



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2014
SZEPTEMBER

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

20|4
SZEPTEMBER

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, aminek veszélyeztetése nélkül a jegybank feladata a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartása is. 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, a makrogazdasági egyensúlytalanságokat több mutatón keresztül vizsgálja, 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. Ezért 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 Palotai Dániel Monetáris politikáért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt a Monetáris politika és pénzügyi elemzés területén készült. A jelentés készítésében részt vettek: Kékesi Zsuzsa, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter és Sisak Balázs. A publikációt dr. Balog Ádám alelnök hagyta jóvá.

A jelentés a 2014. szeptember 23-áig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

ÖSSZEFOGLALÓ

Magyarország **folyó fizetési mérlegének négy negyedéves többlete 2014 II. negyedévében az előző negyedévhez hasonlóan magas szinten, 4,4 milliárd euro** közelében stabilizálódott. A folyó fizetési mérleg számottevő többlete mellett a tőkemérleg négy negyedéves egyenlege is jelentős mértékű volt, közel 3,5 milliárd eurót tett ki. Így Magyarország **négy negyedéves külső egyensúlyi többlete – az elmúlt negyedévekhez hasonlóan – a GDP 8 százaléka közelében alakult, ami jelentősen meghaladja a környező országokban tapasztalt értéket.**

A reálgazdasági tranzakciók oldaláról vizsgálva **a gazdaság jelentős finanszírozási képességében a külkereskedelmi egyenleg historikusan magas többlete, valamint az EU-tól származó transzferek számottevő felhasználásának köszönhetően magas transzferegyenleg volt meghatározó.** A II. negyedéves változásokat tekintve a külkereskedelmi és transzferegyenleg többletének enyhe csökkenését nagyjából ellensúlyozta a befektetésekhez kapcsolódó jövedelemegyenleg hiányának csökkenése. **Az EU-transzferek négy negyedéves felhasználása a II. negyedév végén továbbra is meghaladta az 5 milliárd eurót.**

A negyedéves adatközléssel **nagymértékben csökkent a jövedelemegyenleg hiánya, ami hozzájárulhat a magyar gazdaság külső adósságának és sérülékenységének további csökkenéséhez.** A negyedéves enyhe mérséklődés – a külső adósságmutatók múltbeli csökkenésének és a hozamok esésének eredményeként – **a külföldi hitelek után fizetett kamatkiadások csökkenésével áll összefüggésben.** Fontosnak tartjuk kiemelni, hogy az adatközlés szerint nemcsak a II. negyedévben csökkent a jövedelem egyenleg hiánya, hanem **a KSH visszamenőleg is revidálta a nem rezidens munkavállalók jövedelmét.** Ennek hatására **a jövedelemegyenleg hiánya 2013-ban a GDP 1,4 százalékával csökkent, így az éves érték a II. negyedévvel záruló elmúlt egy évben csak a GDP 4,1 százalékát tette ki,** ami már jelentősen elmarad a válság előtt jellemző, a GDP 7 százalékát kitevő szinttől.

A finanszírozási adatok – a reálgazdasági megközelítéshez hasonlóan – magas külső egyensúlyi többletet mutatnak. **2014 II. negyedévében ugyanakkor jelentősen megváltozott a külföldi források alakulásának szerkezete:** részben a jellemzően a II. negyedévben kifizetett osztalékok, részben pedig állami felvásárlások miatt **csökkent a külföldiek közvetlen tőkebefektetése, amivel párhuzamosan – a korábbi negyedévek jelentős adósságcsökkenése után – a gazdaság adósságjellegű forrásai kismértékben emelkedtek.** Az adósság típusú forrásbeáramlás döntően a külföldiek állampapír-vásárlásához kötődött, miközben a vállalatok és bankrendszer tovább mérsékeltek külső adósságukat. Érdemesnek tartjuk ugyanakkor megjegyezni, hogy az előzetes **július havi adatok újra a külső adósság csökkenését jelzik.**

A nettó külső adósság a 2011 közepe óta tartó folyamatos mérséklődést követően 2014 II. negyedévében kismértékben emelkedett. A növekedésben azonban csak kis szerepet játszott az adósságjellegű források növekedése, amit a nominális GDP-növekedés nagyjából ellensúlyozott is. Június végén azonban a forint árfolyama 1 százalékkal gyengébb volt a március végi értéknél, miközben **a forint állampapírok hozama is jelentősen (mintegy 150 bázisponttal) csökkent a II. negyedév során.** Ez utóbbi folyamat azért fontos, mert bár a hozamok csökkenése **fenntarthatósági szempontból különösen kedvező, azonban a hozamcsökkenés növelte a külföldiek kezében lévő állampapírok értékét is – növelve ezzel a külső adósságráták nagyságát is.** A nettó külső adósság növekedésével szemben a bruttó külső adósság – egy korábban előfinanszírozott devizakötvény lejáratára miatt – nem változott érdemben, továbbra is a GDP 93 százaléka körül alakul. **Az ország külső sérülékenysége szempontjából kiemelten fontos rövid bruttó külső adósság közel 2 milliárd euróval 26,5 milliárd euróra süllyedt.**

A külső egyensúlyt a szektorok megtakarításai szempontjából elemezve elmondható, hogy **a vállalatok finanszírozási képessége – az EU-transzferek és a Növekedési hitelprogram által is támogatott beruházásnövekedés mellett – mérséklődött.** Eközben a lakosság a bővülő foglalkoztatás és emelkedő reálbérek miatti jövedelemnövekedés, illetve az óvatossági megtakarítás hatására továbbra is igen magas finanszírozási képességgel rendelkezik. Megtakarításaikon belül a lakosság – a bankbetétek leépítése mellett – tovább bővítette állampapír-állományát, ráadásul a lakossági állampapír-portfólió szerkezete a hosszabb lejáratú papírok felé tolódott el. **A lakosságról rendelkezésre álló II. negyedéves információk tehát továbbra is azt mutatják, hogy tovább erősödött az államháztartás belföldi finanszírozása, ami hosszabb távon elősegítheti a külső adósságráták csökkenését.**

Kiemelt témaként a Magyarországon működő külföldi vállalatok profitját vizsgáltuk meg. A fizetési mérleg azt mutatja, hogy a külföldi vállalatok osztalékfizetése a válság után visszaeső profit mellett sem csökkent nagyobb mértékben, így a válság a közvetlen tőkebefektetéshez tartozó újrabefektetett jövedelem drasztikus visszaesésével járt együtt. A folyamat háttérében vélhetően az állt, hogy a romló növekedési kilátások és a kihasználatlan kapacitások miatt a vállalatok visszafogták beruházásaikat, miközben az anyavállalatoknak a válság miatt romló finanszírozási helyzetben szüksége is lehetett a Magyarországon megtermelt jövedelemre. A válságot követően ugyanakkor az **európai országok többségére jellemző volt a csökkenő megtérülés mellett emelkedő osztalékhiányad.** Azt is érdemesnek tartjuk megjegyezni, hogy a **Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok által kifizetett profit a befektetett tőke arányában magasnak számít az Európai Unióban.** A nemzetközi módszertan szerint a fizetési mérlegben nem a külföldi vállalatok adózott eredménye jelenik meg, hanem az egyedi tényezőktől és ártértékelődéstől szűrt, „normál üzletmenet” szerinti eredmény. Mivel az utóbbi években számos olyan hatás érte a hazai vállalatokat (például végtörlesztés vagy az árfolyam gyengülése miatti ártértékelődések), amelyek rontották ugyan a szektor jövedelmezőségét, de egyszeri hatásuk miatt nem kerültek be a fizetési mérlegbe, **a hivatalos statisztikában a vállalatok adózott eredményénél – a GDP mintegy 1-4 százalékával – nagyobb vállalati profit jelenik meg éves szinten.**

Tartalom

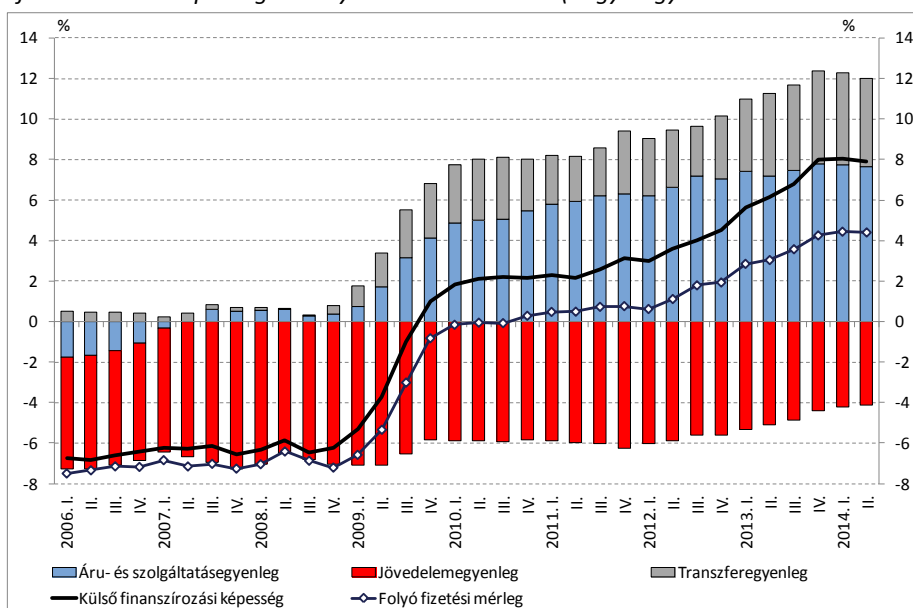
1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg.....	9
1.2. Jövedelemegyenleg	11
1.3. EU-transzferek.....	11
2. Finanszírozási megközelítés.....	13
2.1. Nem adósság jellegű források	14
2.2. Adósság jellegű források	15
3. Adósságráták alakulása.....	18
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés.....	21
5. A külföldi vállalatok jövedelmének alakulása	23
5.1. Bevezetés	23
5.2. Fizetési mérlegben megjelenő jövedelem	24
5.3. A külföldi tulajdonú vállalatok adózott eredménye	27
5.4. Nemzetközi összehasonlítás.....	29

1. REÁLGAZDASÁGI MEGKÖZELÍTÉS

A magyar gazdaság GDP-arányos külső egyensúlyi többlete 2014 II. negyedévében – a revíziókat figyelembe véve – az elmúlt negyedévekben kialakult, historikusan magas 8 százalékos szint körül stabilizálódott. A folyó fizetési mérleg négy negyedéves többlete 4,4 milliárd eurót, míg a tőkemérleg többlete közel 3,5 milliárd eurót ért el. A külkereskedelmi egyenleg magas többletének kialakulásában jelentős szerepe lehetett a dinamikus bővülő autógyártásnak. A negyedéves adatközléssel nagymértékben, a GDP 4,1 százalékára csökkent a jövedelemegyenleg hiánya, ami szintén hozzájárulhat a magyar gazdaság külső adósságának és sérülékenységének további csökkenéséhez. A jövedelemegyenleg hiánya egyrészt a revíziók miatt csökkent visszamenőlegesen nagyobb mértékben, másrészt a II. negyedévben tapasztalt enyhe mérséklődésben a korábban felvett külföldi hitelek után fizetett kamatkiadások csökkenése is szerepet játszott. Az EU-transzferek hazai felhasználása és a Magyarországra történő átutalás a II. negyedévben is jelentős mértékű volt, és a négy negyedéves összeg továbbra is meghaladta az 5 milliárd eurót.

Magyarország külső finanszírozási képességének négy negyedéves értéke a reál gazdasági megközelítés szerint 2014 II. negyedévében is az előző negyedévekben kialakult szint körül alakult, és a GDP 8 százalékát tette ki. A szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség a II. negyedévben – az előző év azonos időszakához hasonlóan – 1,6 milliárd euro volt, ezen belül a folyó fizetési mérleg és az EU-transzferek által magasan tartott tőkemérleg többlete is mintegy 0,8 milliárd eurót tett ki. A külső egyensúlyi többlet szinten maradása úgy alakult ki, hogy a külkereskedelmi többlet és a transzferegyenleg minimális csökkenését nagyjából ellensúlyozta a jövedelemegyenleg¹ hiányának enyhe mérséklődése (1. ábra). A magyar gazdaság folyó fizetési mérlegének többlete továbbra is nagynak számít a régióban: a Magyarországon jellemző 4 százalékos értékkel szemben a 2014 elejéig rendelkezésre álló adatok szerint a folyó fizetési mérleg éves egyenlege Lengyelországban továbbra is hiányt mutatott, Csehországban nulla körül alakult, míg a Szlovákiában kimutatott 2 százaléknál kisebb többlet csökkenő tendencia mellett alakult ki.

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



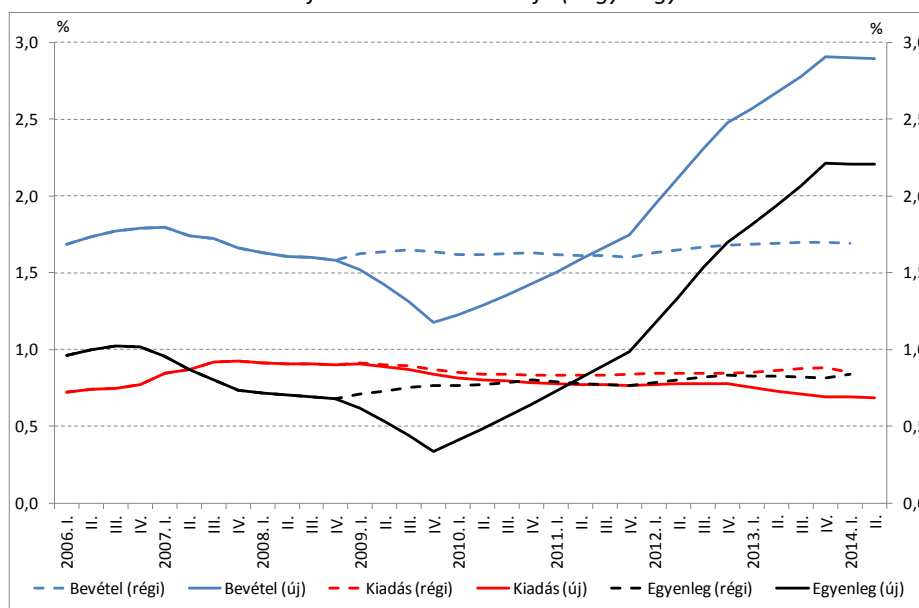
*Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem.
Transzferegyenleg: tőkemérleg, egyéb elsődleges jövedelem és másodlagos jövedelem összege.

¹ Kiadványunkban igyekeztünk az új módszertan szerinti fizetési mérleg statisztikák új besorolásait az általunk korábban használt transzferegyenlegnek és a jövedelemegyenlegnek megfeleltetni. Meggyőződésünk szerint ugyanis az elsődleges jövedelem közé sorolt „egyéb elsődleges jövedelmek”, illetve a másodlagos jövedelmek is olyan ellentételezés nélküli ügyletek, amik megfelelnek a korábban a transzferek között elszámolt viszonzatlan átutalásnak. A továbbiakban tehát – elemzési szempontokat szem előtt tartva – a transzferegyenleg a tőkemérleg mellett a korábbi folyó viszonzatlan átutalásoknak megfeleltethető egyéb elsődleges jövedelmet és a másodlagos jövedelmeket tartalmazza, míg a jövedelemegyenleget az egyéb elsődleges jövedelmektől szűrt elsődleges jövedelem alkotja.

Keretes írás: Revízió a fizetési mérlegben

Az MNB a 2014. szeptember 23-ai fizetési mérleg adatközlésében – normál és rendkívüli revíziók keretében – módosította a fizetési mérleg adatokat (1. táblázat). A revíziót követően enyhén csökkent az elmúlt évek külkereskedelmi egyenlege, ami módszertani és adatrevíziós tényezők együttes hatásának köszönhető. A vállalatok jövedelméről beérkezett, kérdőíves felmérésen alapuló új információk nagyjából megfeleltek a korábbi becsléseknek, így a jövedelemegyenlegre gyakorolt hatásuk nem volt jelentős. Jóval nagyobb – 2013-ban például az éves GDP mintegy 1,4 százalékát kitevő – visszamenőleges változást okozott a jövedelemegyenleg alakulásában a nem rezidens munkavállalók jövedelmének módosítása. Az egyenleg javulása döntően a munkajövedelemből származó bevétel növeléséből származik (2. ábra). A változás mögött az áll, hogy a KSH felülvizsgálta az adatforrásait, ami vélhetően a külföldön átmenetileg dolgozók létszámában és az általuk keresett bér nagyságában is jelentős mértékű növekedést okozott (a KSH részletesebben ír a felülvizsgálatról a „Magyarország nemzeti számlái, 2013 előzetes” című kiadványában).

