



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2017
OKTÓBER

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2017
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 jegybank feladata. 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 „Fizetésimérleg-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 és közgazdasági elemzésekért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt a Monetáris politika és pénzügyi elemzés igazgatóságán készült. A jelentés készítésében részt vettek: Balogh Eszter, Boldizsár Anna, Csom-Bíró Gabriella, Csontos Orsolya, Gerlaki Bence, Kékesi Zsuzsa, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter és Sisak Balázs. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

A jelentés a 2017. szeptember 20-áig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

ÖSSZEFOGLALÓ

2017 második negyedévében a **belső kereslet felfutásával enyhén romlott a folyó fizetési mérleg**, miközben a **növekvő transzferek hatására javult a finanszírozási képesség**. A szintben továbbra is magas finanszírozási képesség tovább csökkentette az ország **külső eladósodottságát**, ami **kedvezően hatott a gazdaság külső sérülékenységre**. A második negyedévben a **folyó fizetési mérleg négy negyedéves többlete a GDP 4,8 százalékára mérséklődött**, miközben a **gazdaság finanszírozási képessége a GDP 6 százalékára bővült**, amely továbbra is érdemben meghaladja a visegrádi országokra jellemző szintet.

A szeptemberi adatközléssel sor került a **fizetési mérleg adatainak revíziójára**, ami érdemben érintette a 2016-os adatokat. A vállalati tényadatok beérkezésével a külföldi tulajdonú vállalatok profitegyenlege az előzetesen becsültnél nagyobb mértékben csökkent, és így a **jövedelemegyenleg hiánya alacsonyabb lett**. Ezzel párhuzamosan a **nemzeti számlák revíziójához kötődően mérséklődött a külkereskedelmi többlet**, ami alacsonyabb finanszírozási képesség irányába hatott. Az adatmódosítások együttes hatására a **2016-os finanszírozási képesség a GDP 0,8 százalékával lett magasabb és a GDP 6,3 százalékára módosult**.

2017 második negyedévében a **reálgazdasági megközelítés szerinti finanszírozási képesség a GDP 6 százalékára emelkedett**. Az enyhén bővülő külső egyensúlyi pozíció úgy alakult ki, hogy az **enyhén mérséklődő külkereskedelmi egyenleg többlet és a növekvő jövedelemegyenleg-hiány** rontotta, míg a **bővülő EU-transzfer felhasználásoknak** köszönhetően a transzferegyenleg javította a külső pozíciót. Az áruegyenleg kismértékű csökkenése részben a **vissza-fogott ipari termelés hatására fékeződő áruexport**, valamint a **fokozódó belső kereslet eredményeként bővülő import** együttes eredménye. Az új ciklus elején visszafogott EU-transzfer felhasználás a második negyedévben emelkedett, de továbbra is elmarad a korábbi évek szintjétől.

A **finanszírozási oldali folyamatok szerint** a második negyedévben **az osztalékfizetésekhez kötődően csökkent a magyarországi nettó FDI állomány**, miközben **folytatódott a külső adósság csökkenése**. A **nettó adósság jellegű források kiáramlása 1,5 milliárd eurót tett ki**, amihez az EU-transzfer felhasználás, a külföldiek állampapír eladása, valamint a vállalatok alkalmazkodása járult hozzá. A **konzolidált államháztartás és a nem pénzügyi vállalatok nettó külső adóssága** a tranzakciókból eredően **mérséklődött**, miközben a **bankszektor nettó külső adóssága** az első negyedévi növekedést követően a második negyedévben is **emelkedett**. Ezekkel a folyamatokkal összhangban a **GDP-arányos külső adósságmutatók mérséklődése 2017 második negyedévében is tovább folytatódott**: a nettó és bruttó külső adósság egyaránt közel 2 százalékponttal (a nettó külső adósság a GDP 16 százalékára, a bruttó mutató 67 százalékra) csökkent. A nettó külső adósság mérséklődését a forráskiáramlás mellett a GDP növekedése és az átértékelődési hatások is enyhén támogatták. A bankszektor külföldi tartozásainak növekedése következtében, a szektor külföldi adóssága újra meghaladja a bankok külföldi eszközeinek állományát. Az **ország rövid külső adóssága** a magánszektor mérséklődő és az állam emelkedő mutatója mellett **19,8 milliárd euróra csökkent**, így a **devizatartalék 23,5 milliárd eurós szintje továbbra is érdemben meghaladja a befektetők által elvárt, biztonságosnak tartott szintet**.

