismert adatok szerint nem volt jelentős. Ilyen volt például az Egyesült Államok vagy Izrael. Ugyanakkor a végső befektető szerinti bontásban ezekből az országokból jelentősebb mértékű, összesen több mint 20 milliárd eurónyi befektetés került Magyarországra. Az egyes országok – Magyarország gazdasági szempontjaiból – fontosságának megítélését így érdemes nem a közvetlen, hanem a végső befektetői bontás szerint vizsgálni.

2.2. Adósság jellegű források

A második negyedévben gyorsult a külső adósság csökkenése, miközben az adósságkiáramlás szerkezetét továbbra is jelentősen befolyásolta a devizahitelek forintosítása miatt az MNB által a bankrendszernek nyújtott devizaliki-vidítás. A második negyedévben jelentősen, mintegy 1,1 milliárd euróval csökkentették a gazdaság szereplői nettó külső adósságukat. Hasonlóan az első negyedévhez, a második negyedévben is jelentősen befolyásolta a forráskiáramlás szektorbontását a jegybank által a bankrendszernek nyújtott devizaliki-vidítás. A forintosításhoz kapcsolódó tranzakció a konszolidált állam nettó külső adósságát a devizatartalék csökkenésén keresztül emelte, míg a bankrendszerét csökkentette. Így összességében az állam nettó külső adóssága 1,7 milliárd euróval bővült, míg a bankrendszeré 2,4 milliárd euróval mérséklődött (a kumulált adatokat mutató 15. ábrán az oszlopok nagyságának változása illusztrálja az adott szektor nettó külső adósságának változását). Mindeközben a vállalatok nettó külső adóssága – elsősorban a külföldi követelések növekedésének hatására – 0,4 milliárd euróval csökkent.

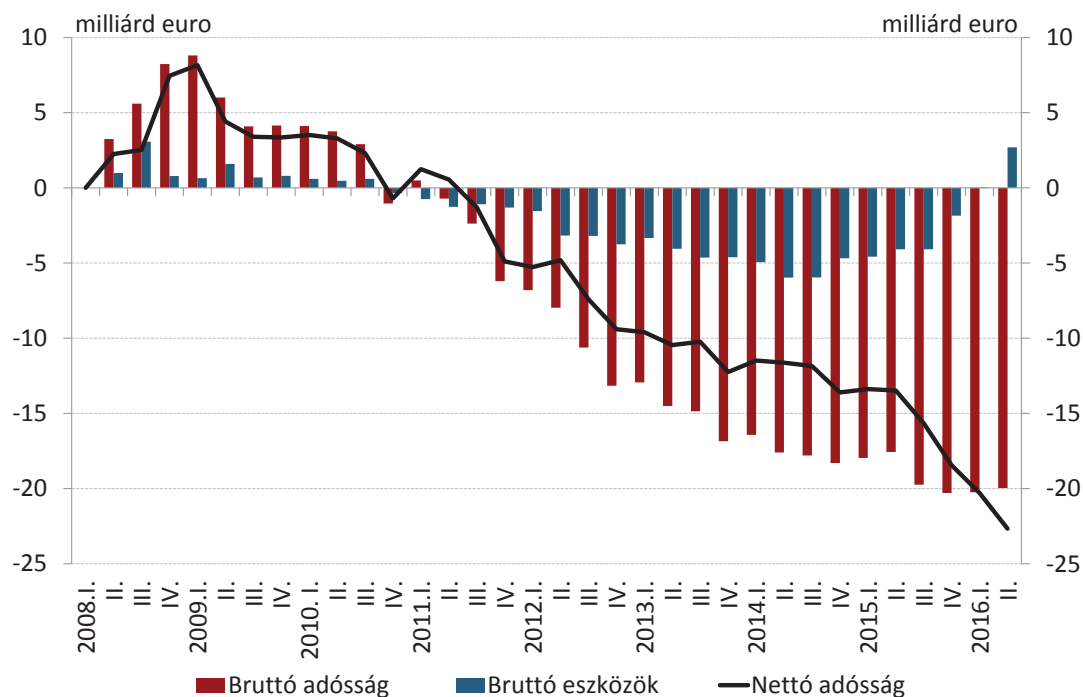
15. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása (kumulált tranzakciók)



A bankrendszer nettó külső adósságának 2,4 milliárd eurós mérséklődése a külföldi eszközök növekedéséhez kötődött, míg a külföldi források is enyhén bővültek (16. ábra). A külföldi eszközök növekedése jelentős részben a forintosításhoz és elszámoláshoz kapcsolódó deviza-csere-ügyletek lezárására vezethető vissza. Tovább növelte a

bankok külföldi eszközeit a negyedévben lejáró PEMÁK-kötvény miatt megjelenő devizalikviditás. Ezzel párhuzamosan a bruttó külső források mintegy 0,2 milliárd euróval nőttek. Az elmúlt negyedévekkel szemben ez az eredetileg rövid futamidejű külső források emelkedése mellett ment végbe, míg a hosszú lejáratú források érdemben nem változtak.

16. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának és követelésének alakulása (kumulált tranzakciók)



Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adóssága 1,7 milliárd euróval emelkedett, miközben folytatódott az állam bruttó külső adósságának mérséklődése (17. ábra). 2012 eleje óta jelentősen csökkent a konszolidált állam nettó külső adóssága. A csökkenés elsősorban a külföldiek állampapír-eladásainak az eredménye, amely 2014 vége óta összességében közel 8 milliárd eurót tett ki. Ezzel párhuzamosan az állam finanszírozásában a belföldi szereplők térnyerése volt jellemző, melyet az önfinanszírozási program is támogatott (részletesebben lásd a szektorok megtakarításáról szóló részt). A második negyedévben tovább folytatódott az állam bruttó külső adósságának csökkenése, miközben elsősorban a forintosításhoz kapcsolódó devizacsere-ügyletek lezárásával csökkent a devizatartalék. Így összességében az állam nettó külső adóssága 1,7 milliárd euróval emelkedett.

A második negyedévben az állam nettó külső adósságát növelte, hogy:

- a negyedévben 1 milliárd euro értékben került sor Prémium Euro Magyar Államkötvény (PEMÁK) törlesztésére (mivel a PEMÁK-kötvények döntően belföldi szereplők kezében voltak, a devizatartalék csökkenését az ország külső adósságának csökkenése nem kompenzálta);
- a devizahitelek forintosításához a bankok rendelkezésére bocsátott 0,8 milliárd eurónyi devizalikviditás;
- továbbá az állam devizakötvényekre fizetett kamatai, illetve egyéb devizafizetési kötelezettségei (például külföldi nyugdíjfizetési kötelezettségek) is mérsékeltek a devizatartalékot.

Az állam nettó külső adósságának növekedését fékezte, hogy:

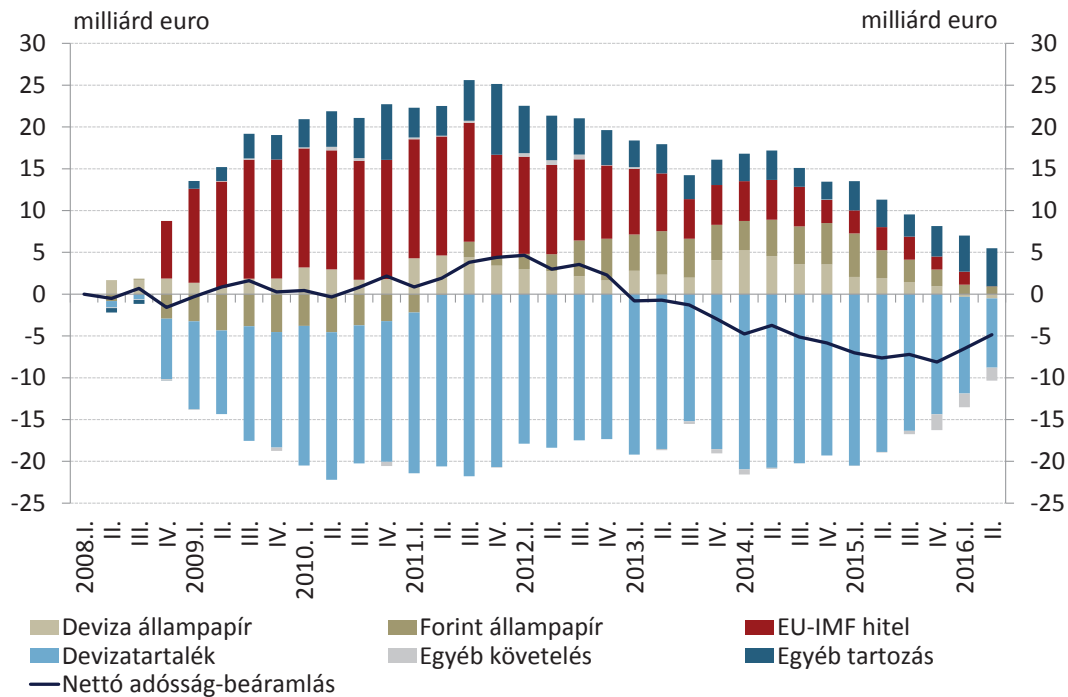
- az elmúlt negyedévhez képest tovább csökkent az EU-transzfer felhasználása – a 0,3 milliárd eurós EU-transzfer a devizatartalék növelésén keresztül mérsékelte a nettó külső adósságot;
- folytatódott a külföldiek forintállampapír-eladása a negyedév során (0,2 milliárd euro);

- a devizatartalék növelésén keresztül az is csökkentette az állam nettó külső adósságát, hogy a negyedévben lejárt a Növekedési Hitelprogramhoz kapcsolódóan kötött devizacsere-ügylet egy része is.

Az állam nettó külső adósságát nem változtatta, azonban a bruttó száraz nagyságát befolyásolta, hogy:

- áprilisban megtörtént az EU-hitel utolsó áprilisi részletének törlesztése, ami az állam bruttó külső adósságát és a tartalékot is mérsékelte (1,6 milliárd euro), amit egy devizaállampapír lejáratra (0,2 milliárd euro) is fokozott;
- a dollár erősödése miatt az államnál elhelyezett marginszámlán növekedett a külföldi betét, ez pedig növelte az állam bruttó külső adósságát és a devizatartalékot is.

17. ábra: Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságváltozásának felbontása (kumulált tranzakciók)



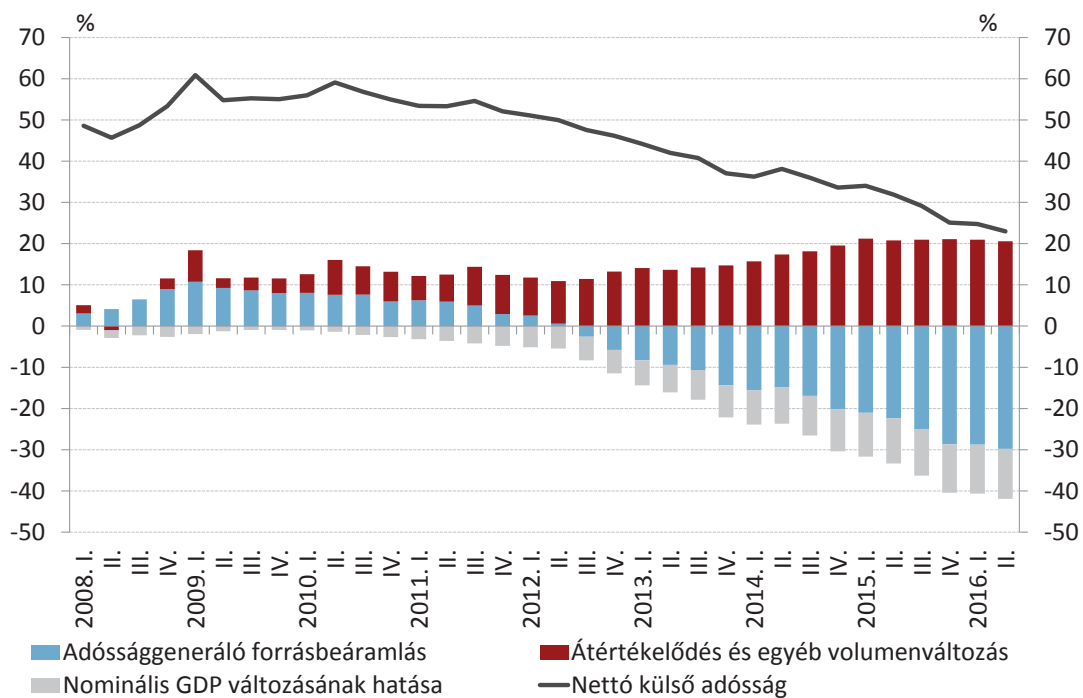
3. ÁLLOMÁNYI MUTATÓK ALAKULÁSA

A második negyedévben tovább csökkentek az ország külső adósságmutatói: a nettó külső adósság közel 2 százalékponttal a GDP 23 százalékára, míg a GDP-arányos bruttó külső adósság 73 százalékra mérséklődött. A nettó külső adósság csökkenéséhez legnagyobb mértékben az adósság típusú források kiáramlása járult hozzá, de a nominális GDP emelkedése és az állományok átértékelődése is kismértékben a csökkenés irányába hatott. A nettó külső adósság mérséklődése elsősorban a bankrendszerhez kötődött a második negyedévben, miközben az állam nettó külső adóssága enyhén emelkedett, a vállalatoké pedig kismértékben csökkent. A bankrendszer nettó külső adósságát csökkentette, hogy a szektor devizaeszközei a forintosításhoz kapcsolódó devizaswapok lejáratára miatt emelkedtek, mindez azonban a devizatartalék csökkenésével is együtt járt, így összességében a gazdaság nettó külső adósságának nagyságát nem, csak annak szektorok közötti megoszlását befolyásolta. A bruttó külső adósság tovább mérséklődött a második negyedévben is, amiben az államháztartás külföldi adósságának csökkenése játszott fontos szerepet, miközben a magánszektor külföldi tartozásai enyhén emelkedtek. A rövid lejáratú külső adósság – az államháztartás külső adósságának csökkenéséhez köthetően – 20 milliárd euro alá csökkent a második negyedévben. A devizatartalék szintje a második negyedévben bekövetkezett csökkenés ellenére továbbra is érdemben meghaladja a befektetők által elvárt szintet.