2. ábra: A nem rezidens munkavállalók jövedelmének revíziója (négy negyedéves értékek a GDP arányában)



A finanszírozás oldaláról számolt külső finanszírozási képesség az elmúlt éveket tekintve minimálisan csökkent. A reálgazdasági finanszírozási képesség emelkedése mellett ez azt jelenti, hogy – az elmúlt időszakban viszonylag nagy eltérést mutató – két megközelítésű finanszírozási képesség többnyire közelebb került egymáshoz. A revíziók során a külső adósságráta szintjét befolyásoló módosítás is történt: egyes tranzakciók pénzügyi lízingbe sorolása a GDP mintegy 1 százalékával növelte meg az ország nettó és bruttó külső adósságának szintjét, azonban a mutatók dinamikáját nem befolyásolta érdemben.

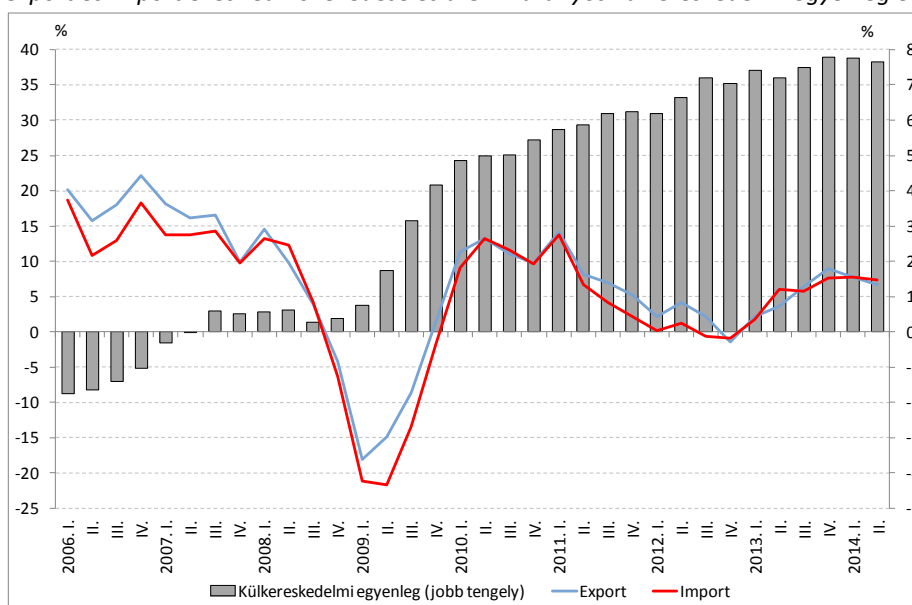
1. táblázat: A revíziók hatása a külső finanszírozási képesség tényezőire (milliárd euro)

	2011	2012	2013	2014 I. n.év
Finanszírozási képesség változása a reálgazdasági oldalról	0,4	1,0	1,2	0,0
<i>Folyó fizetési mérleg</i>	<i>0,3</i>	<i>1,0</i>	<i>1,2</i>	<i>0,1</i>
Külkereskedelmi egyenleg	-0,1	0,0	-0,2	-0,2
Jövedelemegyenleg	0,2	1,0	1,6	0,3
Folyó transzferek	0,2	0,1	-0,2	0,0
Tőkémérleg	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanszírozási képesség változása a finanszírozási oldalról	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3
Közvetlentőke-befektetés	0,0	0,0	0,0	0,0
Portfólió-befektetés	0,2	0,4	0,1	-0,1
Egyéb befektetés	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2
Tévedések és kihagyások egyenlege	-0,5	-1,1	-1,3	-0,3

1.1. Külkereskedelmi egyenleg

2014 II. negyedében a külkereskedelem többlete enyhén mérséklődött, ami az export bővülésének kismértékű lassulása és az import szinten maradó növekedése mellett alakult ki. Az export – GDP-statisztikában megjelenő – éves reálnövekedési üteme az Európai Unió gazdasági növekedésének lassulásával párhuzamosan a II. negyedében enyhén tovább mérséklődött. A lassuló exportdinamikában az Oroszországba és Ukrajnába irányuló export jelentős csökkenése is szerepet játszhatott. A hazai járműgyártás és a hozzá kapcsolódó ágazatok nagymértékű kivitele ugyanakkor pozitívan hatott a magyar gazdaság exportteljesítményére, ami az elmúlt két évhez képest továbbra is viszonylag magas exportnövekedést eredményezett. Eközben az import reálnövekedése – a beruházás és fogyasztás bővülésének gyorsulása mellett – nem növekedett tovább. Összességében az éves külkereskedelmi többlet csak enyhén mérséklődött.

3. ábra: Az export és import éves reálnövekedése és a GDP-arányos külkereskedelmi egyenleg éves értéke

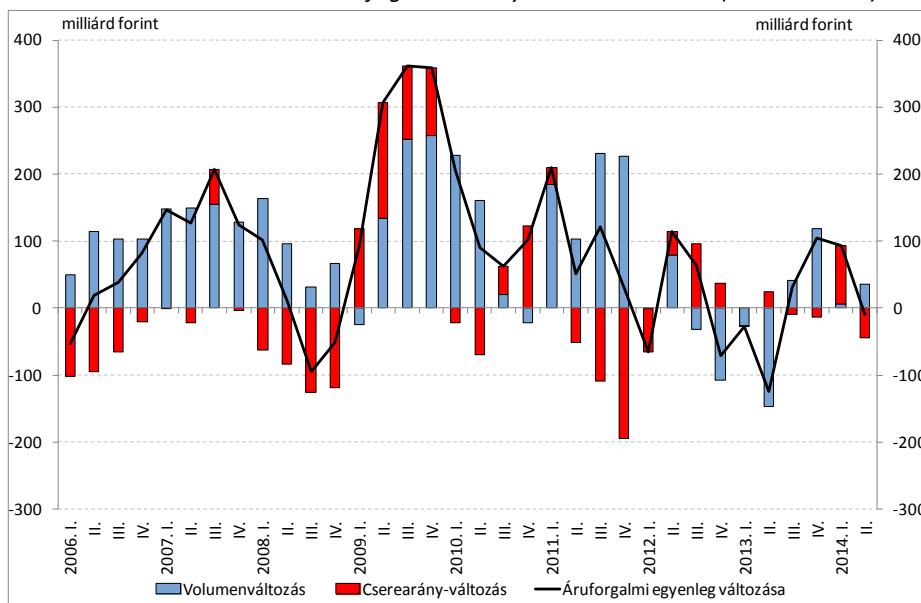


Forrás: KSH, MNB. A külön nem jelölt ábrák forrása az MNB.

Az áruforgalmi többlet fennmaradása elsősorban a reálnövekedési ütemek alakulására vezethető vissza – a cserearány változása az előző negyedévi jelentős javulást követően a II. negyedévben kismértékben korrigálódott. A külkereskedelmi áruforgalmi áraink alapján a cserearány a 2014 I. negyedében tapasztalt jelentős javulást követően a II. negyedévben kismértékben romlott, ami az év eleji javulás korrekciójaként értékelhető (4. ábra). A cserearány korrigálásában a nyersanyagok árának II. negyedévben tapasztalt, az elmúlt hónapok adatai alapján

vélhetően átmenetinek bizonyuló emelkedése játszott a fő szerepet. A cserearány áruforgalmi többletet csökkentő hatásával szemben az export és import volumenének alakulása hasonló mértékben javította az áruforgalmi egyenletet.

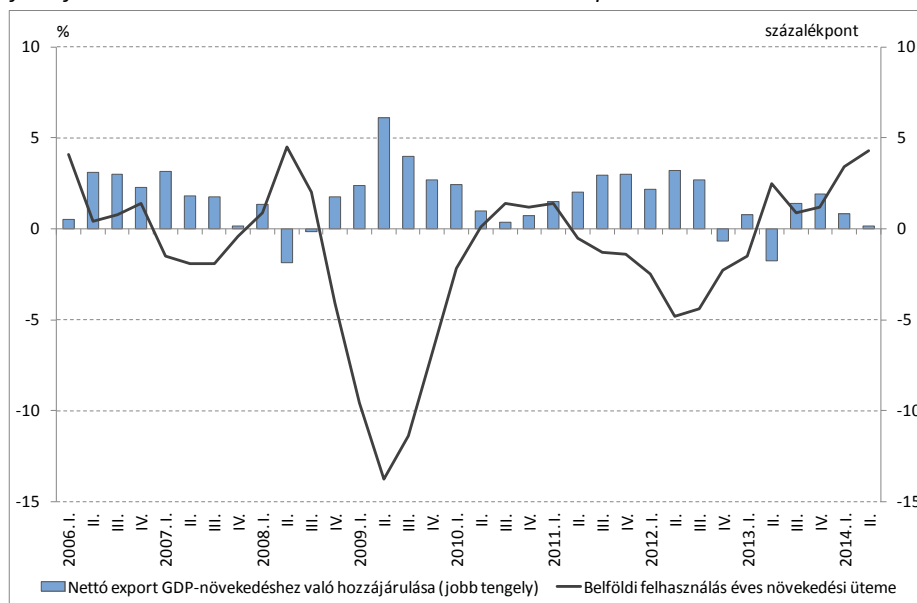
4. ábra: A külkereskedelmi áruforgalom* tényezőinek alakulása (éves változás)



Forrás: KSH. *A módszertani átállás miatt az áruforgalmi egyenleg változása nem feltétlenül egyezik meg a fizetési mérlegben szereplő adatokkal.

A belföldi felhasználás erősödő bővülése mellett a nettó export növekedési hozzájárulása nullára csökkent. 2013 közepétől a lakossági fogyasztás, illetve az NHP és a növekvő EU-transzferek által élénkített beruházás is növekedni kezdett, ami a korábban jellemzőnél kiegyensúlyozottabb szerkezetűvé tette a gazdasági növekedést. A magasabb belföldi felhasználás ugyanakkor az importigény miatt növeli a behozatalt is, így a belföldi felhasználás gyorsuló növekedésével összhangban folyamatosan mérséklődött a külkereskedelmi többlet hozzájárulása a gazdasági növekedéshez. Ennek a folyamatnak a része, hogy 2014 II. negyedévében nagyjából semleges volt a nettó export növekedési hozzájárulása.

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

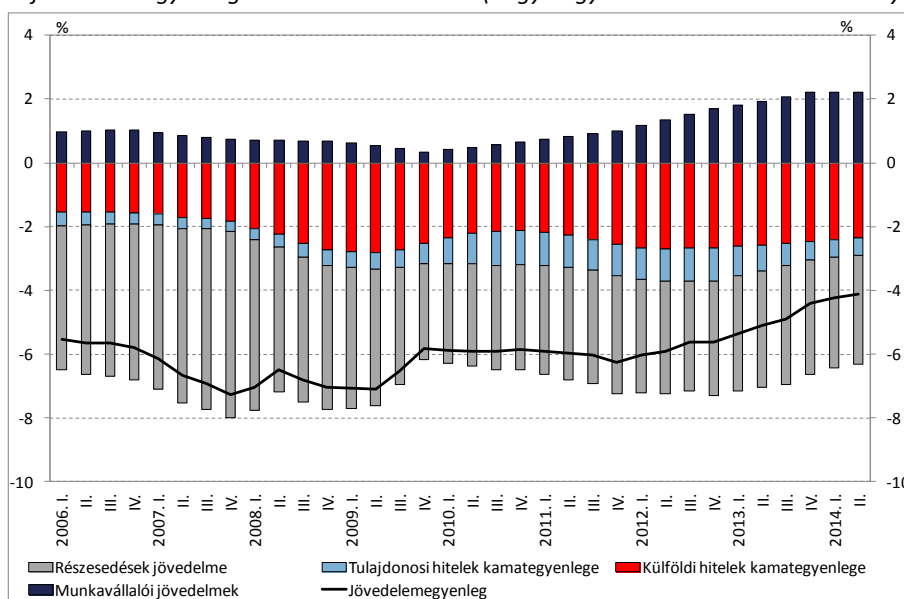


Forrás: KSH.

1.2. Jövedelemegyenleg

A jövedelemegyenleg hiányának négy negyedéves értéke a II. negyedévben a GDP 4 százaléka közelébe mérséklődött, ami hozzájárulhat a gazdaság külső adósságának és sérülékenységének további csökkenéséhez. A jövedelemegyenleg alakulásának elemzésekor két tényező hatását érdemes elkülöníteni: a revízió által évekre visszamenőleg okozott szintbeli emelkedést, illetve a kamategyenleg további javulása miatt az elmúlt negyedévekben bekövetkezett csökkenést (6. ábra). Egyrészt tehát a KSH által végrehajtott felülvizsgálat során a nem rezidens munkavállalók jövedelméből származó bevétel jelentősen emelkedett, ami a jövedelemegyenleg hiányát is nagymértékben – 2013-ban éves szinten a GDP mintegy 1,4 százalékaival – csökkentette (részletesebben lásd a fizetési mérleg adatok revíziójáról szóló keretes írást), míg az egyéb revíziók további 0,2 százalékpontos csökkenést okoztak. Másrészt az előző negyedévhez képest a II. negyedévben enyhén tovább mérséklődött a jövedelemegyenleg éves hiánya. A csökkenés elsősorban arra vezethető vissza, hogy a korábban felvett külföldi – tulajdonosi, illetve banki és egyéb – hitelek után fizetett kamat a II. negyedévben tovább mérséklődött, miközben a részesedések jövedelme miatti forráskiáramlás a becslések alapján nagyjából változatlan maradt.² A részesedésekhez kapcsolódó jövedelemkiáramláson belül csak – a II. negyedévre koncentrált – osztalékfizetésre rendelkezünk adattal: eszerint a külföldi vállalatok osztalékfizetése (a kiugró osztalékok nélkül) mintegy 0,2 milliárd euróval elmaradt a korábbi években jellemző mértéktől. Az osztalék mértéke ugyanakkor továbbra is jóval nagyobb volt, mint az adott negyedévi profit, így az újrabefektetett jövedelem negatív volt, csökkentve ezzel a hazai FDI állományt – ugyanakkor az alacsonyabb osztalékfizetés a korábban jellemzőnél nagyobb újrabefektetett jövedelmet valószínűsít az idei évre.

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



*Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem.