A **szektorok megtakarítása szerint** a **külső finanszírozási képesség enyhe növekedése** az állam mérséklődő finanszírozási igényéhez köthető, miközben a lakosság nettó pénzügyi megtakarításának csökkenése is megtorpan. Az **állam** kedvező finanszírozási igénye elsősorban a fogyasztás bővülésével és a magasabb foglalkoztatással összefüggésben **növekvő bevételeknek** köszönhető. A **lakosság** enyhén csökkenő ütemben tovább **növelte állampapír megtakarításait**, valamint érdemben **bővült a banki betétállomány** is, ami továbbra is **támogatja a külső sérülékenység csökkenését**.

Kiemelt témánkban a Magyarországon működő **külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmének 2016-os alakulását** elemeztük részletesebben. A **vállalati kérdőívek alapján felülvizsgált 2016-os adatok szerint** a **külföldi vállalatok profitja a GDP közel 7 százalékát tette ki**, ami az előző éveknél enyhén alacsonyabb, de a válság éveinél magasabb profitot jelez. A **külföldi tulajdonú vállalatok megtermelt nyereségük több mint felét újra Magyarországon fektették be**, az osztalékfizetés összességében mérséklődött. Az ágazatok nagy többségében növekedett, vagy nem változott érdemben a profit, a jövedelem csökkenése az egyéb kiegészítő üzleti szolgáltatásokat nyújtó vállalatokra volt jellemző. A jövedelemegyenleg hiányát mérsékelte a hazai vállalatok külföldi leányvállalatainak bővülő nyeresége. Régiós összehasonlításban az látszik, hogy a **magyarországi profitráta a szlovák és lengyel mutató körül alakul, de éremben elmarad a cseh szinttől**. Egyedülálló a régióban, hogy a **magyarországi külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmük nagyobb részét fordítják újrabefektetésre, mint osztalékfizetésre**.

TARTALOM

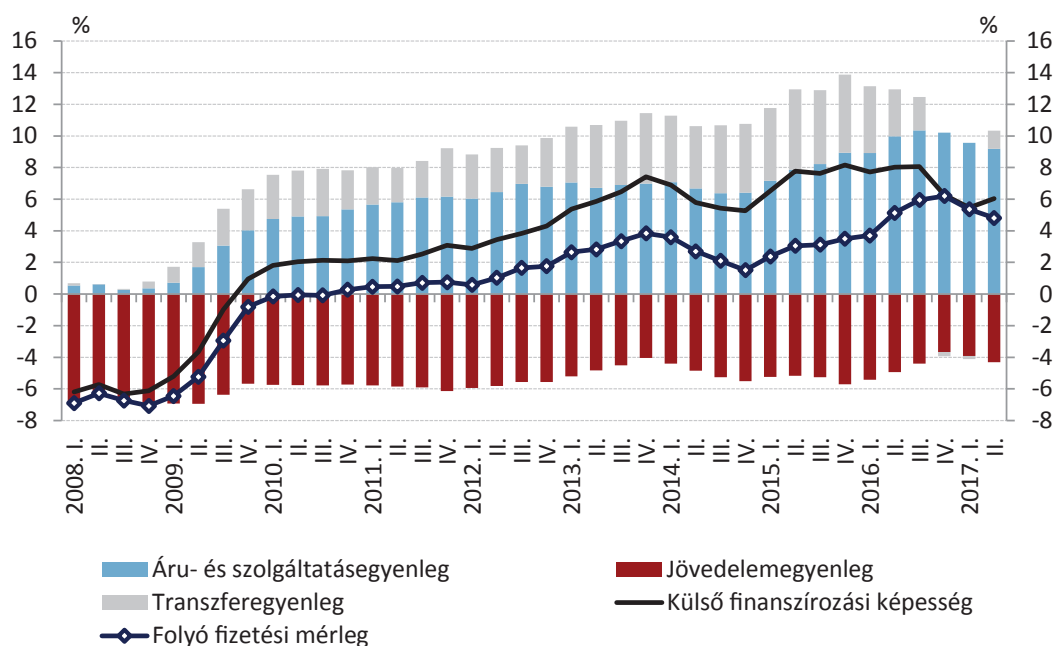
Összefoglaló	3
1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg	7
1.2. Jövedelemegyenleg	10
1.3. Transzferegnyenleg	13
1.4. Régiós kitekintés	14
2. Finanszírozási megközelítés	15
2.1. Nem adósság jellegű források	16
2.2. Adósság jellegű források	17
3. Állományi mutatók alakulása	19
3.1. A nettó és bruttó külső adósság alakulása	19
3.2. A rövid külső adósság alakulása	21
3.3. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása	22
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés	24
5. A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok nyereségének alakulása	26
5.1. Bevezetés	26
5.2. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelme a fizetési mérlegben	26
5.3. A bankok és nem pénzügyi vállalatok jövedelmezőségének összehasonlítása	27
5.4. Mi áll a vállalati profit alakulásának hátterében?	28
5.5. A külföldi tulajdonú vállalatok adózott eredménye	31
5.6. Nemzetközi összehasonlítás	32