3.1. A nettó és bruttó külső adósság alakulása

A második negyedévben tovább csökkent az ország nettó külső adóssága, amely az elmúlt időszakokhoz hasonlóan elsősorban az adósságeneráló források kiáramlásához köthető (18. ábra). A GDP-arányos mutató a vizsgált időszakban közel 2 százalékponttal csökkent, így a nettó külső adósság a GDP 23 százalékát teszi ki. A mérséklődéshez legnagyobb mértékben az adósság jellegű források kiáramlása járult hozzá, de a nominális GDP növekedése is az adósságmutató csökkenésének irányába hatott a nevező hatás révén. Az átértékelődési hatás – a korábbi negyedévekkel ellentétben – szintén kismértékben a nettó külső adósság csökkenésének irányába hatott, amely vélhetően az állampapírok hozamának második negyedévi enyhe emelkedése miatt mérséklődő állampapír-árfolyamokra, illetve a devizatartalék – egyes egyéb devizák euróval szembeni erősödéséből adódó – átértékelődésére vezethető vissza.⁵

18. ábra: A nettó külső adósság változásának összetevői
(kumulált, tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos érték, 2007 vége = 0)

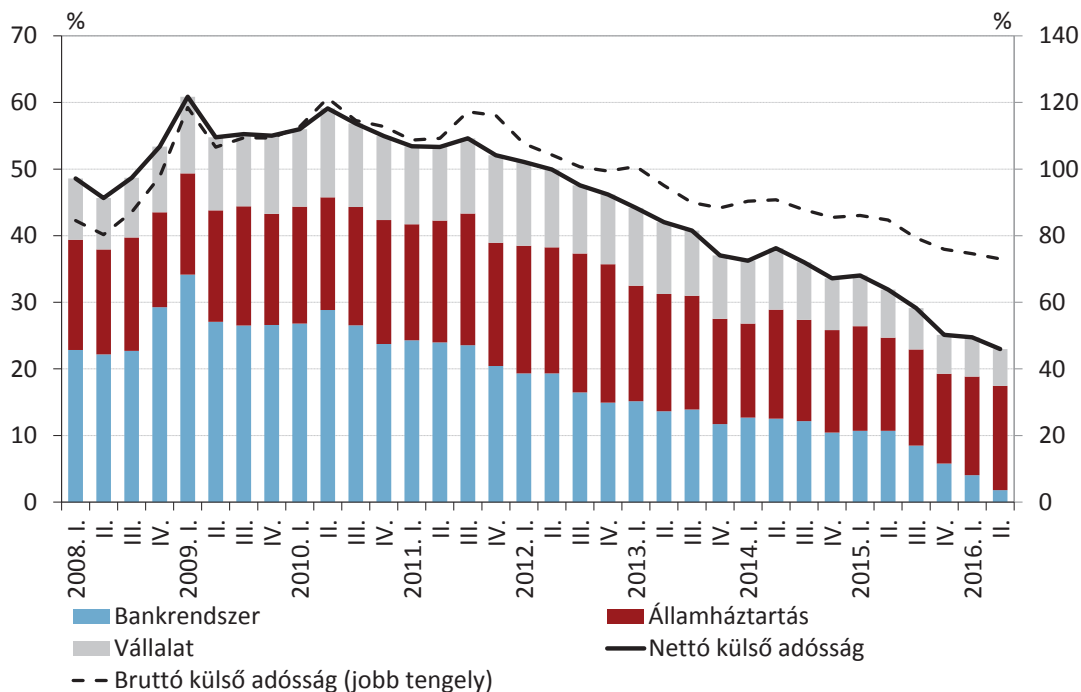


⁵ A forintárfolyam euróval szembeni gyengülése nem volt érdemi hatással a nettó külső adósságra, mivel az euróban denominált adósságot nagyjából ellensúlyozza az euro devizatartalék közel azonos szintje.

A nettó külső adósság második negyedévi csökkenése a szektorokat tekintve elsősorban a bankrendszer nettó külső adósságának mérséklődéséből ered (19. ábra). A bankrendszer nettó külső adóssága a GDP 2,2 százalékával csökkent, ami a bankok külföldi eszközeinek jelentős – a GDP 2,4 százalékát kitevő – emelkedése és tartozásainak kismértékű – 0,2 százalék körüli – növekedése mellett valósult meg, és amivel a bankok nettó külső adóssága a GDP 2 százaléka alá mérséklődött. A vizsgált időszakban közel 1 milliárd euro értékű, forintosításhoz kapcsolódó swapokból származó devizalikviditás jelent meg a bankrendszerénél, amely a külföldi eszközök növekedését eredményezte. Ugyancsak a bankok külföldi eszközeit növelhette a Prémium Euro Magyar Államkötvény (PEMÁK) májusi törlesztése, ugyanis az abból eredő devizalikviditás a bankok rövid lejáratú betéteinek emelkedésében nyilvánult meg. Az államháztartás nettó külső adóssága növekedett a második negyedévben, amely több, ellentétes irányú hatás eredményeként alakult ki. A Növekedési Hitelprogram III. pillére keretében lejáró swapok devizatartalék-növelő hatása és a külföldiek állampapír eladásai csökkentették, míg a PEMÁK-kötvények – amelyek elsősorban belföldi szereplők kezében voltak – törlesztése és a forintosításhoz kapcsolódó, bankrendszernek nyújtott devizalikviditás a devizatartalék csökkenésén keresztül növelte az állam nettó külső adósságát. A vállalati szektorra vonatkozó adósságmutató a GDP 0,4 százalékával mérséklődött a második negyedévben.

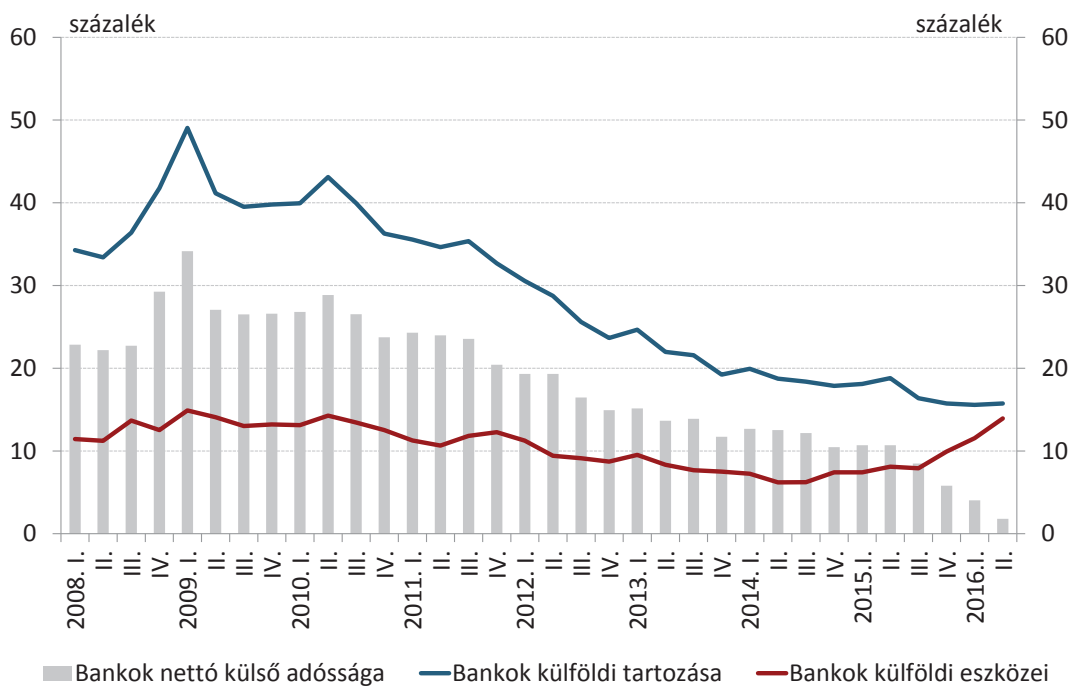
A második negyedév végére a bruttó külső adósság a GDP 73 százalékára mérséklődött (19. ábra). A mutató csökkenése a nettó külső adósság mérséklődésével közel azonos ütemben folytatódott, ami az államháztartás adósság típusú forrásainak folytatódó kiáramlásához köthető. Az államháztartás bruttó külső adósságának mérséklődése a külföldiek állampapír-állományának csökkenése mellett valósult meg. Emellett egy közel 0,2 milliárd euro értékű devizakötvény, valamint az EU-hitel utolsó részletének 1,6 milliárd eurós törlesztése is a bruttó külső adósság mérséklődésével járt, ami – a devizatartalék párhuzamos csökkenése miatt – a nettó külső adósság szintjét nem befolyásolta. A konszolidált államháztartás marginállományának emelkedése ugyanakkor enyhén visszafogta az adósságmutató csökkenését. A magánszektor bruttó külső adóssága kisebb mértékben emelkedett a második negyedévben, ami kismértékben ellensúlyozta az állam bruttó külső adósságának csökkenését.

19. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság (GDP-arányos értékek, tulajdonosi hitel nélkül)



A bankrendszer nettó külső adóssága 2009 óta csökken, amihez a külföldi tartozások mérséklődése mellett az elmúlt évben a külföldi eszközök nagyobb ütemű emelkedése is hozzájárult (20. ábra). A bankok devizaeszközeinek 2015 közepe óta megfigyelhető érdemi emelkedésében fontos szerepet játszik a lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó devizaswapok lejáratára. A devizahitelek forintosítása a bankok árfolyamkitettségeinek emelkedésével járt, melynek devizapiacra keresztül történő fedezése jelentős nyomást gyakorolt volna a forint árfolyamára. Ennek elkerülése érdekében az MNB biztosította az árfolyampozíció zárásához szükséges devizalikviditást a bankrendszer számára, ami részben devizaswap ügyleteken keresztül történt. Ennek köszönhetően a szükséges devizát a bankok devizakötelezettségük lejáratához közeli swapejlesztéseken kaphatták meg, így a bankrendszer jelentős devizasükséglete nem okozott pénzügyi feszültséget. Az MNB bankrendszerrel kötött swap ügyleteinek lejáratára 2015 második felében kezdődött, és jelentős része 2016 első és második negyedévében járt le, ami a bankok devizalikviditásának emelkedésével – és az MNB devizatartalékának párhuzamos csökkenésével – járt. A bankoknál így megjelenő deviza a külföldi eszközök emelkedését eredményezte, ami a külföldi tartozások évek óta tartó csökkenésével együtt hozzájárul a bankok nettó külső adósságának további mérséklődéséhez.