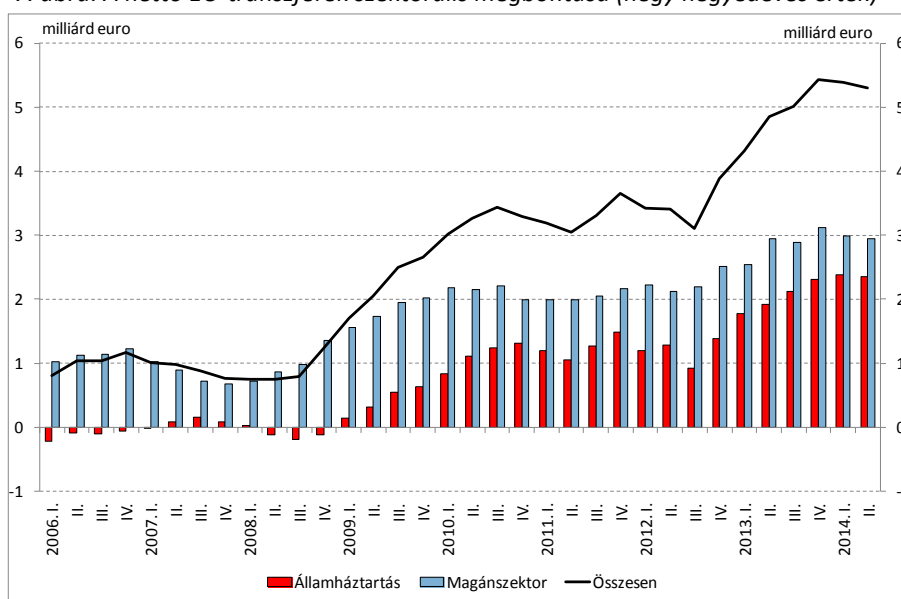
1.3. EU-transzferek

Az EU-transzferek felhasználása 2014 II. negyedévében is jelentős volt, és a magánszektorhoz áramló összeg továbbra is meghaladja az állam által kapottat. A fizetési mérleg eredményszámlájának adatai alapján 2014 II. negyedévében 1,2 milliárd eurót meghaladó EU-transzfer került felhasználásra, ami enyhén elmarad az egy évvel ezelőtti értéktől. Ennek megfelelően a négy negyedéves transzferfelhasználás minimálisan mérséklődött, és mintegy 5,3 milliárd eurót tett ki (7. ábra). A szektorális bontás alapján nagyjából szinten maradt az államháztartásnak és a magánszektorra juttatott támogatás aránya, így továbbra is a magánszektor használt fel több EU-transzfert (illetve fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy az állam transzferekből megvalósított infrastruktúrafejlesztése is részben a magánszektor jövedelmét növelhette). A II. negyedévben is elsősorban tőketranszferek kerültek felhasználásra (0,8

² A külföldi tulajdonú, Magyarországon működő vállalatok nyereségességéről csak korlátozottan rendelkezünk negyedéves szintű adatokkal, így a negyedévente kiáramló profitra vonatkozó információk jórészt becslésen alapulnak. Részletesebben lásd az MNB honlapján található *Módszertani megjegyzések a fizetési mérleghez és állományi statisztikához* című fizetési mérlegről szóló statisztikai kiadványban.

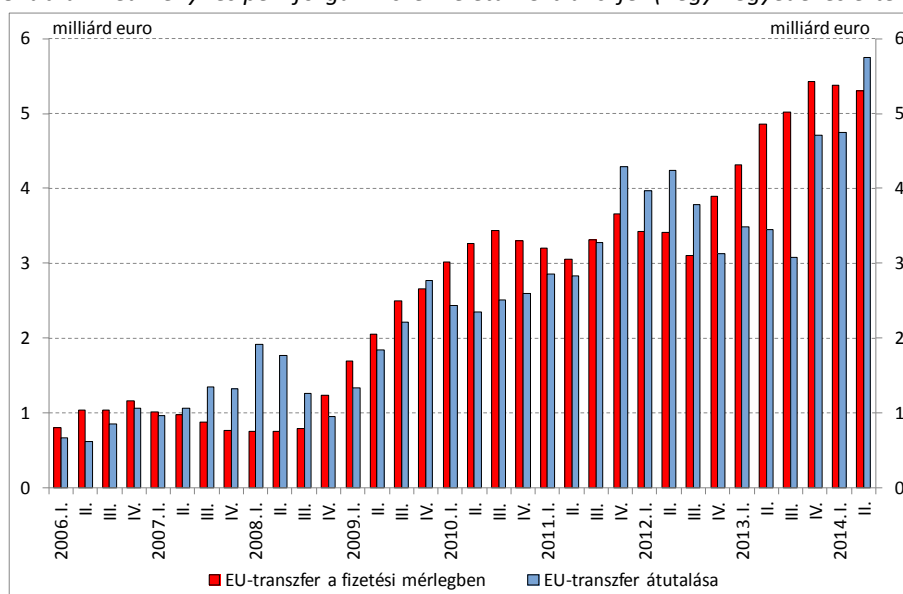
milliárd euro), miközben az elsődleges jövedelmek között elszámolt – például termék- és termelési adókból, támogatásokból, illetve bérleti díjakból származó – EU-transzfer értéke ennél kisebb volt.

7. ábra: A nettó EU-transzferek szektorális megbontása (négy negyedéves érték)



Az új intézményrendszer átvilágítása miatt az Európai Bizottság átmenetileg szüneteltette ugyan az újabb számlák kifizetéseit, azonban ez a II. negyedévben sem a transzferfelhasználás, sem pedig az átutalt transzferek összegében nem tükröződött. A támogatások hazai intézményrendszerének átalakítását a II. negyedév során vizsgálta az Európai Bizottság, így annak lezárásáig a magyar hatóságok nem nyújthattak be új fizetési kérelmeket. Ennek ellenére az EU-transzferek fizetési mérlegben megjelenő (eredmény szemléletű) felhasználása nem csökkent nagyobb mértékben, míg az EU-transzferek átutalásának devizatartalékokat növelő (pénzforgalmi) nagysága még tovább is emelkedett a II. negyedév során, ami mögött több magyarázat is lehet. Egyrészt mivel a fizetési mérleg eredmény szemléletű tranzakciókat tartalmaz – vagyis az EU-transzferek nem a támogatások átutalásakor kerülnek elszámolásra, hanem azok felhasználásakor –, így a korábban előfinanszírozott projektek (illetve a már benyújtott számlák) révén tovább folytatódhatott az EU-transzferek felhasználása. Másrészt a korábban, a bizottsági kérés előtt benyújtott számlák továbbra is kifizetésre kerülhettek, ami pedig a transzferek növekvő átutalásában játszott szerepet. Összességében a II. negyedévben az EU-transzferek átutalása jelentősen meghaladta a felhasználást, ami az állam külső finanszírozási helyzetének alakulásában is visszaköszön (lásd a Finanszírozási megközelítést).

8. ábra: Eredmény- és pénzforgalmi szemléletű EU-transzfer (négy negyedéves érték)

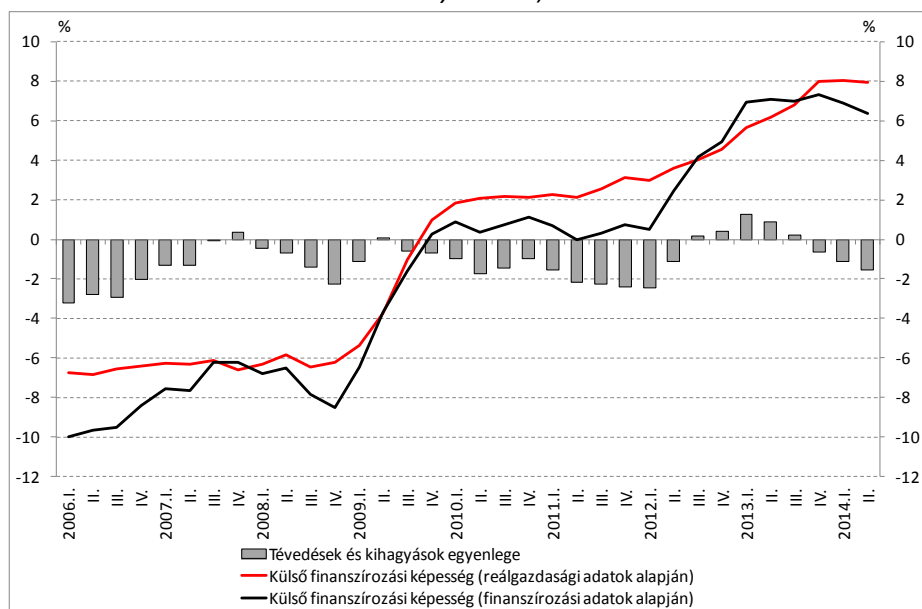


2. FINANSZÍROZÁSI MEGKÖZELÍTÉS

A finanszírozási adatok is igen magas finanszírozási képességet jeleznek, ami a II. negyedévben a nem-adósság jellegű források – egyszeri és szezonális okokra visszavezethető – nagyobb csökkenésének és az adósság jellegű források kisebb mértékű emelkedésének eredményeként alakult ki. A szektorok szerinti alakulást vizsgálva elmondható, hogy a bankok és vállalatok csökkentették adósság jellegű forrásaikat, míg az állam nettó forrásbevonást hajtott végre a II. negyedév során.

A négy negyedéves külső finanszírozási képesség a II. negyedévben a finanszírozási tételek szerint a GDP 6 százalékának közelébe csökkent, így elmaradt a reálgazdasági tranzakciók oldaláról számított értéktől.³ A negatív statisztikai hiba azt mutatja, hogy a gazdaság külső adósságmutatóinak a csökkenése kisebb ütemű volt, mint az a reálgazdasági adatokból következett volna. Megjegyezzük, hogy a Tévedések és kihagyások egyenlege 2006 óta – leszámítva a 2012-es évet és 2013 elejét – jellemzően negatív volt Magyarországon, azaz a II. negyedéves érték csak ehhez való visszatérést mutat.

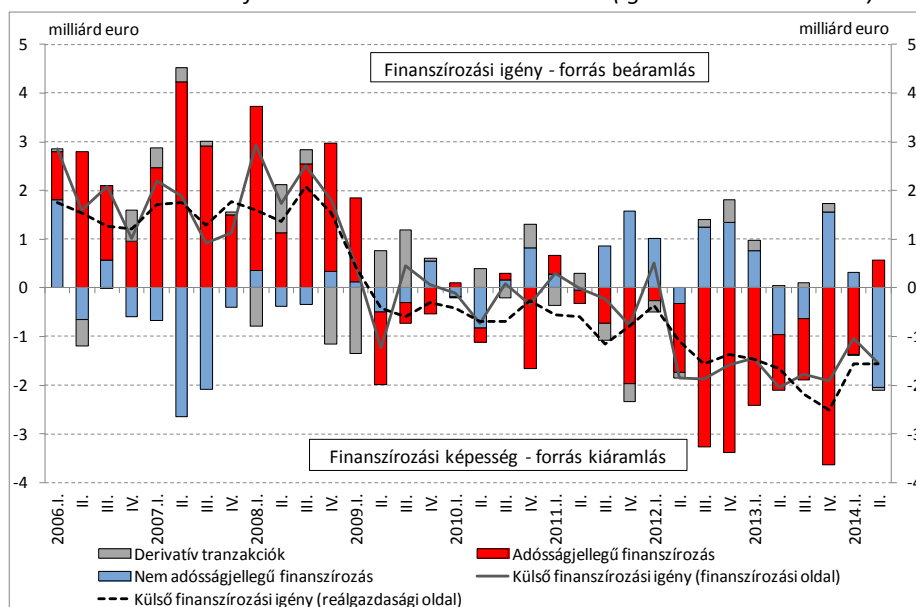
9. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség és a „Tévedések és kihagyások egyenlege” (négy negyedéves GDP-arányos érték)



A II. negyedévben nőtt a szezonálisan igazítatlan forráskiáramlás, ami a nem adósság típusú források nagyobb csökkenése és az adósság típusú források (külföldi hitelek és kötvények) kisebb mértékű – feltehetően átmeneti – növekedése mellett következett be. A II. negyedévben a finanszírozási megközelítés szerint számított szezonálisan igazítatlan külső finanszírozási képesség emelkedése azt jelenti, hogy az előző negyedévhez képest nőtt a külföldi források csökkenése (10. ábra). A változást a II. negyedévben teljes mértékben a nem adósság jellegű források csökkenése okozta, az adósság típusú források – a tranzakciókat tekintve – kismértékben emelkedtek. Az adósság típusú források emelkedése ugyanakkor nem mondható jelentősnek, és az elmúlt évek trendjeinek és az előzetes július havi adat fényében vélhetően csak átmenetinek tekinthető. A nem adósság típusú forrásokon belül a működőtőke-kiáramlás részben szezonális okokra (osztalékfizetés), részben pedig egyedi hatásokra (állami felvásárlások) vezethető vissza.

³ 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 eltérő kezelése eltéréseket okozhat, amit a „Tévedések és kihagyások egyenlege” mutat.

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

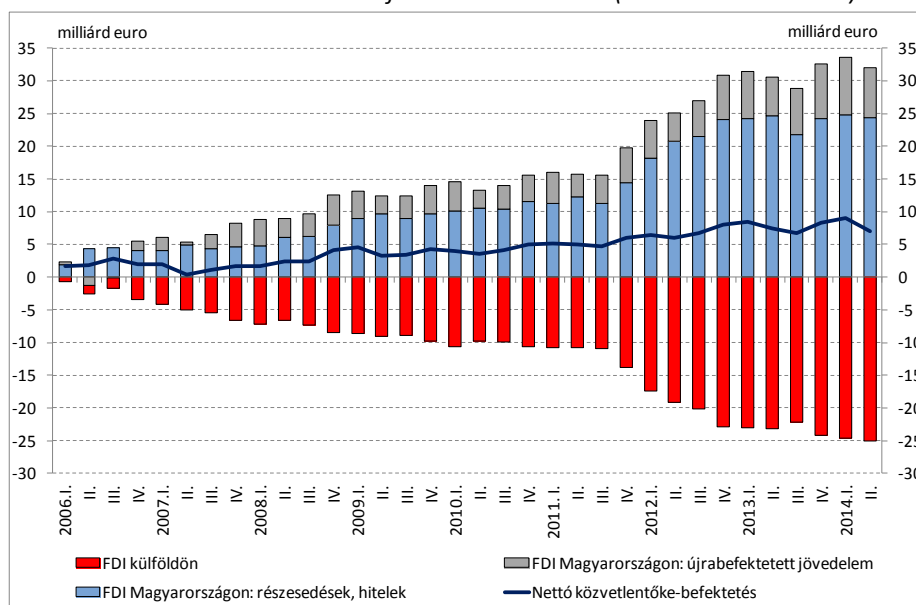


2.1. Nem adósság jellegű források

2014 II. negyedévében mintegy 2 milliárd euróval csökkentek a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetései, ami az újrabefektetések szezonális és a részesedések egyszeri hatások következtében bekövetkező mérséklődésének, valamint a kifektetések emelkedésének hatására alakult ki. A negyedév során mérséklődött a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetése Magyarországon, ami több – egyszeri és szezonális hatások által is befolyásolt – tényező eredményeként alakult ki.

- Egyrészt a tőkebefektetések mérséklődése a külföldiek csökkenő magyarországi részvénybefektetéseinek az eredménye, amelyben szerepe volt a negyedév során az állam által felvásárolt vállalatoknak is. 2014 II. negyedévében ugyanis az MVM megvásárolta a Fővárosi Gázművek Zrt. külföldi kézben lévő tulajdonrészét, ami csökkentette a külföldiek közvetlentőke-befektetését. Továbbá az állam az Antenna Hungária Zrt.-t is külföldi tulajdonostól vásárolta meg, ami szintén forráskiáramlásként jelentkezett.
- Másrészt a negyedév során csökkentek a külföldiek újrabefektetett jövedelmei is, ami azonban döntően szezonális hatáshoz kötődött. A vállalati szektorban ugyanis az a jellemző, hogy a tulajdonosok számára kifizetendő osztalék mértékét a II. negyedévben szavazzák meg, ami – mivel meghaladja az adott negyedévi nyereség nagyságát – negatív újrabefektetett jövedelemmel, így a közvetlentőke-befektetések mérséklődésével jár együtt.
- Harmadrészt a nettó forráskiáramlás irányába hatott az is, hogy kismértékben nőtt a rezidensek külföldi tőkebefektetéseinek nagysága (11. ábra).