1. REÁLGAZDASÁGI MEGKÖZELÍTÉS

2017 második negyedévében a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége a reálgazdasági megközelítés szerint a GDP 6 százalékára emelkedett, miközben a folyó fizetési mérleg a GDP 4,8 százalékára mérséklődött. A bővülő finanszírozási képességet a transzferegynleg többletében tapasztalt emelkedés, valamint az áru- és szolgáltatáseregynleg továbbra is jelentős többlete támogatta. A második negyedévben a külkereskedelmi többlet csökkenésének irányába hatott a belföldi fogyasztás emelkedése és az importintenzív beruházások növekedése. Az EU-források bővülő felhasználása mellett a transzferegynleg a negyedév során érdemi emelkedést mutatott. A jövedelemeregynleg hiányának enyhe növekedése tovább folytatódott, ami a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának emelkedése és a külföldön munkát vállaló rezidensek bérjövödelmeinek enyhe mérséklődése mellett valósult meg.

2017 második negyedévében Magyarország reálgazdasági megközelítés szerinti négy negyedéves külső finanszírozási képessége a GDP 6 százalékára emelkedett, miközben a folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP 4,8 százalékára csökkent (1. ábra). A szezonálisan igazított adatok alapján a külső finanszírozási képesség a második negyedévben meghaladta a 3,1 milliárd eurót, amivel historikus csúcsra emelkedett. A jelentős többlet a folyó fizetési mérleg 1,7 és a tőkemérleg 1,4 milliárd eurós aktívuma mellett valósult meg. A külső finanszírozási képesség magas szintjét továbbra is elsősorban az áru- és szolgáltatáseregynleg többlete támogatta, ugyanakkor a második negyedévi bővülést leginkább a transzferegynleg javulása eredményezte. A tőkemérleg emelkedő többlete az EU-források felhasználásának növekedésére vezethető vissza, ami így érdemben meghaladta az előző két negyedévben tapasztalt mértéket, és a külső finanszírozási képesség növekedésének irányába hatott. A jövedelemeregynleg hiánya az előző negyedévhez hasonlóan kis mértékben tovább emelkedett.

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



*Jövedelemeregynleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem.

Transzferegynleg: tőkemérleg, egyéb elsődleges és másodlagos jövedelem.

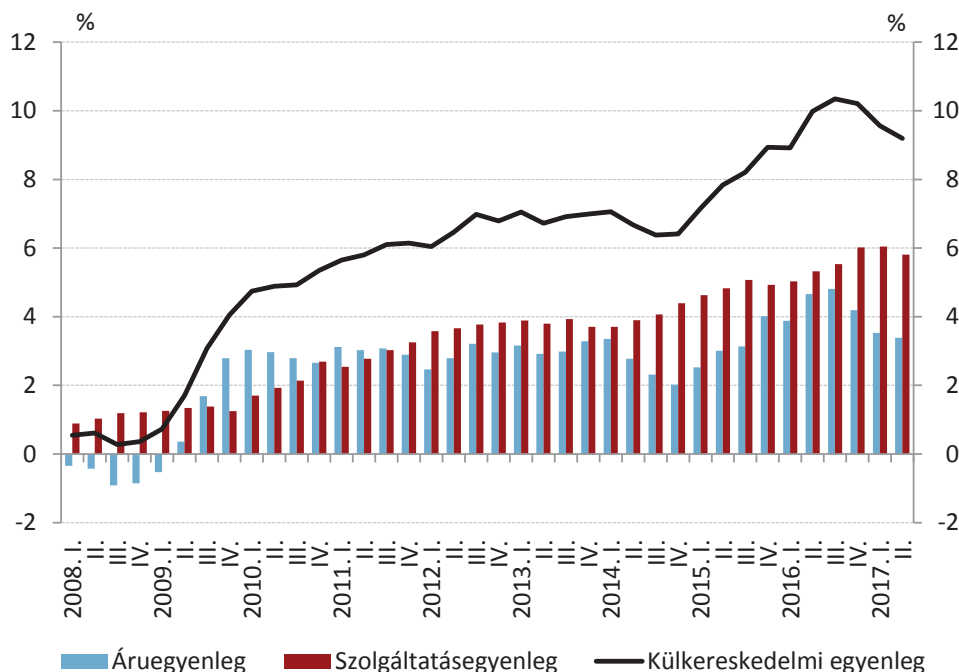
A külön nem jelölt ábrák forrása az MNB.