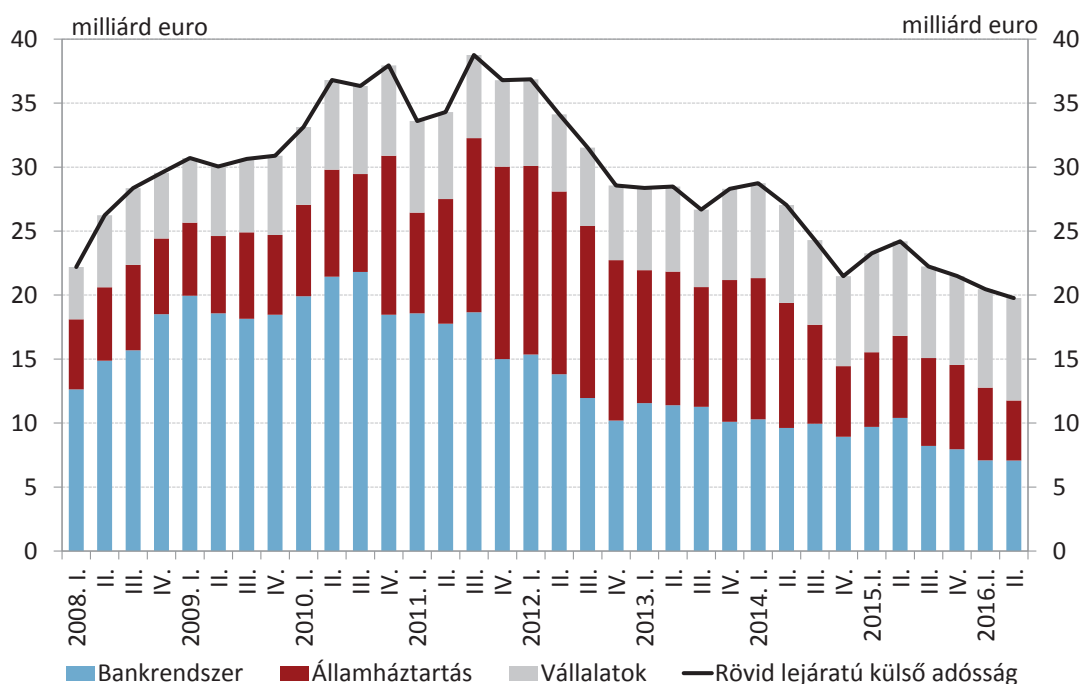
20. ábra: A bankrendszer külföldi eszközeinek és tartozásának alakulása (GDP-arányos értékek)



3.2. A rövid külső adósság alakulása

A második negyedévben az állam EU-hiteltörlesztésének köszönhetően 20 milliárd euro alá csökkent az ország rövid lejáratú külső adóssága (21. ábra). A rövid külső adósság mérséklődése a berövidülő adósság 1 milliárd eurót meghaladó csökkenéséhez köthető, melyet csak részben ellensúlyozott az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság emelkedése. A rövid külső adósság mérséklődését elsősorban az államháztartás Európai Unióval szemben fennálló berövidülő adósságából fennmaradt utolsó részletének törlesztése eredményezte. Az államháztartás rövid külső adósságának csökkenése teljes egészében az éven belülre váló adósságállomány mérséklődéséhez köthető, míg az eredeti futamidő szerinti adósság némileg emelkedett, amiben a marginszámlák emelkedése játszott szerepet. A vállalatok rövid külső adóssága 0,3 milliárd euróval növekedett a második negyedévben, amiben nagyrészt a berövidülő adósság emelkedése játszott szerepet. A bankrendszer rövid külső adóssága nem változott érdemben – az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság emelkedését ellensúlyozta a berövidülő adósság mérséklődése.

21. ábra: A hátralévő futamidő szerinti rövid bruttó külső adósság alakulása



3.3. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása

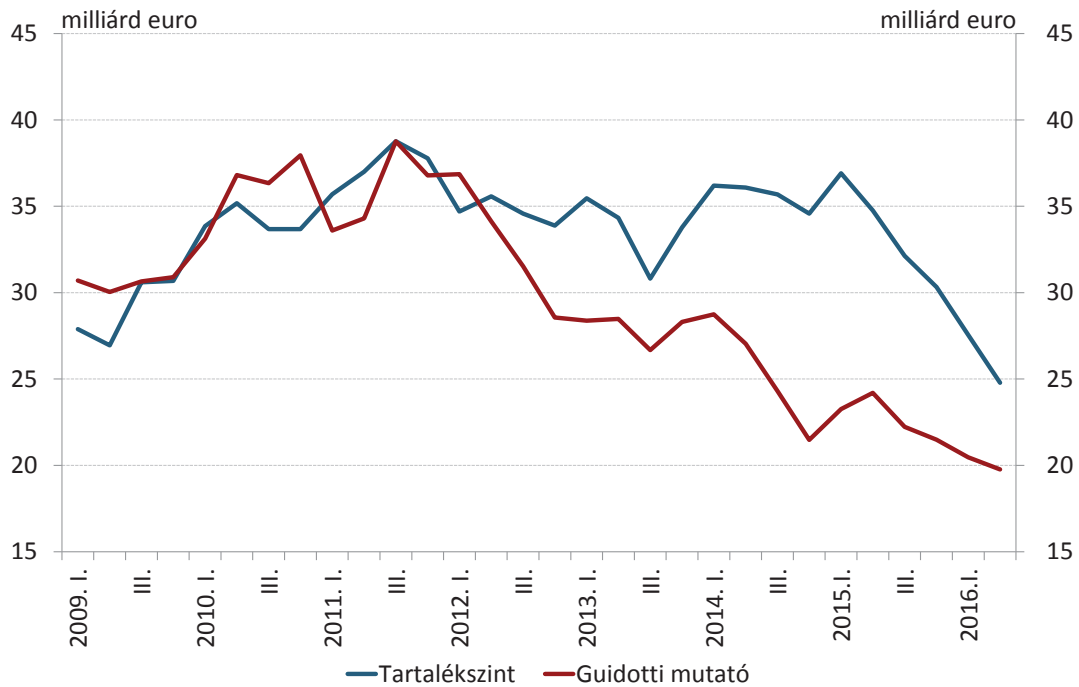
2016 második negyedében – elsősorban az ÁKK devizaadósságának törlesztése és a lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó swapeszközök lejáratára miatt – csökkent a devizatartalék. Június végén a nemzetközi tartalékok 24,8 milliárd eurót tettek ki, ami negyedéves összevetésben 2,8 milliárd eurós csökkenést jelent – ebből mintegy 2,4 milliárd euro az ÁKK devizatranszakcióihoz volt köthető. A tartalék szintjét befolyásoló legfontosabb tényezők az alábbiak:

- Az ÁKK devizatranszakciói között meghatározó szerepet játszott az Európai Bizottságtól felvett devizahitel utolsó részletének kifizetése (1,6 milliárd euro).
- Áprilisban további tartalékmérséklő tételként jelent meg egy svájci frankban denominált devizakötvény-lejárat (közel 0,2 milliárd euro), májusban pedig egy Prémium Euro Magyar Államkötvény (PEMÁK) közel 1 milliárd eurós lejáratára csökkentette a tartalékok szintjét.
- Az ellenkező irányba hatott az áprilisban megvalósult, Magyarország első renminbiben denominált kötvénykibocsátása mintegy 140 millió eurónak megfelelő összegben.
- A lakossági devizahitelek forintosításához kapcsolódó swapeszközök júniusi lejáratára további mintegy 0,8 milliárd euróval mérsékelte a devizatartalékokat.
- Az MNB programjai mellett egyéb csökkentő tételek is megjelentek, mint például az Magyar Államkincstár (MÁK) devizatranszakciói, illetve az ÁKK egyéb devizakiadásai.
- Mindezt csak részben tudta ellensúlyozni az EU-források beáramlása, az ÁKK fedezési swap ügyleteikhez kötődő mark-to-market betétjének állományváltozása, a deviza NHP egy részének lejáratára és lezárására, illetve egyes egyéb devizák euróval szembeni erősödéséből adódó ártértékelődés összesen több mint 1 milliárd eurós tartaléknövelő hatása.

A devizatartalék csökkenése mellett a rövid külső adósság szintje is mérséklődött, és a devizatartalék továbbra is érdemben meghaladja a befektetők által elvárt szintet. Bár a devizatartalék március végéhez mért csökkenése megha-

ladta a rövid külső kötelezettségállomány mintegy 0,7 milliárd eurós mérséklődését, a devizatartalék 24,8 milliárd eurós szintje továbbra is érdemben meghaladja a rövid külső adósság 19,8 milliárd eurót kitevő állományát. A devizatartalék MNB-programokhoz kötődő több mint 3 milliárd eurós változása a devizawap-lejáratok és az ÁKK negatív nettó devizakibocsátást támogató adósságpolitikája alapján előre jelezhető volt, így ez a tartalékmegfelelés vonatkozásában előre tervezett folyamat eredményeként értékelhető. Az állam EU-hiteltörlesztésének köszönhetően ezzel párhuzamosan az államháztartás rövid külső adóssága is mérséklődött, míg a vállalatok kisebb mértékben növelték rövid kötelezettségeiket. A Guidotti-mutató feletti mozgástér így hozzávetőlegesen 5 milliárd euro, ami továbbra is biztonságos szintet jelent.

22. ábra: A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és devizatartalék-állománya



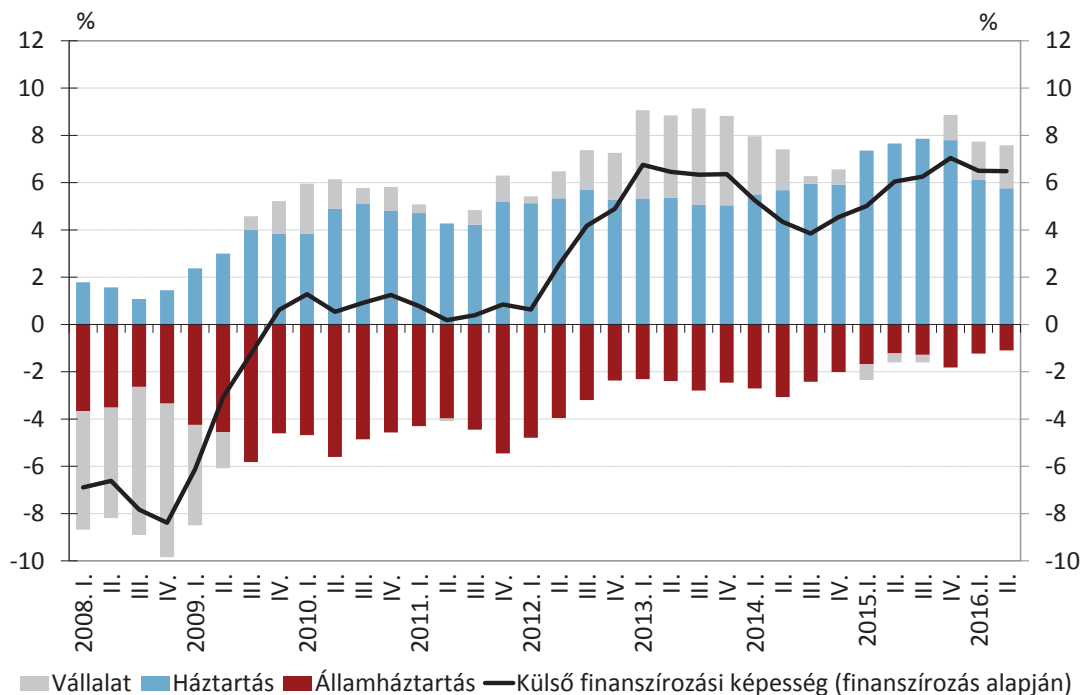
* Guidotti-mutató: a hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság.

4. SZEKTOROK MEGTAKARÍTÁSA SZERINTI MEGKÖZELÍTÉS

2016 második negyedévében a gazdaság szektorok megtakarítása szerinti finanszírozási képessége a GDP 6,5 százaléka körül stabilizálódott. Az államháztartás finanszírozási igényének további csökkenését a magánszektor nettó megtakarításának enyhe mérséklődése ellensúlyozta. A háztartások csökkenő négy negyedéves nettó pénzügyi megtakarítását főként a devizahitelek elszámolásának egyszeri megtakarításnövelő hatásának kiesése magyarázza, míg a vállalatoknál a korábbinál visszafogottabb EU-transzfer felhasználás mérsékelte a jövedelmek bővülését, ami a finanszírozási képesség csökkenésével járt. A lakosság továbbra is jellemzően állampapírban köti le új megtakarításait, ami a korábbi negyedévekhez hasonlóan jelentősen támogathatta az állam külső forrásainak csökkenését.