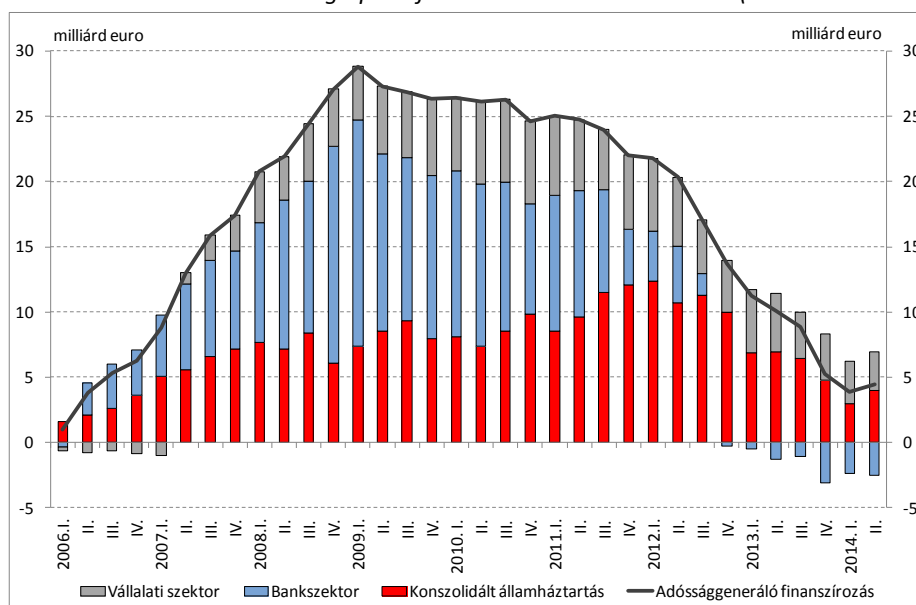
11. ábra: A közvetlentőke-befektetések alakulása (kumulált tranzakciók)



2.2. Adósság jellegű források

A II. negyedévben a nem adósság jellegű források nagyobb mértékű kiáramlása mellett az adósság típusú források kisebb mértékben, mintegy 0,5 milliárd euróval emelkedtek. Az elmúlt évek nagyobb mértékű átlagos csökkenésével szemben 2014 II. negyedévében kisebb mértékben bővültek a gazdaság nettó adósság jellegű forrásai. Az egyes szektorok finanszírozási folyamatait tekintve is a korábbi negyedévektől eltérő tendenciát figyelhettünk meg. Míg az MNB-vel konszolidált államháztartás több negyedévi csökkenést követően közel 1 milliárd euróval növelte a nettó külföldi forrásait, addig a bankok és vállalatok összesen mintegy 0,5 milliárd euróval mérsékeltek külföldi adósságukat (a kumulált adatokat mutató 12. ábrán az oszlopok nagyságának változása illusztrálja az adott szektor nettó külső adósságának változását).

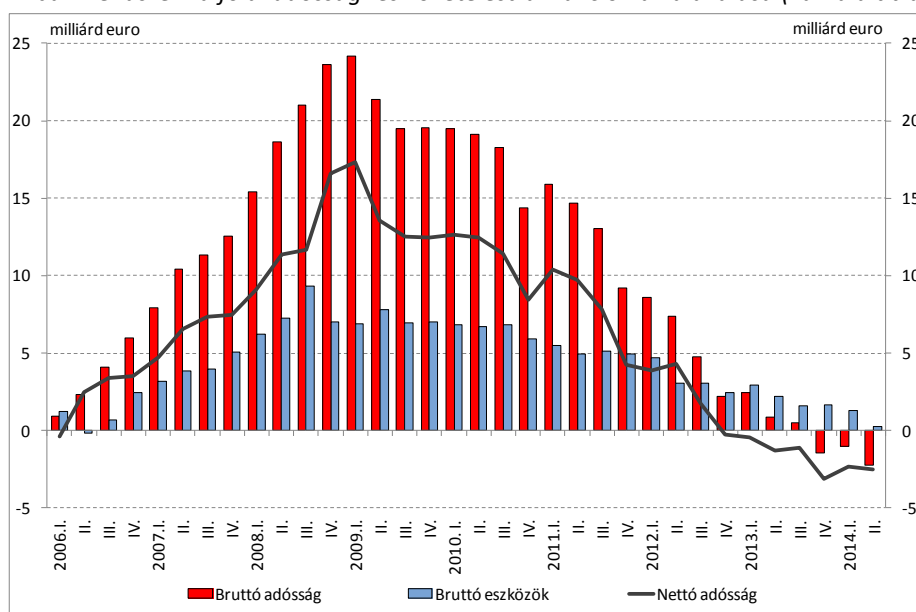
12. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása (kumulált tranzakciók)



A bankrendszer nettó külső adóssága – az I. negyedéves emelkedést követően – 2014 II. negyedévében ismét mérséklődött. A bankrendszer nettó külső adósságának csökkenése úgy alakult ki, hogy a bankrendszer a bruttó külső adósságát nagyobb mértékben csökkentette, mint ahogyan a külföldi eszközei szűkültek. A tartozások leépülésében 2013 I. negyedéve óta a korábbi évekhez képest lassulást tapasztaltunk: a nettó tartozáscsökkenés

négy negyedéves átlaga a korábbi években tapasztalható több mint 1 milliárd eurós szintről a II. negyedévre 0,3 milliárd euróra csökkent. Így a 2014 II. negyedévében tapasztalható viszonylag enyhe, 0,2 milliárd eurós nettó tartozás csökkenés csak az elmúlt másfél évben tapasztalható trend folytatódását jelenti. A mérséklődő forráskiáramlás összefüggésben lehet háztartási szektor portfólióátrendezésével: ennek következtében ugyanis a lakossági betétállomány az elmúlt időszakban nagymértékben csökkent, jelentős mértékben szűkítve a bankok rendelkezésére álló forrást. A banki források lejárat szerkezetével kapcsolatban érdemes megemlíteni, hogy a korábban jellemző trendnek megfelelően elsősorban a bankrendszer hosszú forrásai csökkentek, míg a rövid források nem változtak érdemben.

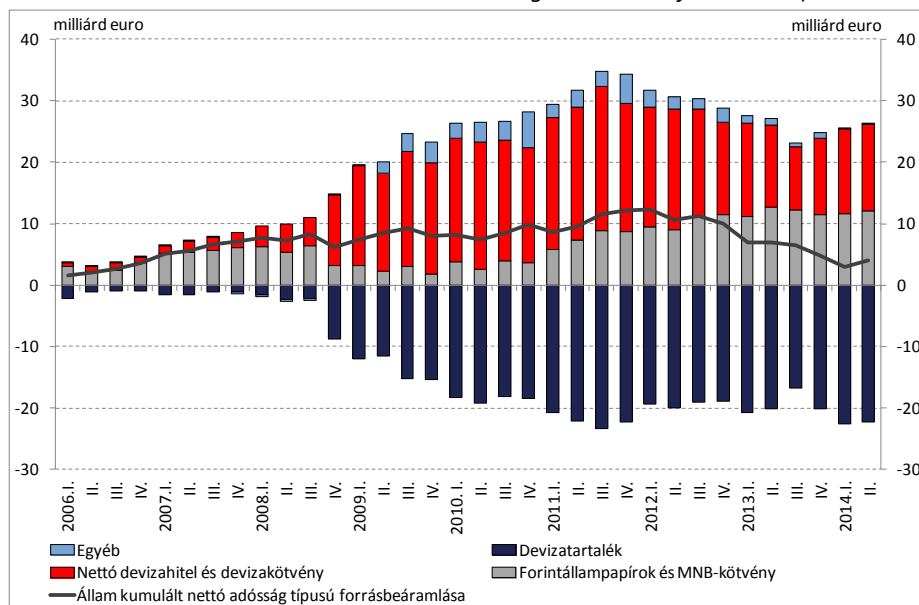
13. ábra: A bankrendszer külföldi adósság- és követeléstranzakcióinak alakulása (kumulált tranzakciók)



Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adóssága – az elmúlt mintegy másfél évben történt jelentős csökkenést követően – mintegy 1 milliárd euróval emelkedett a II. negyedévben. A növekedés döntően a külföldiek bővülő forint-állampapírállományához köthető, amit csak részben ellensúlyozott a külföldiek MNB-kötvény állományának mérséklődése (14. ábra). A külföldiek forinteszközeinek emelkedése közel 0,5 milliárd euróval növelte a konszolidált államháztartás nettó külső adósságát, ami ellentétes irányú folyamatok eredőjeként alakult ki: a forintállampapír-vásárlással párhuzamosan mérséklődött az MNB-kötvény-állomány, melyben az MNB önfinszírozási koncepciójához történő alkalmazkodás is közrejátszott. A II. negyedévben az MNB-vel konszolidált államháztartás bruttó külső adósságára több olyan tranzakció is hatással volt, ami a nettó külső adósságot nem befolyásolta. Egyrészt növelték az állam bruttó külső adósságát az Európai Bizottság által előfinanszírozott támogatások, mivel az átutalt, de fel nem használt transzferek az EU-val szembeni adósságként kerülnek kimutatásra. A konszolidált államháztartás nettó külső adóssága az EU-val szembeni elszámolások hatására ugyanakkor nem változott, mivel a transzferek hatása a devizatartalék szintjében is jelentkezett.⁴ Másrészt a májusi devizakötvény-törlesztés szintén csak az állam bruttó külső adósságát befolyásolta, a konszolidált államháztartás nettó külső adóssága nem változott, mivel a törlesztéshez szükséges devizalikviditást az MNB tartalékai jelentették. A devizatartalék 0,2 milliárd eurós – főként az NHP swapokhoz kapcsolódó – csökkenése szintén a nettó adósság növekedésének irányába hatott.

⁴ Érdemes még megjegyezni azt is, hogy az állam EU-val szembeni követelése is csökkentek, amiben szerepet játszott az, hogy – a fizetési mérleg módszertan alapján – a negyedév során az Európai Bizottság átutalta az állam által már korábban előfinanszírozott projektekhez kapcsolódó támogatásokat. Az utófinanszírozás elszámolása szintén nem befolyásolta az ország nettó külső adósságát, mivel a devizatartalékok emelkedése az államháztartás EU-val szembeni követelésének mérséklődése mellett valósult meg.

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

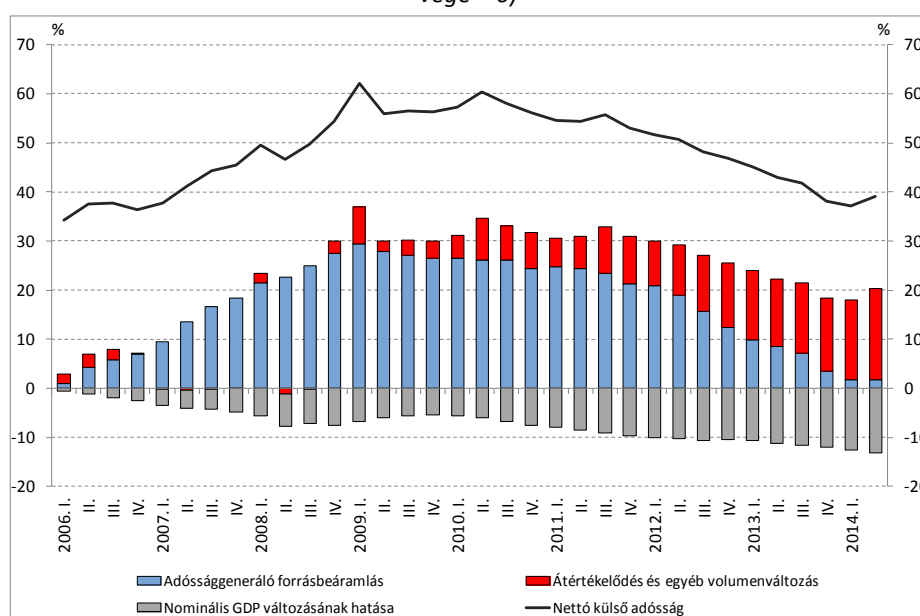


3. ADÓSSÁGRÁTÁK ALAKULÁSA

A II. negyedévben számottevően, közel 2 milliárd euróval csökkent az ország rövid lejáratú külső adóssága, melyben döntően a berövidülő adósságelemek lejáratát játszott szerepet. Az ország bruttó külső adóssága – a forint leértékelődése ellenére – nem változott érdemben, a mutató a GDP 93 közelében alakult. A külföldi eszközöket is figyelembevévő nettó külső adósság ugyanakkor kismértékben emelkedett, és a II. negyedév végén a GDP 39 százalékát tette ki. A mutató emelkedésében döntően az állampapírok hozamcsökkenés miatti felértékelődése, a forint leértékelődése, illetve az adósság típusú források beáramlása játszott szerepet.

A II. negyedévben nem folytatódott a nettó külső adósság 2011 közepe óta tartó mérséklődése, a mutató a GDP 39 százalékára növekedett. Az emelkedő nettó külső adósság ellentétes irányú folyamatok eredményeként alakult ki. A mutatót jelentősen növelték az átértékelődési hatások, ami nagyobb részt az állampapírok átárazódásához köthető, ugyanis a csökkenő állampapír-piaci hozamokkal párhuzamosan emelkedett a külföldiek tulajdonában lévő állampapírok piaci értéke.⁵ Az adósságráta emelkedésének irányába hatott továbbá az is, hogy a forint a II. negyedév végére közel 1 százalékkal gyengült a külső adósság összetétele szempontjából fontos devizaárfolyamokkal (euro és svájci frank) szemben. A nettó külső adósságot – az átértékelődési hatások mellett – kismértékben az is növelte, hogy magyar gazdaság rendelkezésére álló adósságtípusú források az előző negyedévek jelentős kiáramlásával szemben emelkedtek (lásd a finanszírozási megközelítésről szóló fejezetet). A GDP növekedése ugyanakkor a tulajdonosi hitelek nélkül számított külső adósságmutató csökkenésének irányába hatott.

15. ábra: A nettó külső adósság* változásának összetevői (kumulált, tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos érték, 2005 vége = 0)



* A revíziók során az operatív lízingből a pénzügyi lízingek közé soroltak tételeket, ami az adósságmutatókat visszamenőlegesen a GDP közel 1 százalékával növelte.

A nettó külső adósság növekedése a szektorok eltérő viselkedése mellett alakult ki: az államháztartás nettó külső adósságának emelkedését csak részben ellensúlyozta a bankok külső adósságának csökkenése. Az állományi mutató emelkedésének irányába hatott, hogy a konszolidált államháztartás nettó külső adóssága a GDP több mint 2 százalékával emelkedett. Az emelkedésben – a forint leértékelődése és az állampapírok átárazódása mellett – a finanszírozási folyamatok is szerepet játszottak. A konszolidált államháztartás külső adósságának tranzakcióból eredő emelkedése egyrészt a külföldiek állampapír-állományának növekedésével magyarázható, amit csak részben

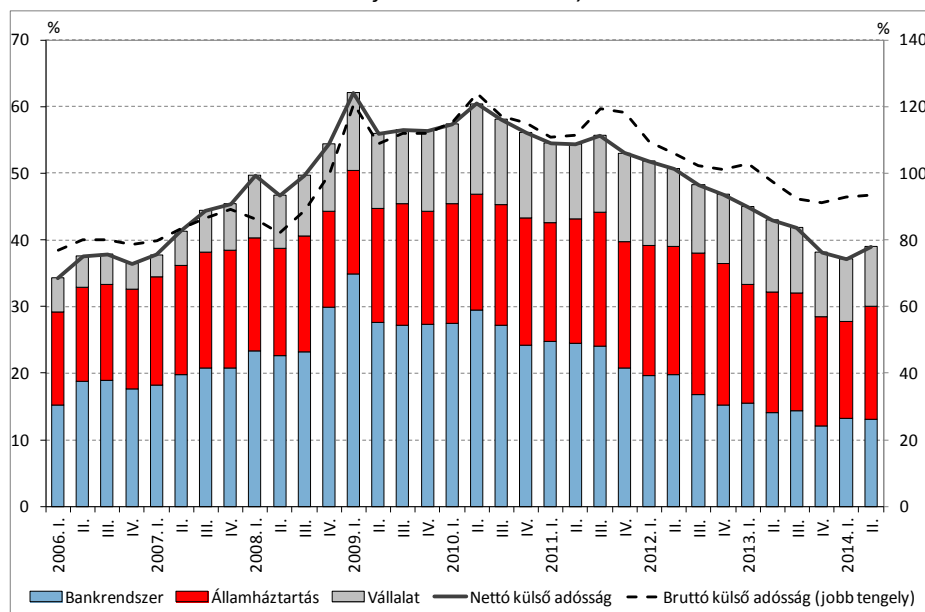
⁵ A fizetésimérleg-statisztikában az állampapírok állománya piaci árfolyamon kerül bemutatásra, így értéküket jelentősebb mértékben befolyásolhatja a hozamok elmozdulása – ezzel szemben az ÁKK a külföldiek államkötvény-állományát névértéken tartja nyilván.

ellensúlyozott a külföldiek MNB-kötvényállományának – főként az önfelfinanszírozási programhoz kötődő – mérséklődése. A forrásbeáramlás és a nettó külső adósság növekedésének irányába hatott az is, hogy korábbi negyedévek jelentős növekedésével szemben közel 200 millió euróval csökkentek az ország devizatartalékai. A nettó külső adósság csökkenése irányába hatott ugyanakkor, hogy a bankszektor és a vállalatok nettó külső adóssága mérséklődött a II. negyedévben. A bankrendszer külső adóssága – az előző negyedév emelkedését követően – ismét mérséklődött, amiben döntően a bankrendszer külföldi hiteleinek csökkenése játszott szerepet.

A bruttó külső adósság a II. negyedév végén – az előző negyedévhez hasonlóan – a GDP 93 százaléka körül alakult

A bruttó külső adósság – szemben a nettó külső adóssággal – nem változott érdemben a II. negyedévben. A májusi állami devizakötvény-lejárat fedezetéül ugyanis az előző negyedévben végrehajtott devizakötvény-kibocsátás szolgált, így az állam bruttó külső adóssága – a nettó külső adóssággal összevetve – csak kisebb mértékben (döntően az átértékelődéshez kapcsolódóan) emelkedett.⁶ Az államháztartás külső adósságának növekedését a bankrendszer bruttó adósságának csökkenése ellensúlyozta, míg a vállalati szektor külső adóssága nem változott érdemben. A fenti folyamatok eredményeként az ország bruttó külső adósságának GDP-hez viszonyított aránya nagyjából szinten maradt.

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

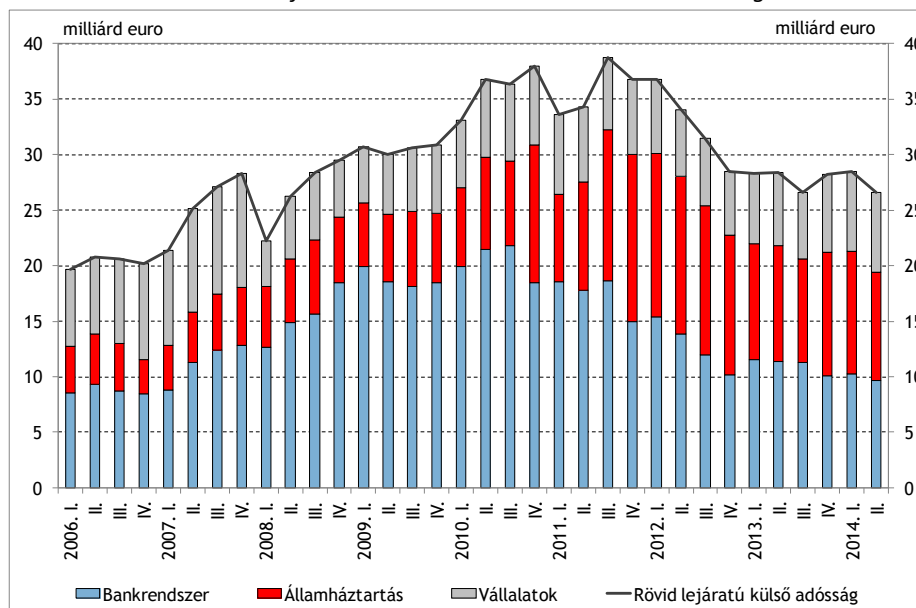


* A revíziók során az operatív lízingből a pénzügyi lízingek közé soroltak tételeket, ami az adósságmutatókat visszamenőlegesen a GDP közel 1 százalékaival növelte.

A külső sérülékenység szempontjából kiemelten fontos rövid külső adósság 26,5 milliárd euro közelébe mérséklődött a II. negyedévben, amelyben elsősorban a berövidülő adósság csökkenése játszott szerepet. Az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság szintje nem változott érdemben az előző negyedévhez képest, továbbra is 17 milliárd euro körül alakult. A jegybanki devizatartalék külföldi befektetők által elvárt szintje szempontjából különösen fontos rövid külső adósság mérséklődése tehát döntően az eredetileg hosszú futamidejű, de éven belülivé váló adósság csökkenésével, vagyis a jóval korábban felvett hitelek lejáratával magyarázható. A negyedéves fizetési mérleggel együtt publikálásra kerülő lejáratú tábla szerint a berövidülő adósság márciusról júniusra közel 2 milliárd euróval, 9,5 milliárd euróra süllyedt.

⁶ A devizakötvény-törlesztés az ország nettó külső adósságát nem befolyásolja (mivel a devizatartalékok szintjét is csökkenti), csak a bruttó külső adósságot mérsékli.

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



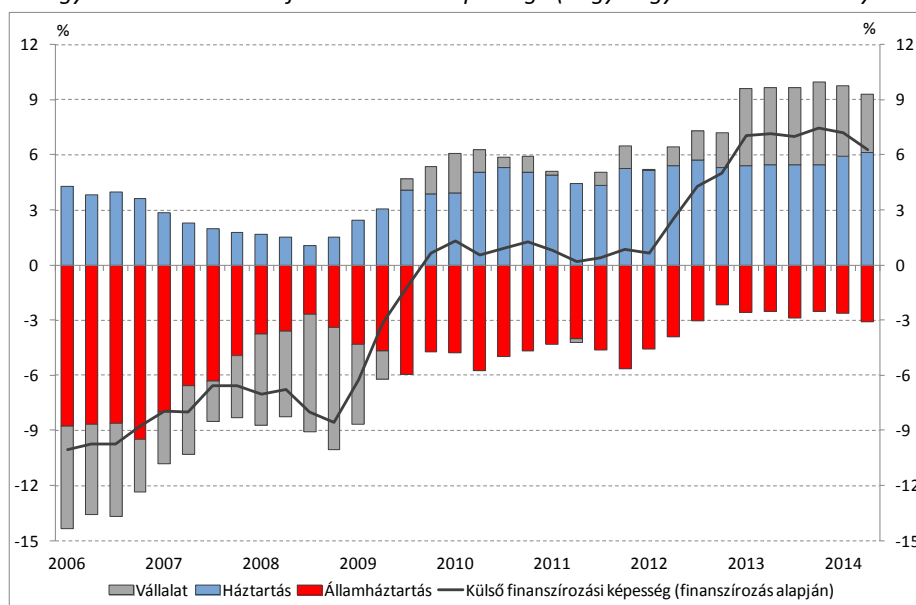
A rövid külső adósság szektorok szerinti alakulását tekintve a mérséklődés a bankrendszer mellett az államháztartáshoz köthető. A bankszektor rövid külső adóssága az előző negyedévi enyhe emelkedést követően közel 0,6 milliárd euróval mérséklődött, amelyben teljes egészében a berövidülő külső adósság csökkenése játszott szerepet. A bankok teljes, hátralévő futamidő szerinti rövid külső adóssága mintegy 9,6 milliárd eurót tett ki júniusban, ami nagyjából a 2006-os szintnek felel meg. Érdemes a bankok külső adósságával kapcsolatban azt is megjegyezni, hogy a bankrendszer egy éven belül lejáró, eredetileg hosszú lejáratú adóssága már csak 1 milliárd eurót tesz ki. A II. negyedévben tovább folytatódott a konszolidált államháztartás rövid külső adósságának mérséklődése, amelyben szintén az állam eredetileg hosszú, de rövidebbé váló adósságának csökkenése volt meghatározó. Májusban ugyanis lejárt egy – a főként a külföldi szektor által tartott – devizakötvény. Az államháztartás eredeti futamidő szerinti rövid külső adósságának szinten maradása ellentétes irányú folyamatok eredményeként alakult ki: a külföldiek kezében lévő MNB-kötvény állomány mérséklődését ellensúlyozta az államháztartás EU-val szembeni rövid tartozásának emelkedése (ez utóbbi a felhasználást meghaladó EU-transzfer átutalás eredménye). A vállalati szektor rövid külső adóssága minimálisan emelkedett, mely a hosszabb lejáratú hitelek éven belülivé válásával magyarázható.

4. SZEKTOROK MEGTAKARÍTÁSA SZERINTI MEGKÖZELÍTÉS

A gazdaság finanszírozási szempontból mérséklődő külső finanszírozási képessége döntően a vállalatok – bővülő beruházásokkal párhuzamosan – csökkenő nettó pénzügyi megtakarítása mellett alakult ki. A mérséklődést enyhén erősítette az állam kismértékben emelkedő finanszírozási igénye is, miközben a háztartások óvatossági motívumok által meghatározott finanszírozási képessége tovább emelkedett. Tovább folytatódott a háztartások portfólióátrendezése is, azonban a bankbetét-megtakarítások leépítése a korábbi negyedévekhez képest mérséklődött.

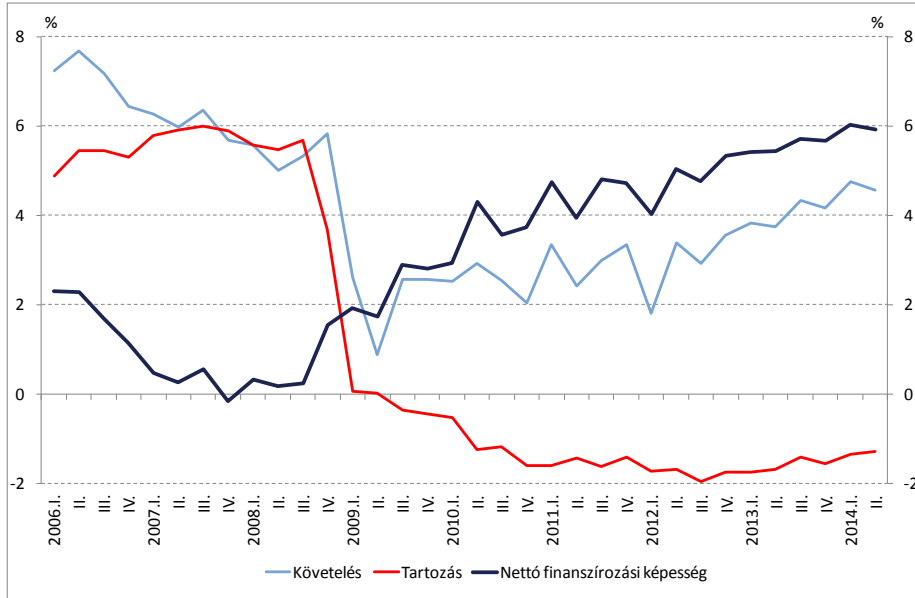
A négy negyedéves finanszírozási adatok alapján a gazdaság finanszírozási képességének mérséklődése a szektorok pénzügyi megtakarításának oldaláról nagyobb részben a vállalatok csökkenő pénzügyi megtakarításához köthető, míg a háztartások finanszírozási képessége tovább emelkedett. A vállalatok a II. negyedév során az EU-transzferek és a Növekedési Hitelprogram következtében is jelentősen emelkedő beruházások mellett mérsékeltek nettó finanszírozási képességüket – azonban a szektor ezzel együtt is továbbra is a nagymértékben járul hozzá a gazdaság nettó finanszírozási képességéhez. Ezzel egy időben a négy negyedéves adatok alapján az államháztartás finanszírozási igénye a II. negyedévben kismértékben emelkedett, bár nagysága továbbra is mérsékelt. Ennek hátterében főként a bérkiadások (a pedagógus életpályamodellhez és a közmunkaprogram kibővítéséhez kötődően) emelkedése állt. A háztartások ugyanakkor tovább növelték négy negyedéves nettó pénzügyi megtakarításaikat. A historikusan is magasnak számító finanszírozási képesség a bővülő reálkeresetek mellett továbbra is a lakossági viselkedést alapvetően meghatározó óvatossági megtakarítási motívum, illetve a korábban felhalmozott hitelek törlesztése mellett alakult ki.

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



2014 II. negyedévében a háztartások nettó pénzügyi megtakarításának négy negyedéves értéke az előzetes pénzügyi számlák alapján a GDP 6 százalékára emelkedett, a szezonálisan igazított adat ugyanezen szint körül stabilizálódott. A historikusan magas finanszírozási képesség a hiteltartozások folytatódó törlesztése és az előző negyedévhez hasonló mértékben bővülő pénzügyi eszközök eredményeként alakult ki (19. ábra). A lakosság bővülő foglalkoztatás mellett emelkedő reáljövedelmének továbbra is jelentős részét takarítja meg, amiben elsősorban a válság óta domináns óvatossági megtakarítási motívumok játszhatalnak szerepet. Emellett továbbra is jelentős a lakosság forrásoldali alkalmazkodása, így a háztartások tartozásai 2014 II. negyedévében továbbra is számottevően, szezonálisan igazítva a GDP 1,3 százalékával mérséklődtek.

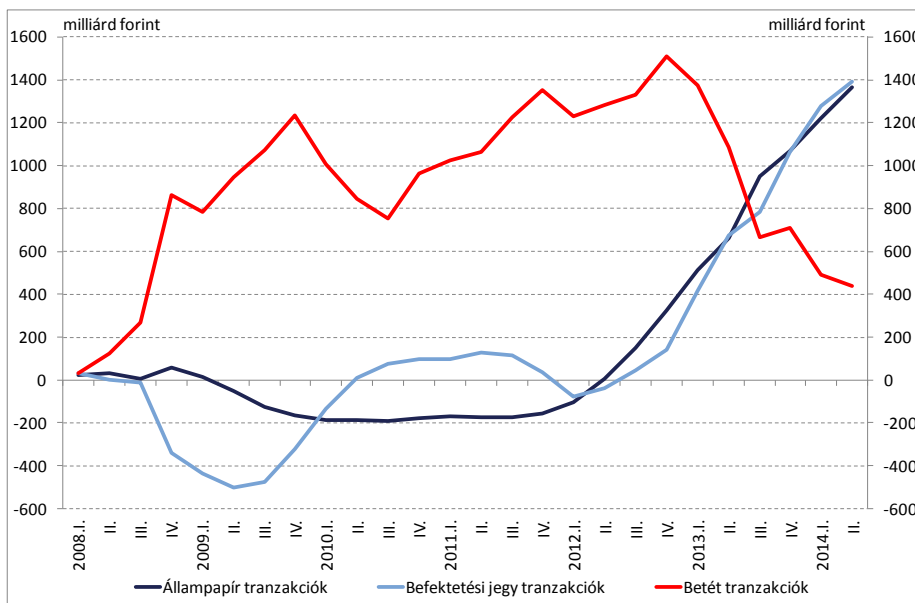
19. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)



*A lakosság korrigált pénzügyi megtakarítása nem tartalmazza a végtörlesztés a reálhozam-kifizetés, valamint a csődbe ment takarékszövetkezetek betéteseinek kártalanításához kötődő megtakarításokat növelő tranzakciókat.

A II. negyedév során a háztartások tovább bővítették értékpapír-megtakarításaikat, ugyanakkor a lakossági bankbetétek csökkenése – összehasonlítva az elmúlt negyedévekkel – lassult. A lakossági pénzügyi eszközök felhalmozásának szerkezetében folytatódott az átrendeződés a bankbetétek felől az állampapírok és a befektetési jegyek irányába. A bankbetéteken elérhető alacsony hozam arra ösztönözhetette a lakosságot, hogy a hosszabb távon magasabb hozamot ígérő eszközökbe fektessék megtakarításaikat. Az utolsó negyedévben a bankbetétekből való forráskiáramlás ugyanakkor lelassult, ami összhangban van – a lakosság által elmúlt időszakban leginkább preferált – Kamatozó Kincstárjegyeken elérhető kamatelőny enyhe mérséklődésével. A negyedév végén az is megfigyelhető volt, hogy a lakossági állampapír-portfólió szerkezete a hosszabb lejáratú papírok felé tolódott el, ami az államadósság belföldi szektorok révén történő finanszírozását erősítette. A lakosságról rendelkezésre álló II. negyedéves információk tehát továbbra is azt mutatják, hogy tovább erősödött az államháztartás belföldi finanszírozása, ami hosszabb távon elősegítheti a külső adósságráták csökkenését.