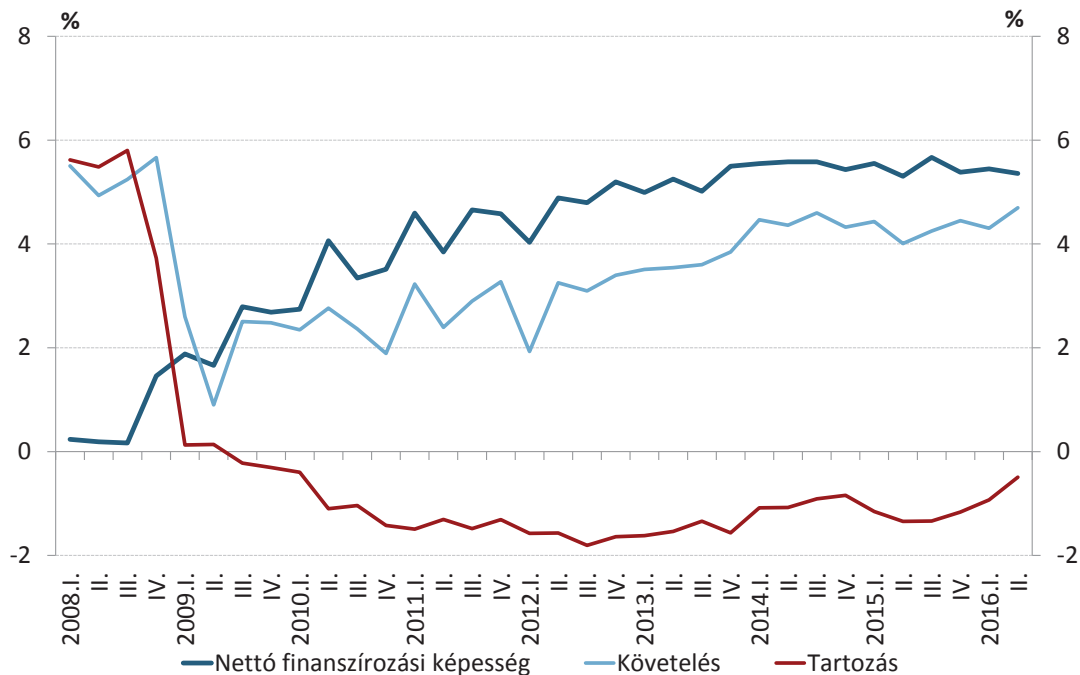
A második negyedévben a gazdaság négy negyedéves finanszírozási képessége a GDP 6,5 százaléka körül stabilizálódott, ami a magánszektor finanszírozási képességének csökkenése, illetve az állam finanszírozási igényének historikus mélypontra való mérséklődése mellett alakult ki (23. ábra). Az államháztartás alacsony hiánya a bevételi oldalon elsősorban a bővülő foglalkoztatás és bérek, illetve a növekvő fogyasztás hatására növekvő adóbevételekre vezethető vissza. Emellett érdemi bevételnövelő hatása volt a fehéredést célzó intézkedéseknek és a növekedési adóhitelnek is. A kiadási oldalon a tovább csökkenő kamatkidadások és az alacsonyabb EU-transzfer önrész szintén a kedvezőbb finanszírozási igény irányába hatottak. A háztartási szektor mérséklődő finanszírozási képességét főként a devizahitelek elszámolásához kötődő egyszeri, megtakarításokat növelő hatás kiesése magyarázza.

23. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége (négy negyedéves GDP-arányos értékek)



A háztartások szezonálisan igazított nettó megtakarítása az alapfolyamatok szerint a GDP 5 százaléka felett stabilizálódott, ami az emelkedő nettó hitelfelvétel és eszközfelhalmozás együttes eredménye. A növekvő jövedelmek hatására a lakosság megtakarításhoz való hozzáállása változóban van. Bár a lakosság továbbra is nettó hiteltörlesztő, a növekvő fogyasztással összefüggésben a hitelfelvétel lassú emelkedésnek indult. Ezzel párhuzamosan a feszesedő munkapiac hatására növekvő bérek és foglalkoztatás a pénzügyi eszközök emelkedését eredményezték. Az elmúlt hónapokban enyhén emelkedő trendet mutató ingatlanhitel-felvétel szintén a pénzügyi eszközök emelkedése irányába hatott, mivel a hitelből vásárolt használt lakások ellenértéke az eladó háztartásoknál jellemzően pénzügyi eszközként jelent meg.

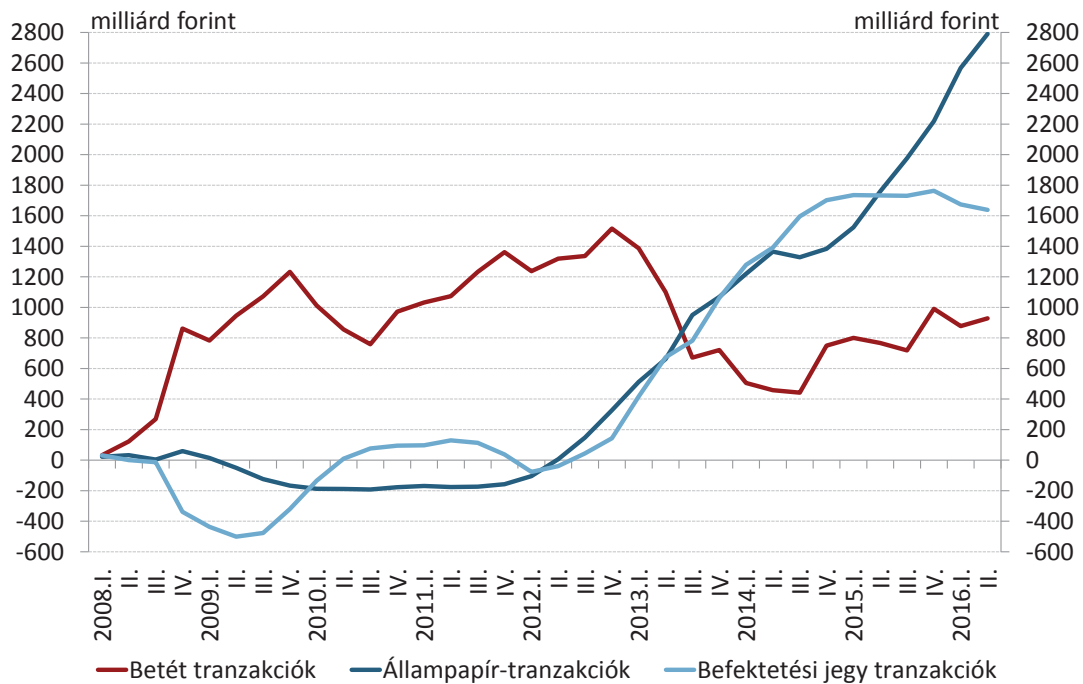
24. ábra: A háztartások finanszírozási képességének alapfolyamata*
(szezonálisan igazított GDP-arányos adatok)



*A lakosság korrigált pénzügyi megtakarítása nem tartalmazza a végtörlesztés, a reálhozam-kifizetés, valamint a csődbe ment takarékszövetkezetek betéteseinek kártalanításához kötődő, megtakarításokat növelő tranzakciókat, illetve a devizahiteles elszámolás és forintosítás becsült hatását.

A háztartások állampapír-állományának emelkedése az elmúlt években jelentős részben finanszírozta az államháztartás hiányát, ami hozzájárult az állam külső adósságának folyamatos csökkenéséhez. A második negyedévben a háztartások állampapír-megtakarításai továbbra is gyors ütemben emelkedtek. A megelőző években az egyre csökkenő banki hozamokra visszavezethetően a lakosság egyre csökkentette banki betéteit, miközben a hozamprémiumot kínáló értékpapír-megtakarítások emelkedtek. A közelmúltban viszont a befektetési jegyek bővülése megállt, ami a lakosság által figyelt egyre kevésbé vonzó visszatekintő hozamokkal volt összefüggésben. A pénzügyi és kötvényalapok relatív alacsony hozamai a stabilan alacsony kamatkörnyezettel magyarázhatók. Bár az ingatlanalapok a második negyedévben is tovább emelkedtek, összességében a befektetési alapok állománya tovább mérséklődött a második negyedévben. Az ÁKK a második negyedévben tovább csökkentette a lakossági papírok kamatait, a továbbra is jelentős hozamkülönbség az állampapír-megtakarítások irányába terelte a lakosságot. A második negyedévben ennek megfelelően jelentősen emelkedett a lakossági állampapír-állomány, a negyedév végén már meghaladta a 3700 milliárd forintot. Mindeközben a lakosság betétállománya nem változott érdemben.

25. ábra: A háztartási eszközök kumulált tranzakciói



A második negyedévben folytatódott a vállalatok GDP-arányos banki hiteleinek csökkenése, miközben a betétállomány szinten maradt. A vállalatok GDP-arányos banki hitelállománya tovább mérséklődött a második negyedévben, ami elsősorban a devizahiteleket érintette. A csökkenő EU-transzferek elmaradó jövedelemnövelő hatásával összhangban a vállalatok betétállománya nem változott érdemben. A második negyedévben tehát a vállalatok összességében mind a külföldi, mind a belföldi (banki) szereplők felé csökkentették eladósodottságukat.

5. KIEMELT TÉMA: A KÜLFÖLDI TULAJDONÚ VÁLLALATOK JÖVEDELMÉNEK ALAKULÁSA

A jelentés kiemelt témája a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmének alakulása 2015 során. A beérkezett vállalati kérdőívek alapján 2015-ben tovább, a GDP közel 7 százalékára nőtt a külföldi tulajdonú vállalatok profitja a fizetési mérlegben, ami a válságot megelőző éveknél is magasabb profitot jelez. A növekvő megtermelt jövedelemből a vállalatok egyaránt növelték osztalékfizetésüket és újrabefektetett jövedelmüket is. A jövedelemnövekedés az ágazatok széles körére jellemző volt, azonban néhány ágazatban különösen nagy mértéket öltött. A profit elmúlt években megfigyelt bővülésének több mint fele mindössze három ágazathoz volt köthető, amit tovább erősített, hogy 2015 során a profit emelkedésében jelentős szerepe volt egy multinacionális vállalat kiugróan nagy jövedelmének is. A jövedelemegyenleg hiányát emellett az is növelte, hogy a hazai tulajdonban lévő külföldön működő vállalatok jövedelmezősége 2015-ben mérséklődött. A külföldi tulajdonú vállalatok profitjával kapcsolatban fontos tudni, hogy a fizetési mérlegben nem a vállalatok adózott eredménye jelenik meg, hanem az egyedi tényezőktől és ártértékelődéstől szűrt (COPC-korrekció), „normál üzletmenet” szerinti eredmény. A vállalatok – korrekciók nélküli – adózott eredménye 2015-ben a GDP több mint 6 százalékával haladta meg a fizetési mérlegben megfigyeltet, ami egy multinacionális vállalat egyik üzletágának értékesítéséhez köthető. Nemzetközi összehasonlításunk azt mutatja, hogy míg korábban a Magyarországon működő külföldi vállalatok megtérülése elmaradt a régiós országoktól, addig a 2015-ös jövedelememelkedéssel már elérte a régiós szintet, miközben az újrabefektetett jövedelem aránya továbbra is meghaladta a többi visegrádi országban megfigyeltet.

5.1. Bevezetés

Kiemelt témánkban a vállalati jövedelmekről beérkező kérdőívek alapján, a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok 2015-ös jövedelmezőségét, valamint a magyar tulajdonú külföldön működő vállalatok profitját mutatjuk be. A fizetési mérlegben a tárgyévét követő szeptemberi adatközlésig a külföldi tulajdonú vállalat jövedelmére vonatkozó adatok becsléseken alapulnak, amit a szeptemberi adatközléskor vált fel a vállalatok kérdőívei alapján számított tényadat.⁶ Ezért a szeptemberi adatközléskor aktuális alaposabban is áttekinteni a külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmezőségét. A jelenlegi adatközlésben a jövedelemegyenlegben szereplő nettó profit szempontjából fontos tényadatok meghaladták az előzetes becslést, ami részben egyedi hatásokra vezethető vissza, részben pedig a magyar tulajdonban lévő külföldi vállalatok alacsonyabb jövedelmezőségét jelzi. Érdemes felhívni a figyelmet arra, hogy a fizetésimérleg-statisztika a vállalatok normál üzletmenethez kapcsolódó eredményét tartalmazza, és az adózott eredményből kiszűri az egyszerűnek tekintett eredménytégeket. Míg a válság óta eltelt években ezek a tételek jellemzően csökkentették a vállalatok nyereségét – vagyis a vállalatok adózott eredménye egyedi tételek miatt alacsonyabb volt, mint a normál üzletmenet szerinti –, addig ez a jelenség 2015-ben megfordult. Tavaly a vállalatok adózott eredménye jelentősen meghaladta a normál üzletmenet szerinti eredményt – vagyis jelentős, nem normál üzletmenethez köthető profitot realizáltak. A fejezet felépítését tekintve, először áttekintjük a külföldi tulajdonú vállalatok és bankok jövedelmi helyzetét, majd megvizsgáljuk a 2015-ös jövedelemnövekedés hátterét. Ezt követően összehasonlítjuk a vállalatok normál üzletmenet szerinti, valamint adózott eredményét. Végül régiós, majd európai uniós összehasonlításban is elemezzük a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok profitjának alakulását.

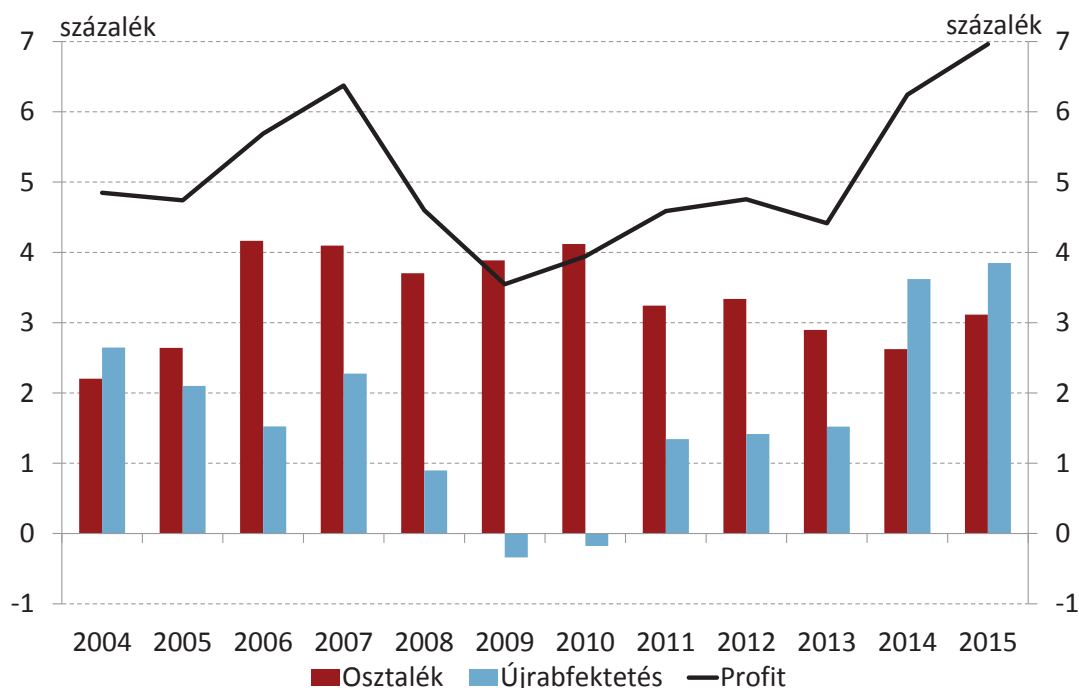
5.2. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelme a fizetési mérlegben

2015-ben a GDP közel 7 százalékára emelkedett a külföldi tulajdonú vállalatok profitja, ami meghaladja a válság előtti években megfigyeltet – azonban míg korábban ennek nagyobb részét osztalékként hazautalták, addig az elmúlt években a jövedelem nagyobb részét fektették be újra Magyarországon. A külföldi vállalatok nyeresége a válság első éveiben a GDP 6 százalékáról 4 százalék alá csökkent, ami közel változatlan osztalékfizetés mellett az újrabefektetett jövedelmek jelentős csökkenése mellett valósult meg. Az újrabefektetések jelentős csökkenése összefüggésben állhatott a válság következményeivel: egyrészt a vállalati beruházások a növekedési kilátások visszaesése miatt érdemben csökkentek, másrészt a válságot követően megnőtt bizalmatlanság és a hitelezési hajlandóság csökkenése mellett az anyavállalatoknak jelentős volt a forrásigénye. 2014 és 2015 során a vállalati beruházások növekedésében az EU-források bővülő felhasználása mellett jelentős szerepe lehetett a külföldi tulajdonú vállalatok emelkedő újrabefektetésének is. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmezőségének emelkedéséhez az utóbbi két évben az olajárcsök-

⁶ Magyarország fizetésimérleg- és külfölddel szembeni befektetésipozíció-statisztikái, MNB (2014)

kenés is hozzájárult. A profit emelkedése 2015-ben is folytatódott, bár az előző évhez képest lassult. A külföldi tulajdonú vállalatok profitja így 2015-ben a GDP közel 7 százalékára emelkedett, aminek nagyobb részét továbbra is visszaforgatták. A külföldi vállalatok eredményének jelentős része (több mint 90 százaléka) a nem pénzügyi vállalati szektorhoz köthető. Ennek profitja 2015 során tovább emelkedett, míg a külföldi bankok profitja enyhén mérséklődött, így a profit emelkedése a nem pénzügyi vállalatok javuló eredményességét tükrözi.

26. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok Magyarországon megtermelt jövedelmének felhasználása⁷ (a GDP arányában)

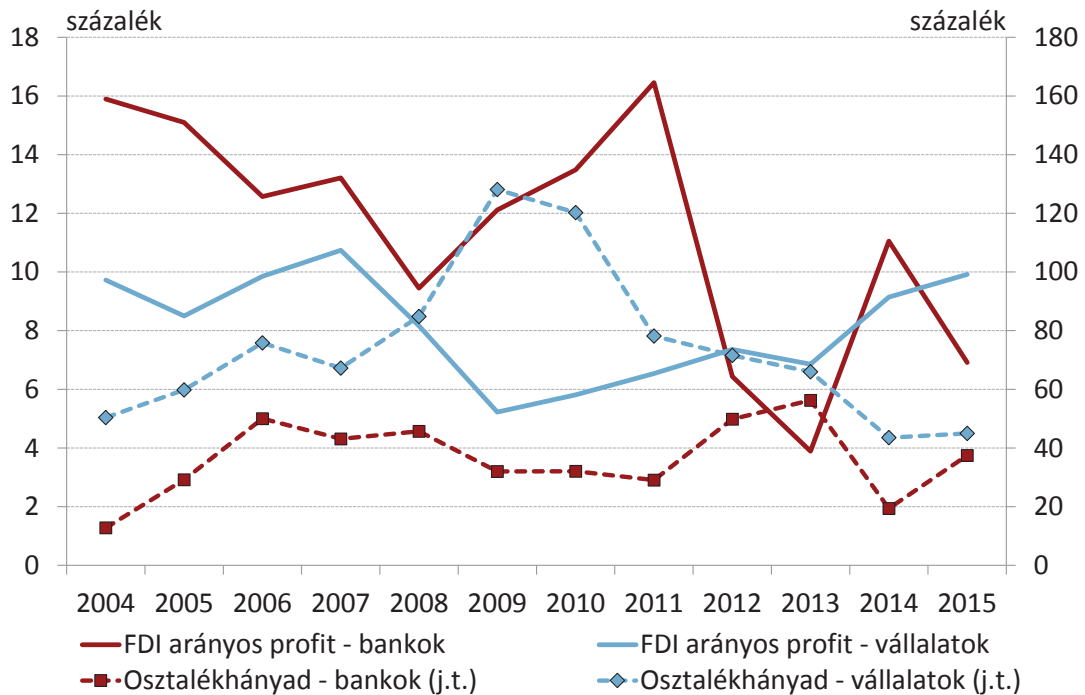


5.3. A bankok és nem pénzügyi vállalatok jövedelmezőségének összehasonlítása

A válság előtti évekkel szemben a vállalatok profitrátája 2015-ben újra a banki fölé emelkedett, amiben a banki profit normál tételek szerinti mérséklődése is szerepet játszott. A vállalatok és bankok osztalékhiánya továbbra is alacsony. A befektetett tőke arányos profitokra a válság előtt az volt a jellemző, hogy a bankok profitja meghaladta a nem pénzügyi vállalatok által megtermeltet. Ez az összefüggés a válság első éveiben is fennmaradt, azonban a banki profit 2012–2013 során megfigyelt visszaesésével ez megváltozott. Habár a banki profit 2014-ben ismét a vállalati fölé emelkedett, azonban 2015 során mérséklődött, míg a vállalati profit tovább emelkedett. Ennek eredményeképpen a külföldi tulajdonban lévő nem pénzügyi vállalatok a befektetett tőke arányában több profitot termeltek, mint a bankok (27. ábra). A banki profitokra mérséklőleg hathatott az „etikus bankrendszer” szabályainak 2015-ös bevezetése. Az osztalékhiány továbbra is alacsony, ami a nem pénzügyi vállalatok változatlan és a bankok emelkedő osztalékhiánya mellett alakult ki. A nem pénzügyi vállalatok továbbra is jelentős újrabefektetése arra utalhat, hogy a válságot követő évekhez képest javultak Magyarország hosszabb távú növekedési kilátásai, és ezért érdemes lehet a megtermelt profitot újra Magyarországon befektetni. A banki osztalékhiány emelkedése azzal állhat összefüggésben, hogy a bankok a 2014-es – döntően az elszámoláshoz köthető – veszteségeket követően nyereségesek voltak 2015-ben, ami kisebb pótlólagos tőkeigényt, így a jövedelmek kisebb újrabefektetését tette szükségessé.

⁷ Érdemes megjegyezni, hogy az idősorokban elemzési szempontokból törést jelent, hogy 2008-tól kezdve a profit (és így maradékelven a jövedelmek újrabefektetése) csak a normál üzletmenet szerinti eredményt tartalmazza. Ugyanakkor feltételezhető, hogy a nem normál üzletmenethez kapcsolódó eredménytétel a válságot követően emelkedhetett meg, így a vélhetően a korábbi időszakokkal is összehasonlítható marad az idősor. További törést jelent, hogy 2013-tól a külföldi profitból kiszűrésre kerül a kiugró osztalék, ami ezt követően nem osztalékfizetésként, hanem részesedécsökkenésként kerül elszámolásra, így befolyásolja a vállalati profit felosztását az osztalékfizetés és az újrabefektetés között.

27. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok profitja Magyarországon



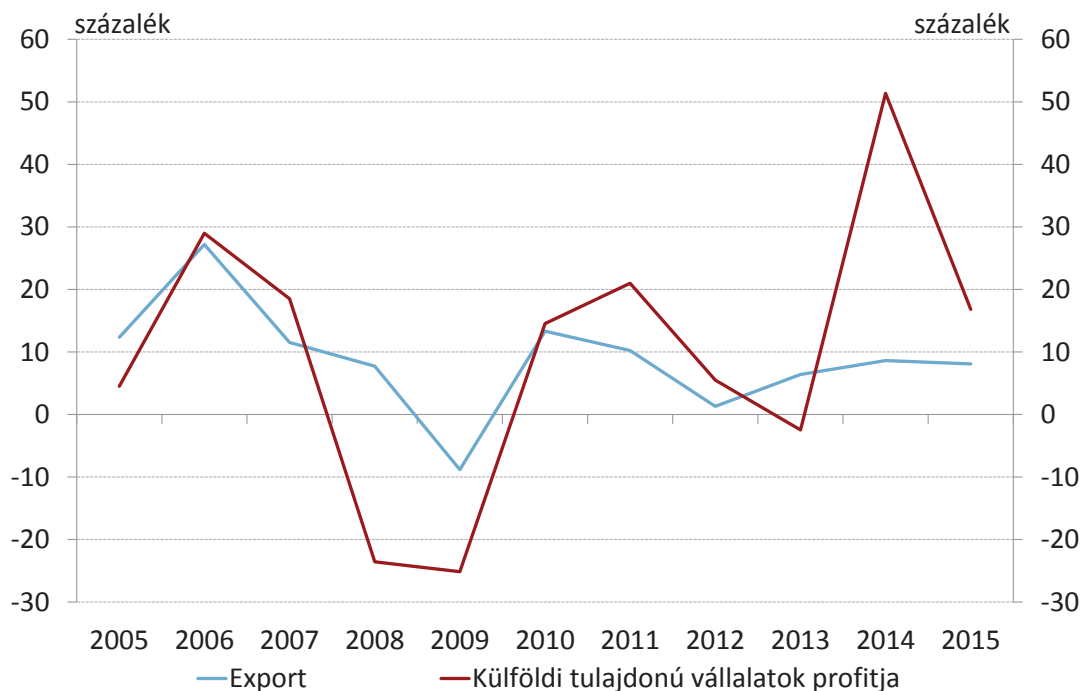
Megjegyzés: A vállalati szektor 2015-ös profithányada az éves átlagos állományból számított érték.