20. ábra: A háztartási eszközök kumulált tranzakciói



5. A KÜLFÖLDI VÁLLALATOK JÖVEDELMÉNEK ALAKULÁSA

Kiemelt témaként a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának alakulását mutatjuk be. A fizetési mérlegben megjelenő adatok szerint a külföldi tulajdonban lévő vállalatok nyeresége a válság előtt egyre nagyobb mértékű jövedelemkiáramlást eredményezett, aminek egy részét azonban a külföldi tulajdonosok visszaforgatták, növelve ezzel a hazai FDI-állományt. A válság kitörését követően a vállalatok profitja visszaesett, miközben a tulajdonosoknak kifizetett osztalék nagysága nem csökkent érdemben, ami az országba visszaforgatott jövedelem drasztikus csökkenésével járt együtt. Ennek hátterében vélhetően a romló növekedési kilátások és a kihasználatlan kapacitások miatti kisebb tőkeigény, illetve az anyavállalatoknak a válság miatt romló finanszírozási helyzetben fellépő forrásigénye állhatott. A közvetlen külföldi tulajdonú vállalatok profitjával kapcsolatban fontos tudni, hogy a nemzetközi módszertan szerint a fizetési mérlegben nem a vállalatok adózott eredménye jelenik meg, hanem az egyedi tényezőktől és ártértékelődéstől szűrt, „normál üzletmenet” szerinti eredmény. A vállalatok adózott eredménye alapján a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége az elmúlt években a GDP 1-4 százalékával magasabb értéket jelezne. Nemzetközi összehasonlításunk azt mutatja, hogy az európai uniós országok között is jellemző volt a hazánkban megfigyelt folyamatok, vagyis a válság kitörését követően csökkent a közvetlen tőke megtérülése, és emelkedett az osztalékfizetés aránya.

5.1. Bevezetés

Kiemelt témaként a vállalati jövedelmek alakulását mutatjuk be különböző szempontok alapján. A téma aktualitását az adja, hogy a 2014. II. negyedéves adatközléssel együtt kerül sor a nem rezidens vállalati jövedelmek revíziójára: a 2013-ra vonatkozó becsléseket a vállalati éves jelentések alapján tényadatok váltják fel. A vállalatok nyereségességéről az éves beszámolók és a vállalati statisztikai kérdőívek feldolgozásáig csak korlátozottan rendelkezünk adatokkal, így a fizetésimérleg-statisztikákban – a tárgyévét követő év szeptemberéig – a negyedéves profit mértéke nagyrészt becslésen alapul. Érdemes ugyanakkor megjegyezni, hogy a jövedelemegyenleg egy másik fontos részére, az osztalékokra viszont rendelkezünk negyedéves adatokkal, miközben az újrabefektetett jövedelem nagysága – a profit és az osztalék különbségeként – maradékelven számolódik.

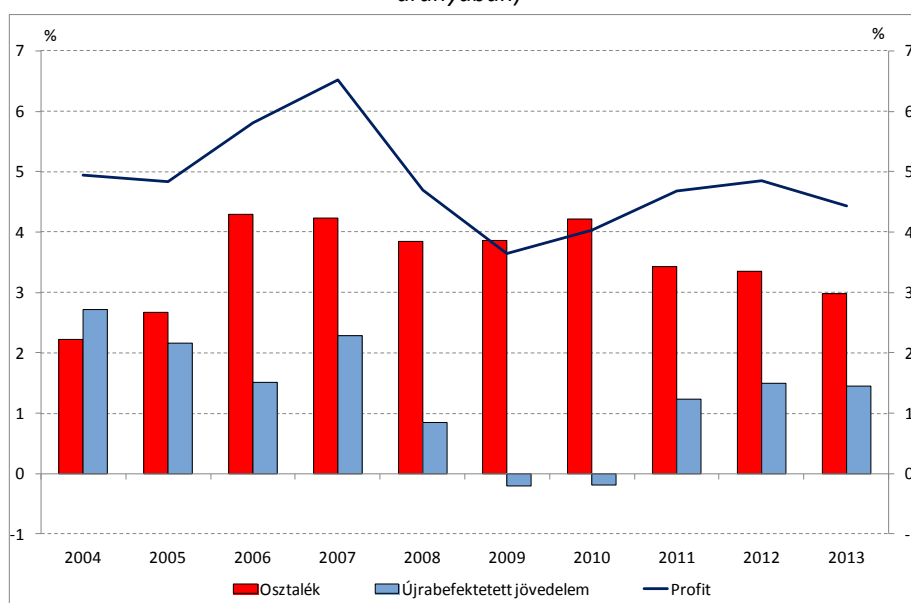
A vállalati jövedelmek, illetve eredmények elszámolására kétféle módszer létezik a nemzetközi statisztikákban. Az egyik módszer az összes vállalati eredménykategóriát figyelembe veszi, vagyis az ártértékelődéshez és rendkívüli eseményekhez kapcsolódó eredményelemeket is vállalati jövedelemként, illetve eredményként mutatja ki (all inclusive concept). A másik megközelítés az, amikor a fizetésimérleg-statisztikák csak a normál üzletmenethez kapcsolódó eredményt tartalmazzák. A nemzetközi statisztikai módszertani ajánlások (például az EU és Magyarország által is alkalmazott BPM6-os módszertan) a torzítások elkerülése végett csak az utóbbi koncepció, az ún. COPC-elszámolás (current operating performance concept – COPC) alkalmazását javasolják, ami az adózott eredményből kiszűri az egyszerűnek tekintett eredménytégeket.

A fejezet első részében a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok és bankok jövedelmi helyzetét mutatjuk be, részletesen elemezzük a nemzetközi statisztikai sztenderdek által javasolt COPC-korrektció hatását, majd nemzetközi összefüggés rendszerben is vizsgáljuk a témát. A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok jövedelmi helyzetére eltérő hatással volt a válság, ezért a fejezet első pontjában külön foglalkozunk mindkét szektorral. Míg a válság azonnal csökkentette a vállalatok profitját, addig a bankok esetében a drasztikus nyereségcsökkenés csak 2012-ben következett be. Ha COPC-korrektció nélkül vizsgáljuk az ágazatokat, vagyis ha a vállalatok tényleges adózott eredményét vesszük figyelembe, akkor a jövedelemegyenleg hiánya kisebb lenne, és ennek megfelelően a külső finanszírozási képesség is a fizetési mérlegben kimutatottnál nagyobb lenne – ennek okait részletesen bemutatjuk az erről szóló fejezetben. Végezetül nemzetközi összehasonlításban vizsgáljuk a Magyarországon működő külföldi tulajdonú leányvállalatok megtérülését, osztalékarányát és ezek változását a válság hatására.

5.2. Fizetési mérlegben megjelenő jövedelem

A külföldiek tulajdonában lévő vállalatok profitja a válság során visszaesett, azonban az osztalékfizetések továbbra is magasan maradtak, ami az újrabefektetett jövedelmek csökkenését okozta. 2011-től kezdve a vállalati profitok, és ezzel párhuzamosan a vállalatok újrabefektetései is emelkedni kezdtek. A válságot megelőző években a külföldi tulajdonú vállalatok esetében a Magyarországon megtermelt profit átlagosan mintegy 40 százalékát újra befektették. Ez úgy alakult ki, hogy a bankok megtermelt jövedelmének mintegy 70 százalékát fektették be újra, míg a vállalatok nyereségének ennél valamivel kisebb részét. A válság kitörését követően a külföldi tulajdonosok a vállalatok megtermelt profitjának átlagosan kevesebb mint 20 százalékát fektették be újra Magyarországon. Voltak olyan évek is, amikor a külföldiek számára kiutalt osztalék a megtermelt profitot is meghaladta – vagyis közvetlenül a válságot követően hiába romlott a vállalatok jövedelmezősége, vélhetően az anyavállalatok likviditásigénye miatt magasan maradt az osztalékfizetés, csökkentve ezzel az újrabefektetett jövedelmeket, és áttételesen a külfölditőkebefektetések nagyságát. Ennek aránya azonban az elmúlt években a növekedési kilátások javulásával fokozatosan emelkedett. Ez ugyanakkor csak a válságot követő két évben volt jellemző – 2011-től kezdődően a magasabb profittal összhangban a külföldi tulajdonosok újrabefektetett jövedelmei ismét növekedtek.

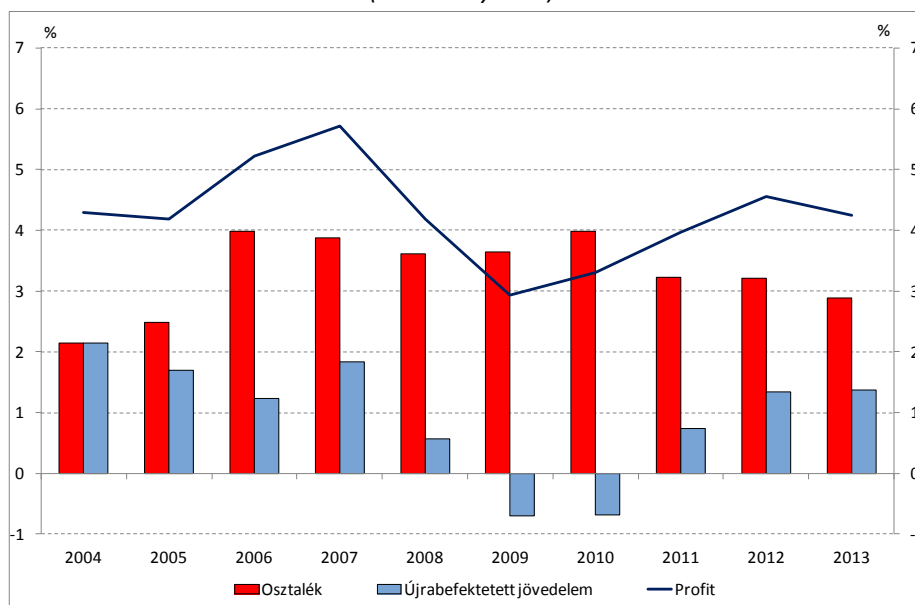
21. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok Magyarországon megtermelt jövedelmének felhasználása (a GDP arányában)



5.2.1. Nem pénzügyi vállalati szektor

A külföldi tulajdonú nem pénzügyi vállalatok a válság során visszaeső profit ellenére csak kismértékben csökkentették az osztalékok kifizetését, így annak forrása részben a korábban felhalmozott újrabefektetett jövedelmek voltak. A külföldi érdekeltségű nem pénzügyi vállalatok termelték meg 2004 óta az összes (tehát banki és nem pénzügyi vállalati) külföldi tulajdonú közvetlentőke-befektetések által kitermelt profit mintegy 88 százalékát, és ennek közel negyedét fektették be újra Magyarországon. Az újrabefektetések alakulása nagyon hasonló volt az összes külföldi tőkebefektetés jövedelmeinek felhasználásához. A vállalatok jövedelmezőségét a gazdasági válság nagymértékben befolyásolta, a vállalatok profitja 2009-re a 2007-es felére esett vissza. Ezzel párhuzamosan azonban az osztalékfizetések csak kisebb mértékben csökkentek. Ebben szerepe lehetett annak is, hogy a növekedési kilátások romlására a vállalatok jelentősen visszafogták beruházásaikat, valamint hogy a válság miatt szűkülő finanszírozási lehetőségek következtében az anyavállalatoknak is több belső forrásra volt szükségük. Így a vállalatok osztalékfizetését 2009–2010 során részben a korábban felhalmozott újrabefektetett jövedelmek, az eredménytartalék terhére hajtották végre. A vállalatok profitja 2009 után fokozatosan emelkedett, és 2012–2013-ban a GDP arányában már megközelítette a 2006-os értékeket, miközben az osztalékfizetés is mérséklődött – ennek megfelelően az újrabefektetett jövedelmek nagysága emelkedésnek indult.

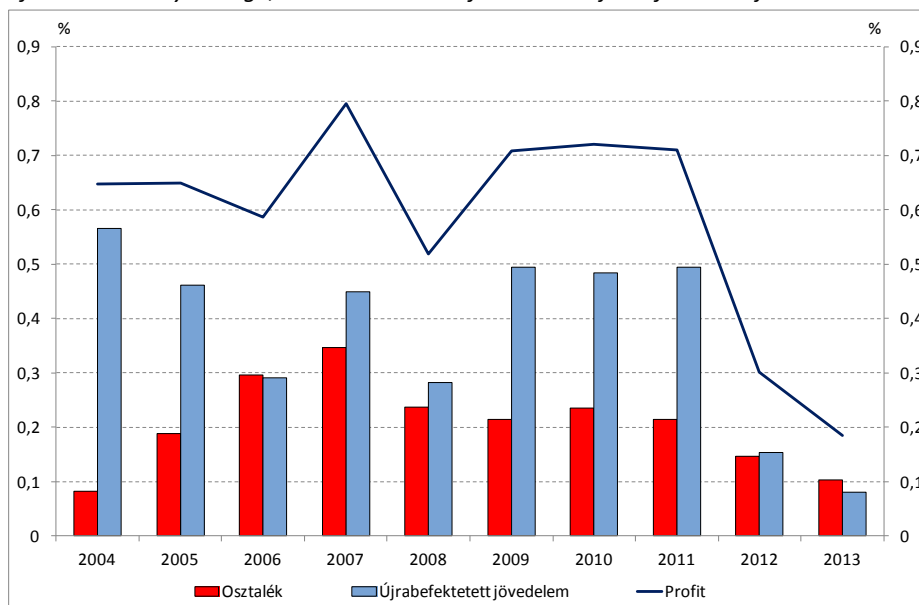
22. ábra: A külföldi tulajdonú nem pénzügyi vállalatok Magyarországon megtermelt jövedelmének felhasználása (GDP arányában)



5.2.2. Bankszektor

A nem rezidensek tulajdonában lévő hitelintézetek fizetési mérlegben megjelenő nyeresége csak 2012-től esett vissza nagyobb mértékben, ami 2013-ban kisebb mértékben, de tovább folytatódott – azonban a vállalatokhoz hasonlóan erre elsősorban az újrabefektetett jövedelmek csökkentésével reagáltak (23. ábra). A bankok GDP-arányos, normál üzletmenethez kapcsolódó profitja 2007-ben érte el a historikus csúcst, majd 2008-ban a válság hatására érdemben mérséklődött, a következő három évben azonban az eredményesség ismét a válság előtt jellemző szintet ért el. Ebben az időszakban a nyereség növekedése az újrabefektetések bővülését okozta, ami többek között a bankok időszak során megemelkedő tőkeigényéhez is köthető. 2012-ben azonban a profit visszaesése már az újrabefektetett jövedelmek számottevő mértékű mérséklődését okozták. A bankok normál üzletmenet szerinti jövedelmezőségének hosszabb távon tapasztalt visszaesésében több tényező is szerepet játszhatott, ezek közül a legfontosabbak: a bankokat terhelő különadó, a jegybanki kamatcsökkentés miatt mérséklődő kamatmarzsok, valamint a hitelezés visszaesése. A bankok jövedelmezőségére szintén hatással volt a nem fizető hitelesek arányának emelkedése, illetve a végtörlesztés által okozott veszteségek, ugyanakkor ezen tényezők a normál üzletmenet szerinti eredményt nem befolyásolták (részletesebben lásd az adózott eredményről szóló részt).

23. ábra: A külföldi bankok nyeresége, bruttó osztalék kifizetése és újrabefektetett jövedelme a GDP arányában

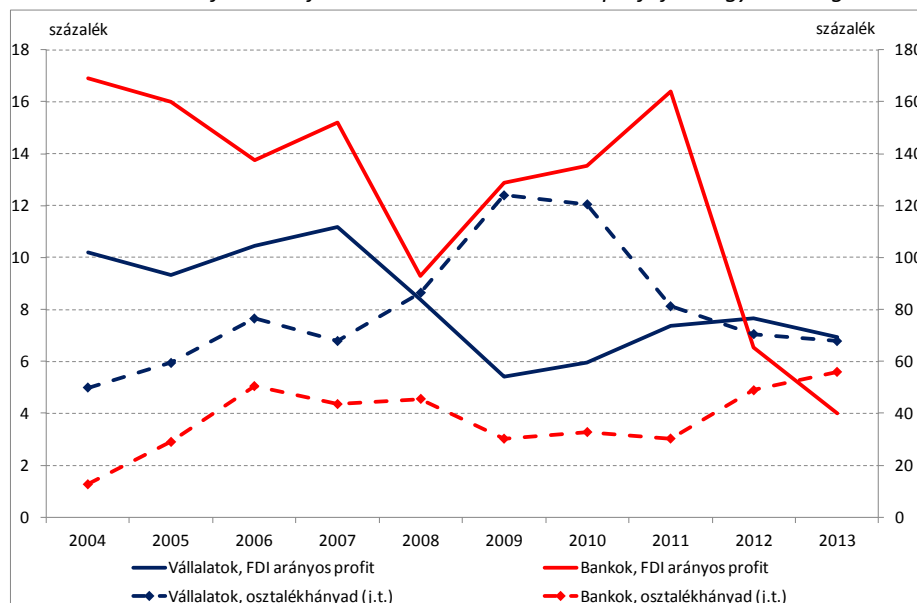


5.2.3. A bankok és nem pénzügyi vállalatok jövedelmezőségének összehasonlítása

Annak ellenére, hogy a GDP arányában a vállalatok által megtermelt profit magasabb, a befektetett tőke arányában számított megtérülés 2012-ig a bankok esetében volt nagyobb. A bankok nyeresége 2004 és 2011 között a tulajdonosok által befektetett tőke arányában meghaladta a vállalatoknál tapasztaltat (24. ábra). Azonban mivel a befektetett tőke a vállalatok esetében nagyságrendekkel meghaladja a bankokba fektetett tőkét, így lehetséges az, hogy a GDP arányában megtermelt profit mégis a vállalatok esetében volt magasabb. Érdeemes kiemelni azt is, hogy a pénzügyi válság hatására a bankok és a vállalatok eredményessége is mérséklődött, azonban a GDP visszaesésével párhuzamosan a vállalatok nyereségessége nagyobb mértékben mérséklődött, mint a bankoké. A bankok befektetéseinek megtérülése is gyorsabban állt helyre: 2010–2011 során a külföldi bankok tőkearányos normál üzletmenet szerinti profitrátája már a válságot megelőző évek szintjén mozgott, míg a vállalatok esetében annak mértéke jelentősen elmaradt a korábbi években megfigyelttől. 2012 során a bankok profitja érdemben mérséklődött, ami tükröződött megtérülésükben is. 2012–2013 során a külföldi tulajdonban lévő bankok tőkearányos normál üzletmenet szerinti profitja a válság legmélyebb pontját is alulmúlta, és a korábbi trendekkel ellentétben elmaradt a vállalatok mutatójától.

Az osztalékhányad a vállalati és banki szférában a válság előtti időszakban többnyire egy irányba változott, a válság óta azonban a mutató eltérő alakulását figyelhetjük meg. A vállalatok osztalékfizetéseinek aránya 2008 után jelentősen megugrott, hiszen a mérséklődő nyereség mellett az alacsonyabb növekedési kilátások miatt a beruházások visszaesése következtében csökkentek az újrabefektetett jövedelmek, ami a profit arányos osztalékfizetés emelkedését is jelentette. A bankok esetében azonban más volt a helyzet: a prudens működéshez sok esetben tőkepótlásra volt szükség, amit részben anyabanki tőkepótlással, részben a megtermelt jövedelmek nagyobb arányú újrabefektetésével igyekeztek elérni. Ennek eredménye volt, hogy a bankok újrabefektetett jövedelmei a válság éveiben emelkedtek, miközben az osztalékfizetések enyhén mérséklődtek.

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



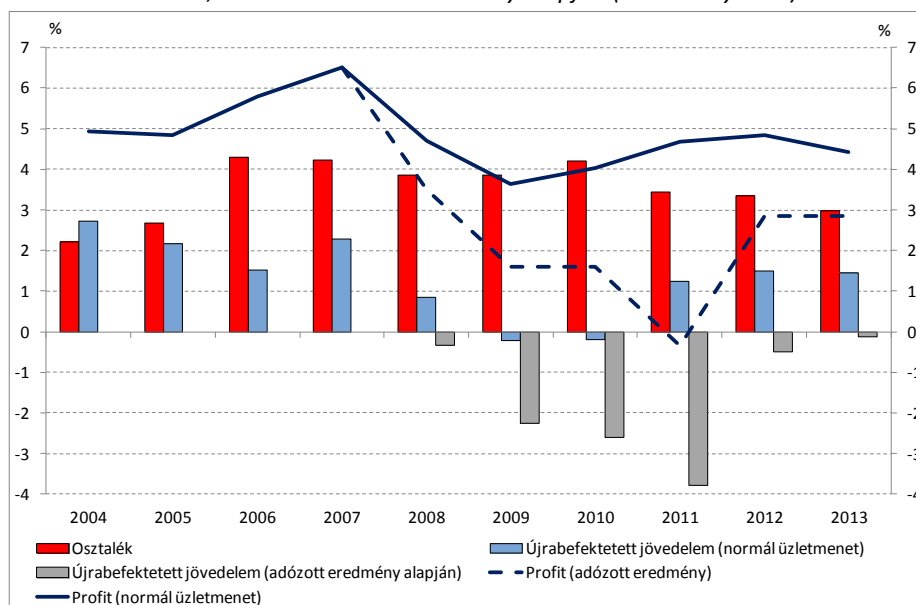
5.3. A külföldi tulajdonú vállalatok adózott eredménye

A nemzetközi statisztikai előírásoknak megfelelően Magyarország fizetésimérleg-statisztikái is a normál üzletmenet szerinti eredményt veszik figyelembe. 2008 előtt a magyar fizetésimérleg-statisztika az összes vállalati számviteli eredménykategóriát tartalmazta. Az új kérdőíves megkérdezés révén ugyanakkor lehetőség nyílt a nem normál üzletmenethez kötődő eredményelemek elkülönítésére. A számviteli eredmény így a kérdőívek alapján megbontható aszerint, hogy az statisztikailag jövedelemként, átértékelődésként vagy egyéb állományváltozásként hatott a saját tőke értékének változására. Az egyedi hatásoktól és átértékelődéstől megtisztított eredményt nevezzük normál üzletmenet szerinti eredménynek, és ez kerül be a fizetésimérleg-statisztikába (az úgynevezett COPC-korrektció során figyelembe vett eredménytételről részletesebben lásd a „Módszertani megjegyzések a fizetési mérleghez és állományi statisztikához” című statisztikai kiadványt).

A Magyarországon működő külföldi tulajdonú bankok és vállalatok normál üzletmenet szerinti nyeresége csak kisebb mértékben esett vissza, mint a vállalati beszámolóiban szereplő adózott eredmény. Az új vállalati kérdőívek segítségével a fizetésimérleg-statisztika 2008-tól kezdődően már a normál üzletmenethez kapcsolódó eredményt használja tulajdonosi jövedelemként. A rendelkezésre álló adatok alapján elmondható, hogy a normál üzletmenethez kapcsolódó jövedelem a válság kitörésekor csak kisebb mértékben esett vissza, utána a korábban jellemző szint körül alakult. Az éves beszámolóiban szereplő adózott eredmény ugyanakkor számottevő mértékben csökkent egészen 2011-ig, amiben jelentős szerepet játszhatott a bankok adózott eredményének – döntően a hitelleírások és a végtörlesztés hatására történt – csökkenése, illetve a nem pénzügyi vállalatok esetében az árfolyam gyengülésekor fellépő átértékelődési veszteség, illetve a befektetett pénzügyi eszközök értékesítésének eredményrontó hatása (25. ábra kék, szaggatott vonal).⁷ Az átértékelődési hatásokat is tartalmazó, teljes adózott eredmény 2011-et követően – a normál üzletmenet szerinti jövedelemnél is jobban – emelkedett, azonban továbbra sem éri el a normál üzletmenet szerinti eredményt, így a válság előtt jellemző szinteket.

⁷ A COPC-korrektcióra vonatkozóan nincs szektorbontás, ezért nem lehet elkülöníteni a bankokra és a nem pénzügyi vállalatokra gyakorolt hatását.

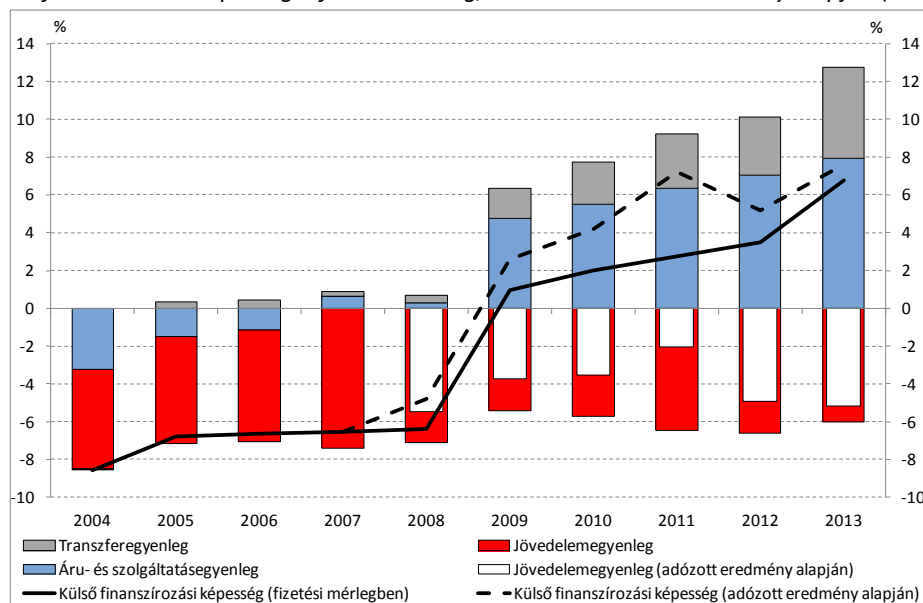
25. ábra: A külföldi tulajdonú bankok és vállalatok megtermelt jövedelmének felhasználása a normál üzletmenet szerint, illetve az adózott eredmény alapján (GDP arányában)



Az osztalékfizetés a válság hatására – a visszaeső jövedelmek ellenére – csak kisebb mértékben csökkent, ami így az eredménytartalékok mérséklődését eredményezte. Míg 2009–2013 között mintegy 17 milliárd euro osztalékfizetésre került sor, addig a vállalatok tényleges adózott eredménye csak közel 8,5 milliárd eurót tett ki ebben az időszakban. Vagyis a vállalatok az alacsonyabb eredmények ellenére is fizettek – a korábbi években megszokotthoz hasonló mértékű (később kisebb) – osztalékot, ami erősen negatív tényleges újrabefektetett jövedelmet eredményezett (26. ábra, szürke oszlop). A negatív újrabefektetett jövedelem praktikusán azt jelenti, hogy a vállalatok – a veszteség mellett – a korábban felhalmozott eredménytartalékot használták fel az osztalék fizetésére. Ebből viszont implicit az is következik, hogy a korábbi évek visszaforgatott profitja nagymértékben az eredménytartalékok feltöltésére – és utólag megítélve végső soron osztalékok kifizetésére szolgált.

A vállalatok adózott eredménye alapján a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége az elmúlt években a GDP 1-4 százalékával magasabb értéket jelezne. A fizetésimérleg-statisztika úgy készül, hogy az éves jelentésekben szereplő adózott nyereségből levonják az egyedi és átértékelődéssel összefüggő tételeket, és csak a normál üzletmenet szerinti profitot veszik figyelembe. Ha a rendkívüli eredménytétel veszteséget mutatnak – mint az Magyarországon az elmúlt években jellemző volt –, akkor a normál üzletmenet szerinti eredmény nagyobb profitot mutat, mint az adózott eredmény. Más szóval a rendkívüli eredményt a fizetési mérleg nem veszi figyelembe, és a rendkívüli veszteséggel nagyobb a jövedelem. Vagyis a Magyarországon jellemző rendkívüli veszteség (pl. végtörlesztés) esetén a külső finanszírozási képesség részét alkotó jövedelemegyenleg magasabb hiányt mutat, mintha a fizetésimérleg-statisztika az éves beszámolóban szereplő adózott eredményt használná. A fizetésimérleg-statisztika a pénzügyi mérlegben is a normál üzletmenet szerinti jövedelmet alkalmazza, és az ebből levont osztalékként kapott újrabefektetett jövedelem kerül a finanszírozási oldalra – vagyis a COPC-korrekciónak nem befolyásolja a fizetési mérleg hibájának, a NEO-nak a mértékét. Végezetül azt is fontosnak tartjuk ugyanakkor megjegyezni, hogy a hivatalos statisztika által bemutatott folyamatok jobban tükrözik a fundamentális folyamatokat, és a nemzetközi módszertan használatával lehetővé teszik az egyes országok folyamatainak megalapozott összehasonlítását.

26. ábra: A külső finanszírozási képesség a fizetési mérleg, illetve az adózott eredmény alapján (GDP arányában)

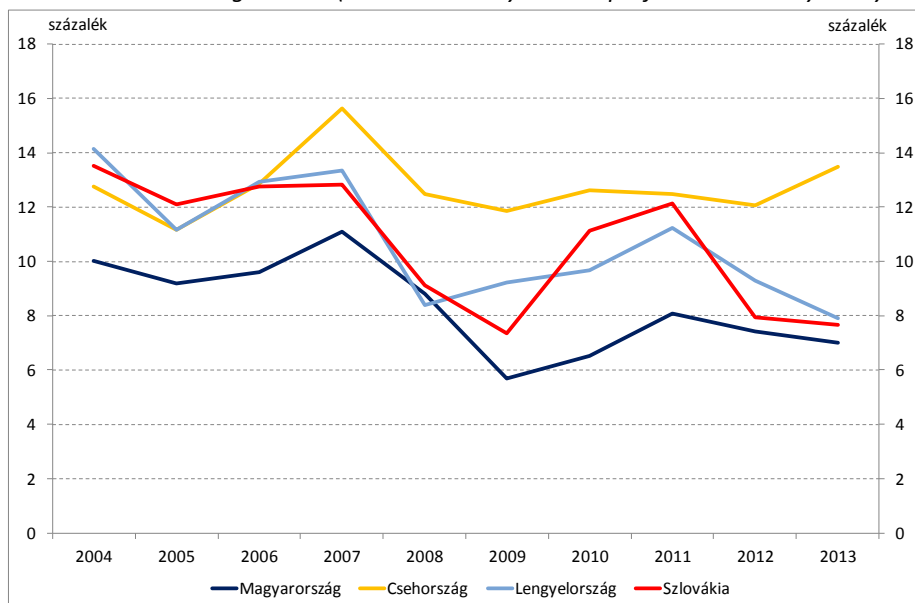


5.4. Nemzetközi összehasonlítás

5.4.1. Régiós összevetés

Régiós összehasonlításban a közvetlentőke-befektetéseken elért profit a válság hatására mindenhol visszaesett, azonban a megtérülés mértéke a teljes horizonton Magyarországon a legalacsonyabb (27. ábra). Érdekes a magyarországi közvetlentőke-befektetések megtérülését a régiós országokban megfigyelthez viszonyítani. A visegrádi országok közül például Csehországban annak ellenére a magyarhoz hasonló mértékű a jövedelemkiáramlás, hogy Csehországnak nincs nettó külső adóssága. Csehországban ugyanis a jövedelemferegyleg magas hiányát a közvetlentőke-befektetéseken elért magas profit okozza (Fizetési mérleg jelentés, MNB, 2014. július), így a vizsgált országok közül Csehországban volt a legmagasabb a külföldiek tőkearányos profitja. Ezzel szemben 2004-től kezdve Magyarországon volt a legalacsonyabb a tőkebefektetések állományarányos megtérülése, mégis – mint azt bemutatjuk – átlagosan a régió többi országát meghaladó mértékű tőkét vontak ki a külföldi vállalatok Magyarországról (29. ábra). A pénzügyi válság hatásai az összes régiós országban tetten érhetők: a külfölditőke-befektetések jövedelmezősége a tőke arányában a régió országaiban jellemzően 4-6 százalékpont közötti mértékben esett vissza.