5.4. Mi áll a profitnövekedés hátterében?

A külföldi vállalatok profitbővülése – a korábbi évekkel szemben – 2015-ben is elszakadt az exportbővülés dinamikájától, amiben egyedi vállalati hatások is szerepet játszottak. A külföldi tulajdonú vállalatok jelentős része a külkereskedelemben aktív, exportra termel, ezért indokolt az exportteljesítményből következtetni a jövedelmezőség alakulására. 2014-ben egyedi hatások és összetételhatás miatt is az exportbővülést jelentősen meghaladó mértékben növekedett a vállalatok profitja.⁸ Ebben szerepe lehetett egy külföldi tulajdonú nagyvállalatnak is, amelynek exportbevétele 50 százalékkal, a 2014-es 1000 milliárd forintról 2015-re 1500 milliárd forintra emelkedett. 2015-ben lassult, de folytatódott a profit emelkedése, és továbbra is meghaladta az export dinamikáját (28. ábra). Ez feltételezhetően azzal magyarázható, hogy ezt a jelentős exportforgalmat lebonyolító ágazatot külföldi tulajdonos részére értékesítették. Így az export várható további bővülése mellett ennek az üzletágnak a kiesése azzal járhat, hogy a külföldi tulajdonú vállalatok profitja továbbra is magas lesz, de 2015-höz képest enyhén mérséklődik.

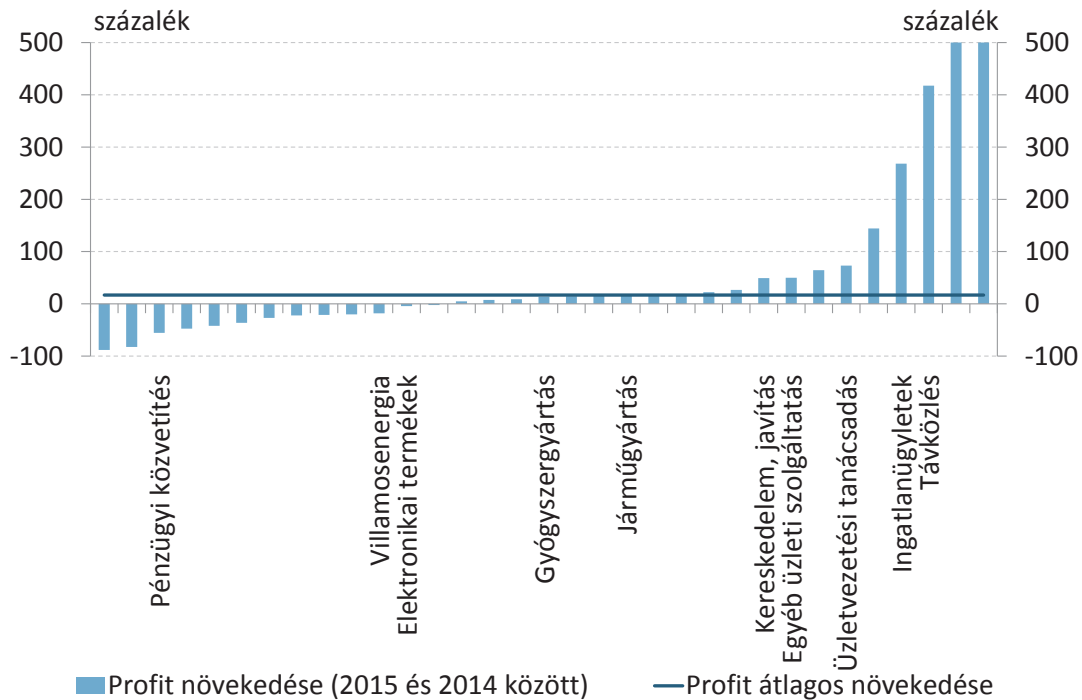
⁸ Részletesebben lásd a 2015. szeptemberi Fizetési mérleg jelentést.

28. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok profitja és az export alakulása (éves növekedési ütemek)



A külföldi tulajdonú vállalatok profitjának emelkedése számos ágazatban megfigyelhető volt, míg néhány nagyobb súlyú ágazatban kiugróan nagy mértékű növekedés volt megfigyelhető. A külföldi tulajdonú vállalatok profitja 2015-ben mintegy 17 százalékkal emelkedett. Számos nagyobb méretű (2 milliárd eurónál több közvetlentőke-befektetéssel rendelkező) ágazatban figyelhetünk meg bővülést: a feldolgozóiparon belül a járműgyártás és a gyógyszergyártás az előző évhez hasonlóan tovább bővült. A szolgáltatások között kiemelendő a távközlés, ahol a profit közel négyszeresére emelkedett, valamint az üzletvezetési tanácsadás, illetve az egyéb üzleti szolgáltatások, ahol a profit összesen több mint 200 milliárd forinttal emelkedett. A kereskedelem, javítás ágazatban a szolgáltatók széles körében szintén nőtt a profit. Ezek hatását mérsékelte, hogy az ágazatok közel harmadában csökkent a külföldi vállalatok nyeresége, ezek azonban jellemzően kisebb súlyt képviselnek a közvetlentőke-befektetések között, így csak kisebb mértékben fogta vissza a növekedést (29. ábra).

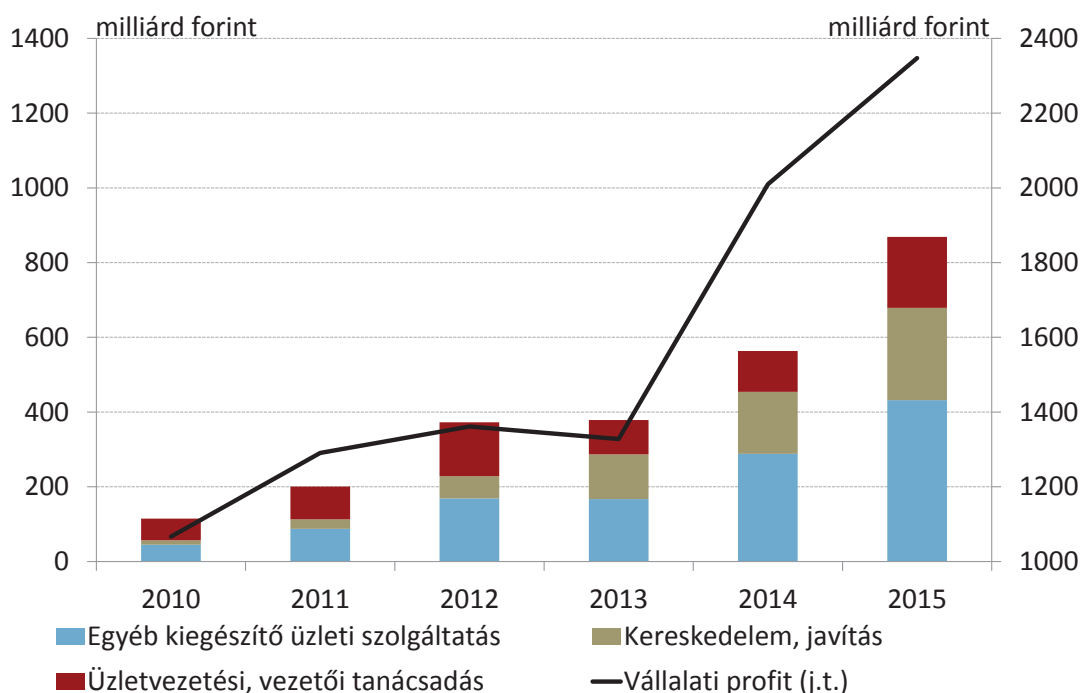
29. ábra: A külföldi vállalatok egyes ágazatokban elért nyereségének növekedése 2015-ben



A 2 milliárd eurónál nagyobb FDI-állománnyal rendelkező ágazatokat nevesítettük. A 2014-ben negatív profitot elért ágazatoknál korrigáltunk.

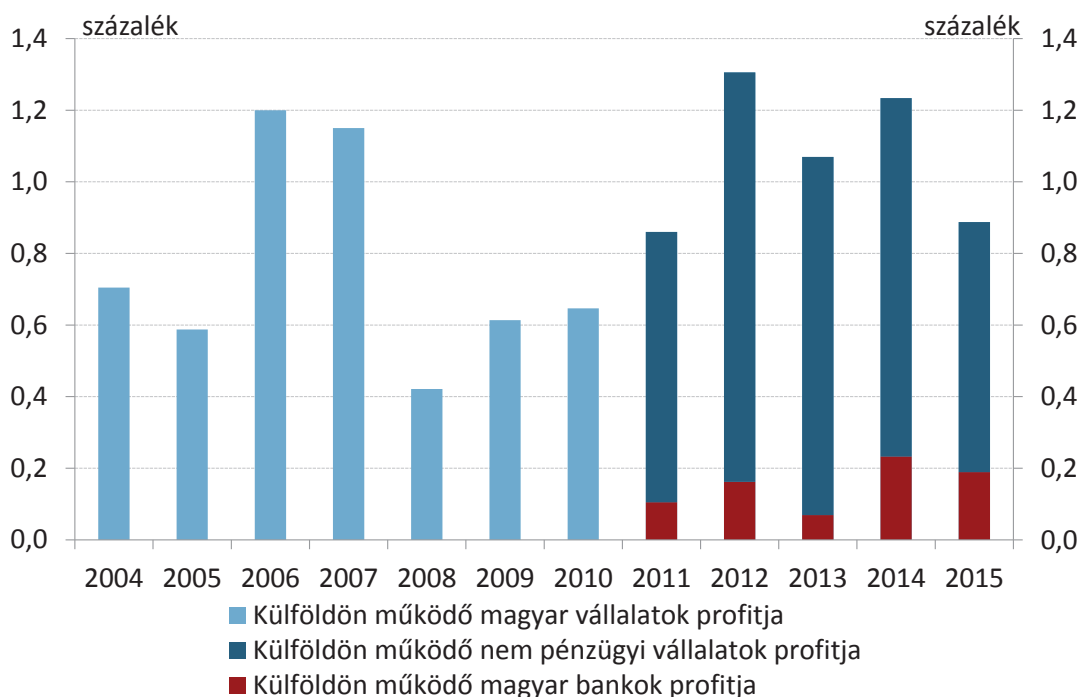
Ágazati szinten áttekintve is elmondható, hogy az elmúlt években végbement profitemelkedés jelentős része néhány ágazatra koncentrálódott. A külföldi vállalatok profitja az elmúlt két év során mintegy 1000 milliárd forinttal emelkedett, míg 2010 óta a bővülés mértéke megközelíti az 1300 milliárd forintot. Három ágazat (egyéb kiegészítő üzleti szolgáltatás; kereskedelem, javítás; üzletvezetési, vezetői tanácsadás) profitját megvizsgálva elmondható, hogy profitjuk 2010 óta mintegy 750 milliárd forinttal emelkedett. Vagyis a három ágazat a külföldi tulajdonban lévő vállalatok teljes profitnövekményének több mint felét adja.

30. ábra: Három kiemelt ágazat jövedelmének és az összes külföldi vállalat jövedelmének alakulása



A fizetési mérlegben szereplő nettó profitegyenleg hiányának emelkedéséhez a külföldön működő magyar tulajdonú vállalatok alacsonyabb külföldi eredménye is hozzájárult. A fizetési mérleg egyenlegében szereplő profitegyenleg nemcsak a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok profitját, de a külföldön működő magyar tulajdonban lévő cégek eredményét is figyelembe veszi. Ezen cégek eredménye 2014 és 2015 között mérséklődött, ami szintén a profitegyenleg hiányát növelte. A külföldön működő magyar háttérű cégek alacsonyabb jövedelmezőségében szerepe lehetett a környező országokban tapasztalt geopolitikai feszültségeknek, valamint az orosz gazdaság 2015-ös visszaesésének is. A kifizetések mérséklődő profitja főként a külföldön működő nem pénzügyi vállalatokhoz kötődött, ami mellett a magyar háttérrel rendelkező leánybankok profitja kisebb mértékben csökkent. Összességében tehát, míg a Magyarországon tevékenykedő külföldi tulajdonú cégek profitja nőtt, addig a külföldön tevékenykedő magyar tulajdonú vállalatok profitja csökkent.

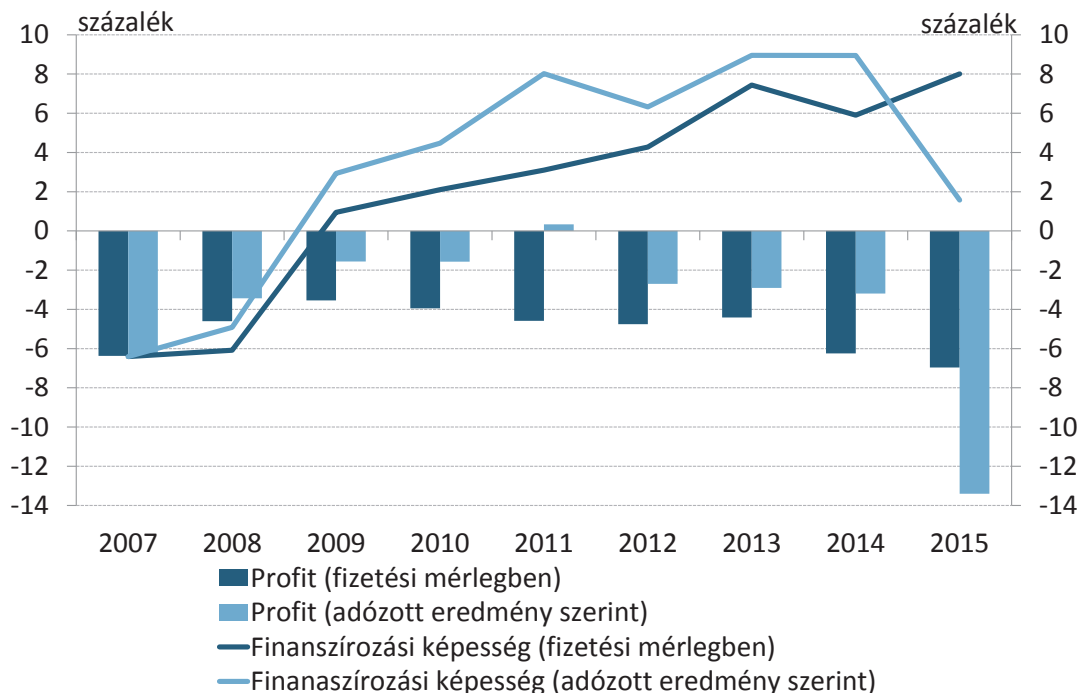
31. ábra: A külföldön működő magyar tulajdonú vállalatok profitja (a GDP arányában)



5.5. A külföldi tulajdonú vállalatok adózott eredménye

2015-ben a korábbi évekkel ellentétben a vállalatok adózott eredménye – döntően egy cég üzletágának értékesítése miatt – jóval magasabb volt, mint a fizetési mérlegben megjelenő „normál üzletmenet szerinti” jövedelem. Így a vállalatok profitja az adózott eredmény alapján nagyobb mértékű, mint ami a fizetési mérlegben megjelenik. A fizetési mérlegben a külföldi tulajdonú vállalatok normál üzletmenethez kapcsolódó tételek szerinti eredménye kerül bemutatásra,⁹ ami az egyedi hatások nélküli, alapfolyamatokat jobban megragadó eredményt jelenti. A közelmúltban ilyen egyszeri hatásokat jelentettek a vállalatoknál például az árfolyam átértékelődése miatti veszteségek, vagy a hitelintézeteknél a kedvezményes árfolyamon végrehajtott végtörlesztés, vagy a lakossági hitelekhez kapcsolódó elszámolások. Mivel a nem normál üzletmenethez tartozó tételek a válság óta jellemzően csökkentették a vállalatok profitját, így ezen tételek kiszűrése a fizetésimérleg-statisztikában magasabb jövedelemhez, így a jövedelemegyenleg nagyobb hiányához és a vállalatok adózott eredményéhez képest kisebb kimutatott finanszírozási képességhez vezetett (32. ábra). Ezzel szemben 2015-ben jelentős részben egy multinacionális vállalat egyik üzletágának értékesítése miatt egyszeri¹⁰ – nem normál üzletmenethez kötődő – nyereség keletkezett a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatoknál. Ennek hatására a vállalatok adózott profitja a korábbi években tapasztaltnál jelentősen nagyobb lett, aminek következtében a normál üzletmenet szerinti korrekciós tétel is előjelet váltott. Vagyis a külső finanszírozási képesség a vállalatok adózott eredménye alapján számolt jövedelemegyenleg alapján jelentősen mérséklődött volna. Ez az adózott eredmény szerinti alacsonyabb finanszírozási képesség ugyanakkor a finanszírozási oldalon a közvetlítőke-befektetések (a jövedelmek nagyobb újrabefektetéséhez kapcsolódó) emelkedésében tükröződne.

32. ábra: A normál üzletmenet szerinti és az adózott eredmény szerinti profit*, és finanszírozási képesség (a GDP arányában)



* A vállalatok által megtermelt profitot negatív előjellel szerepeltetjük, hogy a fizetési mérleg jövedelemegyenlegével konzisztens legyen az ábrázolás.

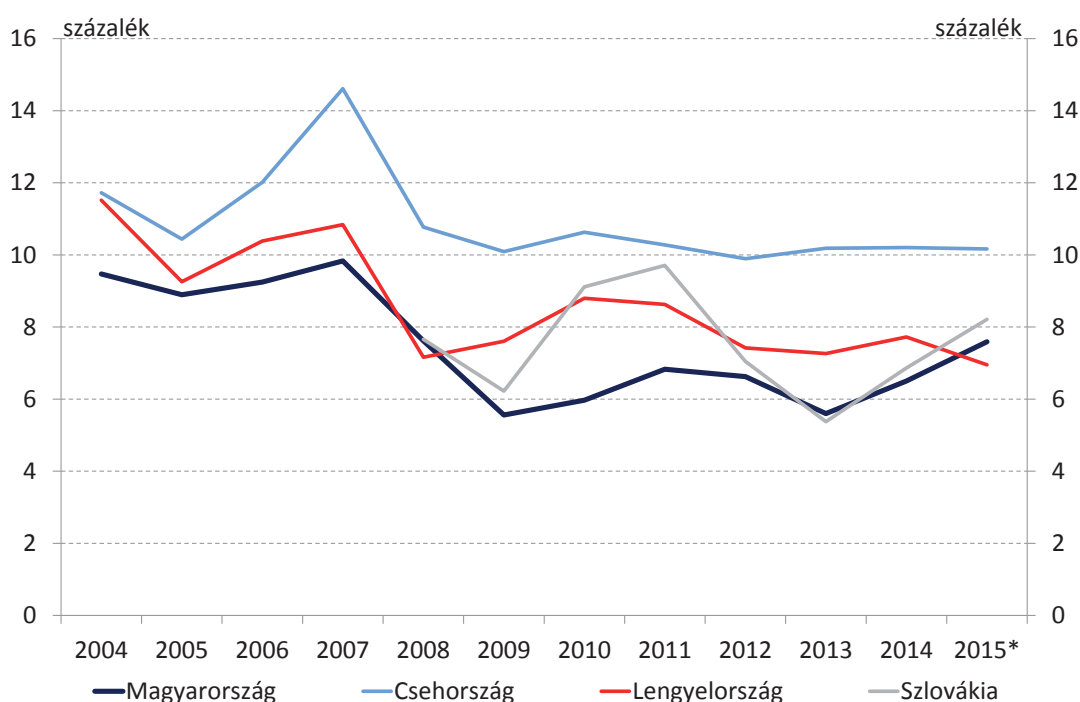
9 Magyarország fizetésimérleg- és külfölddel szembeni befektetésipozíció-statisztikái, MNB (2014)

10 Részletesebben lásd „A fizetési mérleg alakulása a 2016. I. negyedéves adatok alapján” című sajtóközleményt.

5.6. Nemzetközi összehasonlítás

A magyarországi közvetlentőke-befektetések megtérülése 2013 óta emelkedik, így – Lengyelországot megelőzve – felzárkóztunk a régiós átlaghoz (33. ábra). A magyarországi közvetlentőke-befektetések (FDI) megtérülését érdemes a hasonló adottságokkal rendelkező régiós országok viszonylatában vizsgálni. A külföldi vállalatok tőkearányos profitja a válság kitörése után a régió minden országában csökkent, és mindvégig Magyarországon volt a legalacsonyabb,¹¹ míg Csehországban – az Európai Unió többi országát megelőzve – az egységnyi közvetlentőke-befektetésen realizált profit – tartósan 10 százalék közelében maradván – a legmagasabb szintet érte el. A magas cseh érték az elmúlt években nem változott, azonban Magyarországon a külföldi vállalatok tőkearányos profitja mintegy 2 százalékponttal emelkedett 2013 és 2015 között, amivel hazánk megelőzte Lengyelországot, és elérte a régióra jellemző átlagot. Ebben az időszakban nemcsak hazánkban, hanem Szlovákiában is érdemi bővülés volt tapasztalható. Érdemes megjegyezni, hogy a nyugat-európai fejlettebb gazdaságokban 3 százalék körül alakult az FDI-állományon elért nyereség, ami jelentősen elmarad a régiós átlagtól.

33. ábra: A közvetlentőke-befektetések megtérülése
(az FDI-állományon elért profit FDI-állományarányos értéke)



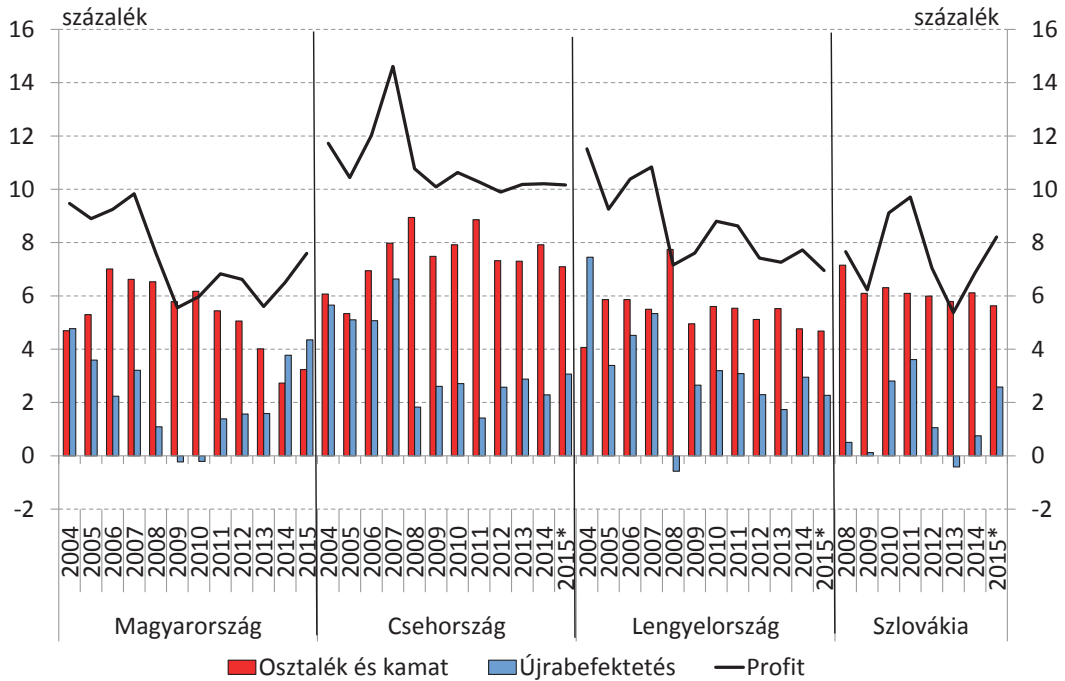
Forrás: Eurostat. *A régiós országokban a 2015-es érték vélhetően csak becslés.

2015-ben a Magyarországon működő külföldi vállalatok profitjuk több mint felét újra befektették, ami a visegrádi országok között kiugróan magasnak számít (34. ábra). A régióban működő külföldi vállalatok a válság utáni profitcsökkenésre leginkább az újrabefektetések visszafogásával reagáltak, ennek köszönhetően osztalék- és kamatfizetésük – ami érdemben meghaladja újrabefektetett jövedelmüket – viszonylag stabilan alakultak. Magyarországon ezzel szemben 2010–2014 között fokozatosan mérséklődött az osztalék- és kamatfizetések aránya, miközben a régióban tapasztalt legmagasabb szintre emelkedett az FDI-arányos újrabefektetett jövedelem¹². 2015-ben Magyarországon a külföldi vállalatok megemelkedett profitja az osztalékfizetések, illetve az újrabefektetések együttes növekedésében csapódott le. Annak ellenére, hogy 2015-ben a régió minden országában emelkedett a külföldi vállalatok nyeresége, ez csak hazánkban és Szlovákiában járt együtt az újrabefektetett jövedelem emelkedésével.

11 A Magyarországon működő vállalatok régiósnál alacsonyabb profitjához több tényező is hozzájárulhat. Egyrészt az átfolyó tőkének jelentős hatása lehet a profitadatokra Magyarországon, másrészt a kiugró osztalékok szűrése csökkenti is a vállalati profitot. Végül az alacsonyabb profitban a COPC-korrektio hatása is tükröződhet.

12 A profit arányos újrabefektetett jövedelmeket növelheti a kiugró osztalékok kezelése is, mivel a profit mérséklésén keresztül a profit arányában növeli az újrabefektetett jövedelem szerepét, míg az osztalékét csökkenti. Így ennek is szerepe lehet a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok profit arányában magasabb újrabefektetéséhez.