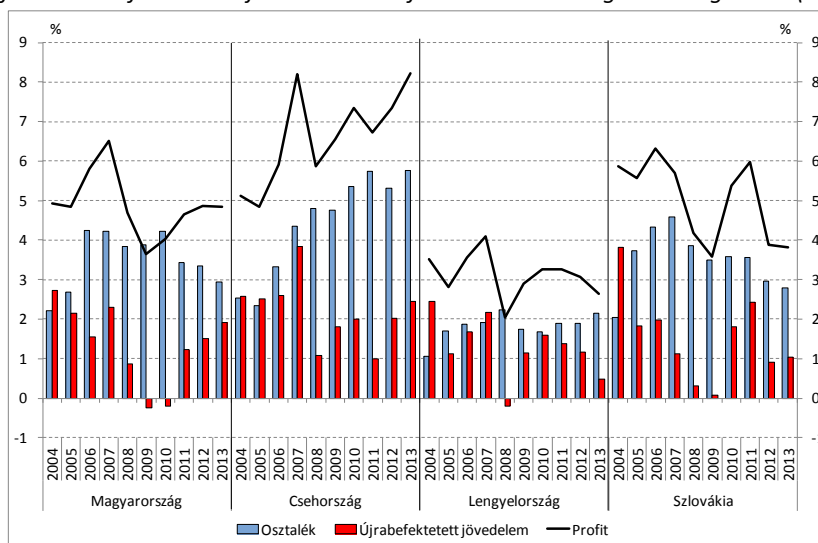
27. ábra: A működőtőke megtérülése (az FDI-állományon elért profit FDI-állomány arányos értéke)



Forrás: Eurostat

A válságot követően a régiós országokban működő külföldi tulajdonú vállalatok mérséklődő profitjukat az újrabefektetett jövedelmek csökkentésével kompenzálták, miközben a repatriált jövedelmek továbbra is magasan maradtak. A külföldi érdekeltségű vállalatok régióban megfigyelt GDP-arányos nyeresége a válságot megelőzően fokozatosan emelkedett. A 2008-as pénzügyi válság ugyanakkor a régió összes országában a vállalatok jövedelmezőségének visszaesésével járt együtt (28. ábra). Ez a visszaesés a visegrádi országokban jellemzően az újrabefektetett jövedelmek mérséklődését okozta, miközben az osztalékok kifizetése a válságot megelőző szinteken maradt. Az újrabefektetések csökkenése csak Magyarországon és Lengyelországban járt együtt azzal, hogy a külföldi tulajdonú vállalatok összesítve is a korábban felhalmozott tőke terhére fizettek ki osztalékokat a tulajdonosok számára. Szembetűnő az is, hogy a külföldi tulajdonú vállalatok GDP-arányos nyereségét tekintve a régiós országok közül kiemelkedik Csehország, ahol a válság óta a profit fokozatosan tovább emelkedett és 2013-ban már elérte a válság előtti – GDP arányosan több mint 8 százalékos – értéket. Magyarországon a válságot követő években emelkedett a vállalatok profitja, és a 2004–2005 során megfigyelt szinteken stabilizálódott. Ezzel szemben Lengyelországban és Szlovákiában a válság után emelkedő profit 2012–2013 során ismét csökkenni kezdett.

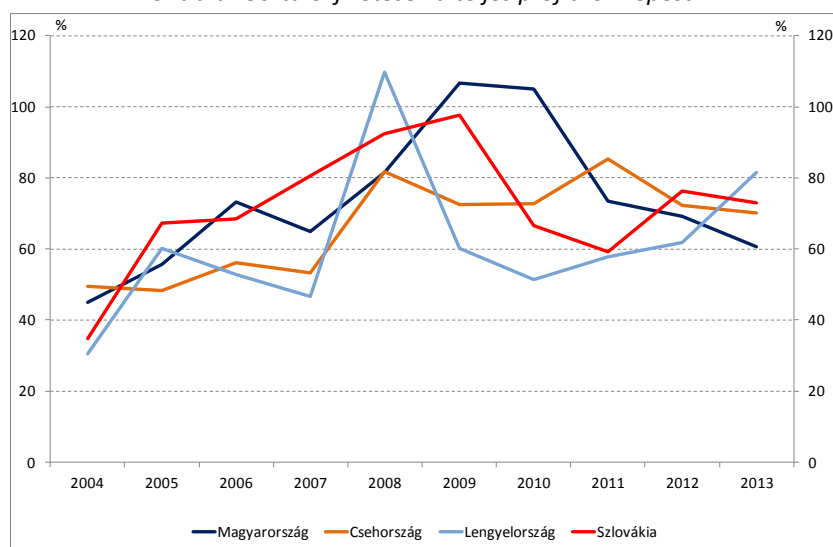
28. ábra: A külföldi tőkebefektetések jövedelmeinek felhasználása a régiós országokban (GDP arányában)



Forrás: Eurostat

Míg a válságot követő években Magyarországon a vállalatok osztalékkifizetése magasabb volt a régiós országok átlagánál, a 2012–2013 során lezajló folyamatok eredményeképpen már elmarad tőlük. A válságot követően a profitarányos osztalékkifizetések emelkedését figyeltük meg, azonban annak mértéke Magyarországon meghaladta a régió más országainak hasonló mutatóját, ami elsősorban a gyenge növekedési kilátásainkkal volt magyarázható. Az elmúlt két évben azonban az osztalékfizetés aránya mérséklődött, így 2013-ban a Magyarországon tevékenykedő külföldi cégek profitjuk kisebb részét fizették ki osztalékként a külföldi tulajdonosaiknak, mint a többi visegrádi országban. Amennyiben az újrabefektetés relatív magasabb aránya – egyre inkább növekvő profitabilitás mellett – a következő években is fennmarad, az pozitívan befolyásolhatja a növekedési kilátásainkat.

29. ábra: Osztalékkifizetések a teljes profithoz képest



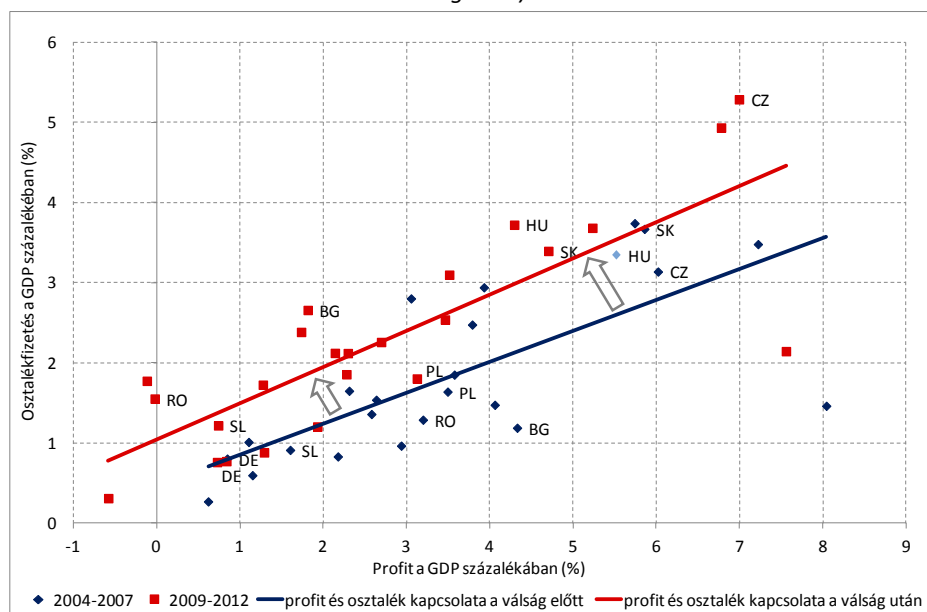
Forrás: Eurostat

5.4.2. Európai uniós összevetés

Az uniós országokban általánosan a válságot követő években a külföldi tulajdonú vállalatok megtermelt profitjuk nagyobb részét utalták ki a tulajdonosoknak, miközben az újrabefektetés aránya mérséklődött. Az Európai Unió országaiban a gazdasági válság hatására a GDP-arányos profit és osztalékkifizetések heterogén módon alakultak. Egyrészt az európai uniós országok több mint felében, jellemzően az Unióhoz 2004 óta csatlakozó országokban az osztalék emelkedése a GDP-arányos profitráta számottevő mérséklődése mellett volt megfigyelhető. Ez a korábban a Magyarország esetén is leírt folyamatokkal állhat párhuzamban, egyrészt 2008 után a beruházások megtérülésének mérséklődése, a növekedési kilátások romlása a belföldi beruházások csökkenéséhez vezethetett, ezért a külföldi tulajdonú vállalatok hazavitték nyereségüket. Másrészt a külföldi tulajdonú vállalatok anyavállalatainak nagyobb igénye lehetett a leányoktól származó elkölthető forrásokra is, ami szintén a magasabb osztalékfizetések felé mozdította el a jövedelmek felhasználását. Ez azzal is együtt járt, hogy az újrabefektetett jövedelem aránya általánosságban mérséklődött a válság után.

Magyarországon európai uniós összehasonlításban magas a külföldi tulajdonú vállalatok által megtermelt profit illetve kifizetett osztalék nagysága. Magyarországhoz hasonló volt Csehországban is a külföldi tulajdonú vállalatok által megtermelt profit a válság előtt, azonban a válság kitörését követően Csehországban nőtt a külföldi tulajdonú vállalatok profitja, miközben az osztalékok kifizetése a válság előtt elmaradt a magyartól, addig a válságot követő években jelentősen meghaladta azt. Ezzel szemben a válság által kevésbé érintett Németország nagyobb, fejlettebb, külföldi tőkére kevésbé ráutalt gazdaságában a külföldi befektetések által megtermelt profit nagysága a GDP arányában számottevően kisebb volt a válságot megelőző és az azt követő években is, illetve az osztalékfizetés is nagyjából változatlan maradt.

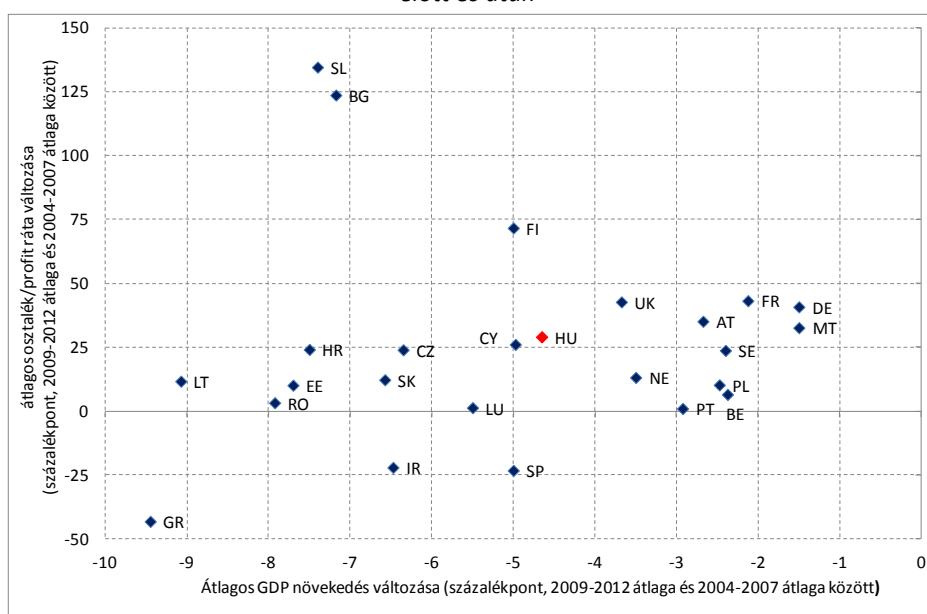
30. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok profitja és osztalékfizetése a GDP arányában (2004–2007 és 2009–2012 átlagában)



Forrás: Eurostat

A válságot követő években az alacsonyabb gazdasági bővülésnek is lehetett hatása a külföldi tulajdonossal rendelkező vállalatok magasabb osztalékfizetésére. A visszaeső konjunktúra miatt mérséklődő beruházások következtében mérséklődhetett az újrabefektetett jövedelem, ami a korábban jellemzően magasabb osztalékfizetéssel járhatott (31. ábra). Az ábrán a válság előtti és a válságot követő évek átlagos GDP növekedésének különbsége, valamint azonos időszakok átlagos profit arányos osztalékfizetésének változása szerepel. Az országok túlnyomó részében a válságot követő években a kisebb gazdasági bővülés mellett nőtt az osztalékráta, azaz csökkent az újrabefektetés aránya. Ez a kapcsolat szintén arra utal, hogy a növekedés alakulása hatással lehet a külföldi tulajdonosok osztalékpolitikájára – ugyanakkor ezzel kapcsolatban azt is érdemes megjegyezni, hogy a csökkenő újrabefektetett jövedelem a visszafogottabb beruházásokon keresztül önmaga is hozzájárulhat az alacsonyabb gazdasági növekedés kialakulásához.

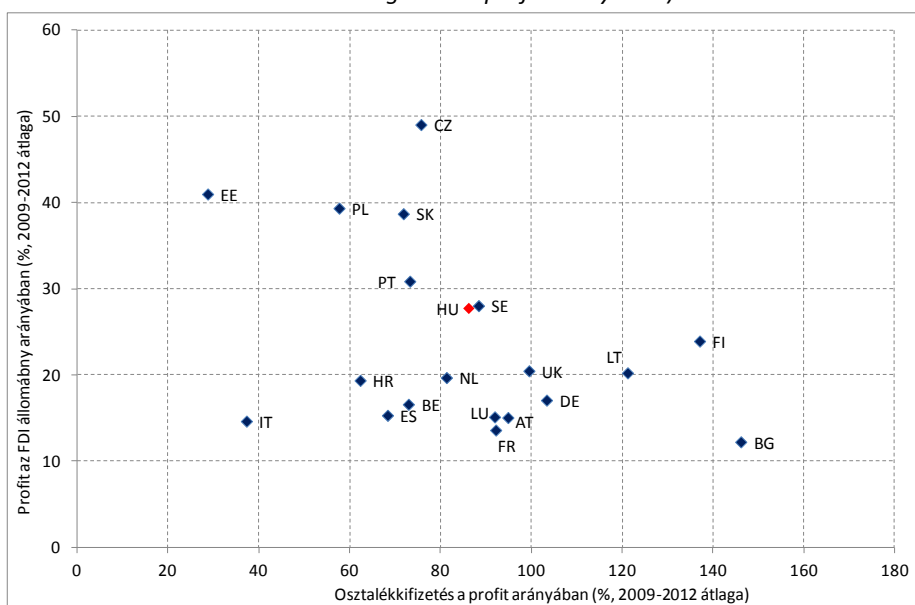
31. ábra Az átlagos GDP-növekedés hatása a külföldi vállalatok átlagos osztalékhányadának változására a válság előtt és után



Forrás: Eurostat

A 2009–2012-es adatok alapján a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatokról elmondható, hogy a befektetésarányos profit a 2004-ben csatlakozott országok között viszonylag alacsony és a profitarányos osztalékfizetés magas. Érdekes ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy a befektetett tőkéhez viszonyított osztalékfizetés az uniós átlaghoz képest viszonylag magas volt Magyarországon. Az európai uniós országokban befektető külföldi vállalatok által megtermelt profit és kifizetett osztalék az EU-hoz újonnan csatlakozó és régebben EU-tagországok között eltérő. Míg a fejlettebb országokban a vállalatok jellemzően alacsonyabb tőkemegtérüléssel rendelkeznek, addig a 2004-ben és azóta csatlakozott országokban az állományarányos profitráta jellemzően magasabb, ami természetesen összefüggésben áll a fejlődő országok felzárkózásával is. Az újonnan belépett országok között Magyarországon relatív alacsony a befektetések megtérülése, Csehország esetében azonban kifejezetten magas (32. ábra). A profitarányos osztalékfizetés a régebbi tagországokban magasabb, míg az újabban csatlakozott országokban alacsonyabb az átlag – Magyarországon az osztalékfizetés a régióhoz képest magasnak mondható. A befektetések arányában kifizetett osztalékokat tekintve az figyelhető meg, hogy a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok a befektetett tőkéhez viszonyítva az Európai Unió országaiban jellemzőnél nagyobb összegeket fizettek ki osztalékként a tulajdonosaiknak.

32. ábra: A külföldi vállalatok által megtermelt profit és kiutalt osztalék az Európai Unió országaiban (a befektetett tőke és a megtermelt profit arányában)



Forrás: Eurostat

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 ország rész 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

2014. szeptember

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