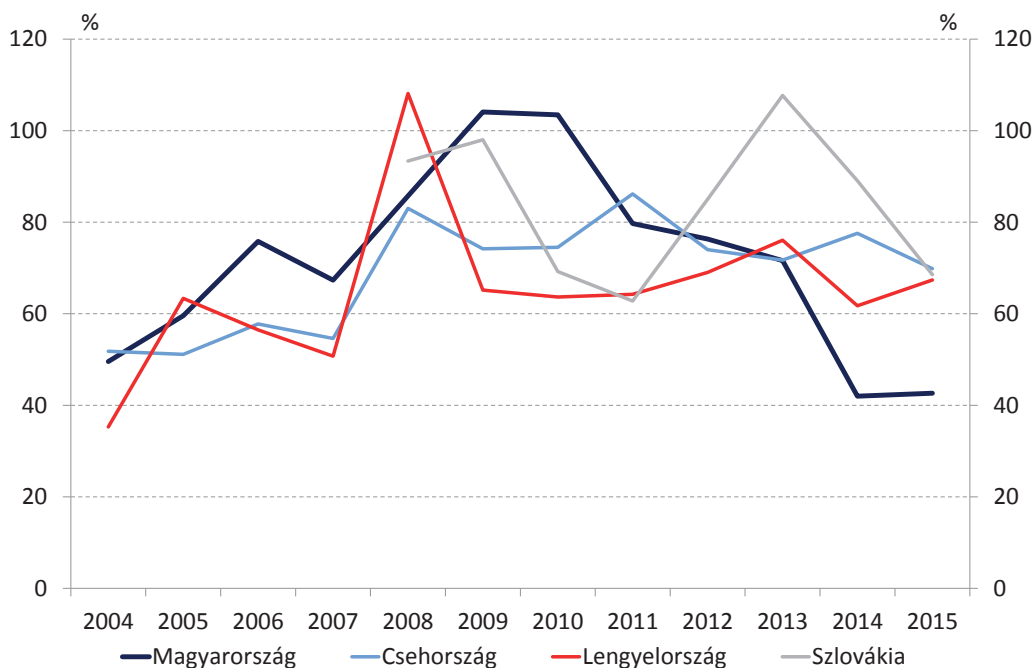
34. ábra: A közvetlentőke-befektetések jövedelmeinek felbontása a régiós országokban (az FDI arányában)



Forrás: Eurostat. A régiós országokban a 2015-es érték még vélhetően csak becslés. Szlovákiára 2008-tól kezdődően áll rendelkezésre adat.

A profitarányos osztalékfizetés Magyarországon az előző évi alacsony szinten maradt 2015-ben, ami továbbra is érdemben elmarad a régióban tapasztalt szinttől. A válság előtti években a régióhoz képest magas volt Magyarországon az osztalékfizetési hányad, ami a válság éveiben tovább emelkedve meghaladta a vállalatok teljes profitját. A válság utáni években a jövedelemarányos tőke kivétel fokozatosan csökkent, 2014-ben már jóval elmaradt a régiós átlagtól. 2015-ben Csehország, Lengyelország és Szlovákia profitarányos osztalékfizetése egyaránt 75 százalék közelében alakult, míg Magyarországon 50 százalék alatt maradt. A visegrádi országok közül tehát csak Magyarországon haladja meg az újrabefektetett jövedelem aránya az osztalékfizetési hányadot, ami a magasabb közvetlentőke-befektetésen keresztül pozitívan befolyásolhatja a növekedési kilátásainkat.

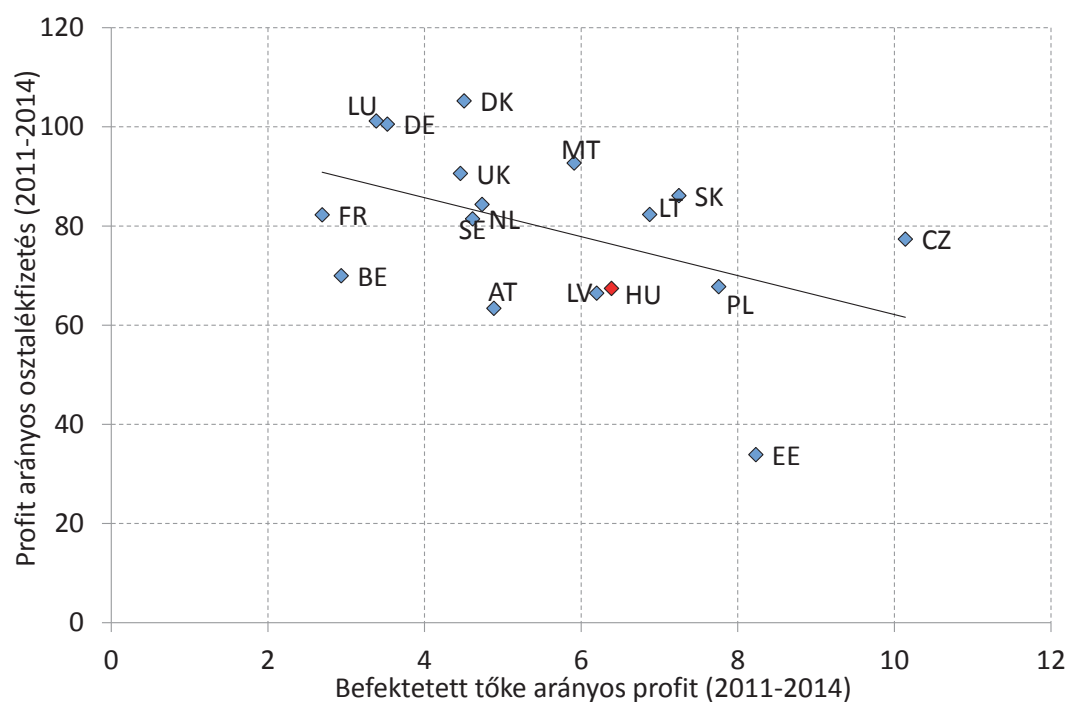
35. ábra: Osztalékfizetések a teljes profithoz képest



Forrás: Eurostat.

Az Európai Unióhoz 2004-ben csatlakozott országokban a külföldi vállalatok jellemzően magasabb profitot realizálnak, amihez általában alacsonyabb arányú osztalékfizetés párosul. Az Unióhoz újonnan csatlakozó kelet-közép-európai országokban a külföldi tulajdonú vállalatok profitrátája magasabb, mint a nyugat-európai országokban. Ez a különbség a felzárkózó, tőkeszegényebb gazdaságok által kínált magasabb határhasznból adódik, mely a külföldi működő tőke számára attraktívá teszi ezeket az országokat. Ezekre az országokra az is igaz, hogy a külföldi vállalatok nagyobb arányban fektetik be újra a megtermelt jövedelmüket. Ahogy az ábrán is megfigyelhető, a 2011–2014-es időszak átlagában a külföldi vállalatok Magyarországon elért befektetett tőke arányos profitja régiós szinten alacsonynak számít, azonban így is meghaladja a fejlettebb nyugat-európai államokban realizált profitrátát. Továbbá az is látható, hogy míg a fejlettebb országokban, mint Németország vagy Dánia esetén, a külföldi befektetők a nyereségüket meghaladó osztalékot fizettek ki – aminek fedezete a korábbi években felhalmozott nyereség lehetett –, addig a régiós országokban alacsonyabb az osztalékhányad.

36. ábra: A közvetlentőke-befektetések profitrátája és osztalékfizetése (2011–2014 átlaga)



Forrás: Eurostat.

ÁBRÁK JEGYZÉKE

1. ábra: A külső finanszírozási képesség tényezőinek* alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	7
2. ábra: A revíziók hatása a jövedelemegyenlegre és a külső finanszírozási képességre, GDP-arányos értékek	8
3. ábra: A revíziók hatása az FDI-befektetésekre	9
4. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában).....	10
5. ábra: Az export és import éves reálnövekedése.....	11
6. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás).....	11
7. ábra: A belföldi felhasználás éves növekedési üteme és a nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulása	12
8. ábra: A jövedelemegyenleg* tételeinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	13
9. ábra: Az EU-transzferek nettó felhasználásának alakulása	14
10. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség és a „Tévedések és kihagyások egyenlege” (négy negyedéves GDP-arányos érték).....	15
11. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók).....	16
12. ábra: A közvetlentőke-befektetések alakulása (kumulált tranzakciók)	16
13. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók)	17
14. ábra: A 2014-es FDI-állomány közvetlen és végső befektető szerint	18
15. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása (kumulált tranzakciók)	19
16. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának és követelésének alakulása (kumulált tranzakciók)	20
17. ábra: Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságváltozásának felbontása (kumulált tranzakciók)	21
18. ábra: A nettó külső adósság változásának összetevői (kumulált, tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos érték, 2007 vége = 0).....	22
19. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság (GDP-arányos értékek, tulajdonosi hitel nélkül)	23
20. ábra: A bankrendszer külföldi eszközeinek és tartozásának alakulása (GDP-arányos értékek).....	24
21. ábra: A hátralévő futamidő szerinti rövid bruttó külső adósság alakulása	25
22. ábra: A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és devizatartalék-állománya	26
23. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége (négy negyedéves GDP-arányos értékek).....	27
24. ábra: A háztartások finanszírozási képességének alapfolyamata* (szezonálisan igazított GDP-arányos adatok)	28
25. ábra: A háztartási eszközök kumulált tranzakciói	29
26. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok Magyarországon megtermelt jövedelmének felhasználása (a GDP arányában).....	31
27. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok profitja Magyarországon	32

28. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok profitja és az export alakulása (éves növekedési ütemek).....	33
29. ábra: A külföldi vállalatok egyes ágazatokban elért nyereségének növekedése 2015-ben	34
30. ábra: Három kiemelt ágazat jövedelmének és az összes külföldi vállalat jövedelmének alakulása.....	34
31. ábra: A külföldön működő magyar tulajdonú vállalatok profitja (a GDP arányában)	35
32. ábra: A normál üzletmenet szerinti és az adózott eredmény szerinti profit*, és finanszírozási képesség (a GDP arányában)	36
33. ábra: A közvetlentőke-befektetések megtérülése (az FDI-állományon elért profit FDI-állományarányos értéke).....	37
34. ábra: A közvetlentőke-befektetések jövedelmeinek felbontása a régiós országokban (az FDI arányában).....	38
35. ábra: Osztalékfizetések a teljes profithoz képest.....	38
36. ábra: A közvetlentőke-befektetések profitrátája és osztalékfizetése (2011–2014 átlaga).....	39

Bethlen Gábor

(1580. november 15. – 1629. november 15.)

Erdélyi fejedelem (1613–1629), I. Gábor néven megválasztott magyar király (1620–1621), a 17. századi Magyarország egyik legjelentősebb személyisége. Pályafutása kezdetén híven szolgált Báthory Zsigmond, Székely Mózes, Bocskai István és Báthory Gábor erdélyi fejedelmeket. Amikor Báthory Gábor a Habsburgokkal akart szövetségre lépni, szembefordult vele, és önmagát választotta meg fejedelemnek. Uralkodása alatt megszilárdította Erdély hatalmi helyzetét, az országrész gazdasága és kulturális élete egyaránt fejlődésnek indult – ezt az időszakot általában úgy emlegetik, mint „Erdély aranykora”.

A Bethlen uralkodása előtti huszonöt év külső és belső háborúskodással telt el, ami a lakosság számának jelentős csökkenésével járt. Bethlen türelemmel látott hozzá a belpolitikai helyzet stabilizálásához, hatalmának megszilárdításához és Erdély újjáépítéséhez. Központosított államszervezetet alakított ki, ezzel párhuzamosan arra törekedett, hogy megszilárdítsa a fejedelemség pénzügyi helyzetét. A kincstári jövedelmekről pontos összeírást készíttetett, felülvizsgáltatta az 1588 óta nyújtott birtok- és vagyonadományozásokat, és csak azokat erősítette meg, melyeket az ország szolgálatában szerzett érdemekért juttattak.

Az ipar és a kereskedelem előmozdítására Bethlen merkantilista jellegű gazdaságpolitikát kezdeményezett, s országába külföldi iparosokat telepített. Hatalmát nem az adózásra építette, hanem a fejedelmi státusból fakadó más eszközök ésszerűbb kihasználására. Fejlesztette a nemesfémbányászatot, külföldről elismert szakembereket hívott be, igyekezett élénkíteni a kereskedelmet. Bethlen Gábor értékálló pénzt veretett, és a sokirányú áruforgalmat úgy szabályozta, hogy letiltotta a legfontosabb árucikkek kivitelét.

Bethlen Gábor széles Habsburg-ellenes nemzetközi koalíciót próbált létrehozni a nyugat-európai országok és a kelet-európai népek között. A protestáns hatalmakkal létesített kapcsolatainak megszilárdítása érdekében 1626. március 1-jén feleségül vette György Vilmos brandenburgi választófejedelem húgát, Brandenburgi Katalint, és 1626-ban belépett a protestáns hatalmak westminsteri szövetségébe.

FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2016. október

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