1.1. Külkereskedelmi egyenleg

A külkereskedelmi többlet mérséklődése egyaránt köthető az árueregynleg és a szolgáltatáseregynleg csökkenéséhez (2. ábra). A külkereskedelmi egyenleg négy negyedéves többlete a második negyedévben – az első negyedévhez hasonlóan – tovább mérséklődött, és a GDP 9,2 százalékát tette ki. Az árueregynleg többletének mérséklődése mellett a második negyedévben – a korábbi időszakokkal szemben – a szolgáltatáseregynleg csökkenése is a külkereskedelmi többlet mérséklődésének irányába hatott. Az árueregynleg enyhe romlása elsősorban a bővülő fogyasztás és az impor-

tintenzív beruházások (például: gépberuházások vagy infrastrukturális fejlesztések) mellett emelkedő áruimporthoz köthető. Emellett az áruexportot fékezte a második negyedévben tapasztalt visszafogott ipari termelés is, ami leginkább a nagy súlyt képviselő járműgyártásban volt megfigyelhető. A szolgáltatásimport turizmushoz köthető növekedése miatt a szolgáltatásegyenleg többlete – a korábbi években tapasztalt dinamikus bővülése után – enyhén mérséklődött, azonban továbbra is magas szintet ért el.

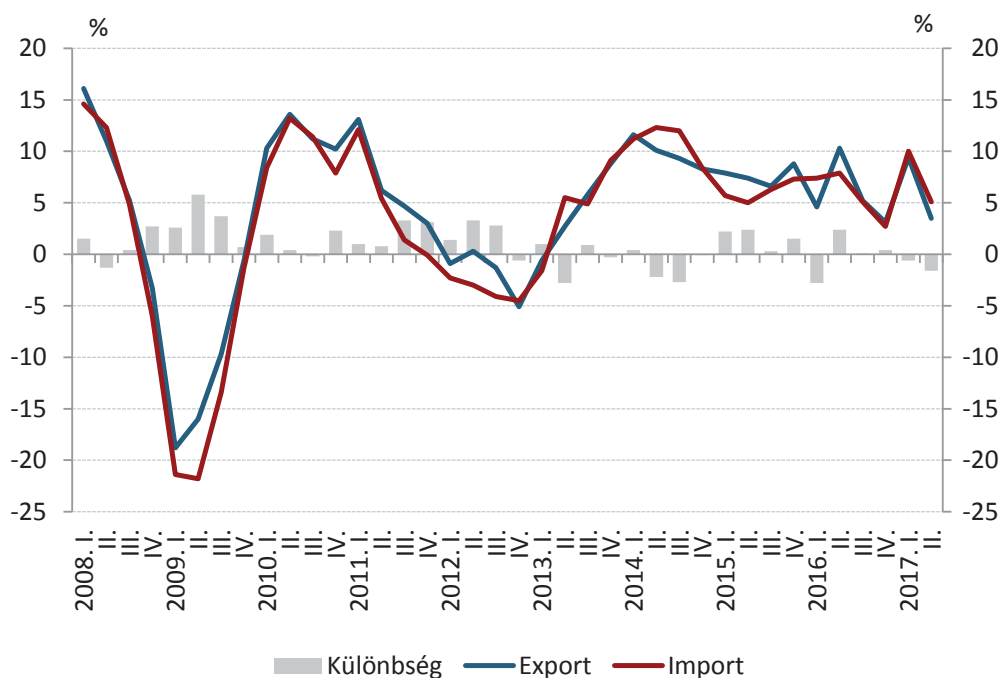
2. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)



2017 második negyedévében – az előző negyedévben tapasztalt kiugró értékhez képest – az export és import éves reálnövekedése egyaránt lassult (3. ábra). A legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország javuló ipari kibocsátása és a régiós szinten kedvező konjunktúra hangulat ellenére a második negyedéves ipari termelés visszafogottabban alakult¹, ami az exportdinamika mérsékeltebb emelkedésében tükröződött – utóbbiban az egy évvel korábbi jelentős növekedés bázishatása is szerepet játszott. Az import éves reálnövekedése a második negyedévben meghaladta az export bővülését, ami a nettó export mérséklődését vonta maga után. Az import élénkebb növekedésében leginkább a belső keresleti tételek bővülése miatt emelkedő importigény játszott szerepet.

¹ Az ipari termelést a második negyedévben lassíthatta statisztikai hatás is (bázishatás, munkanaphatás).

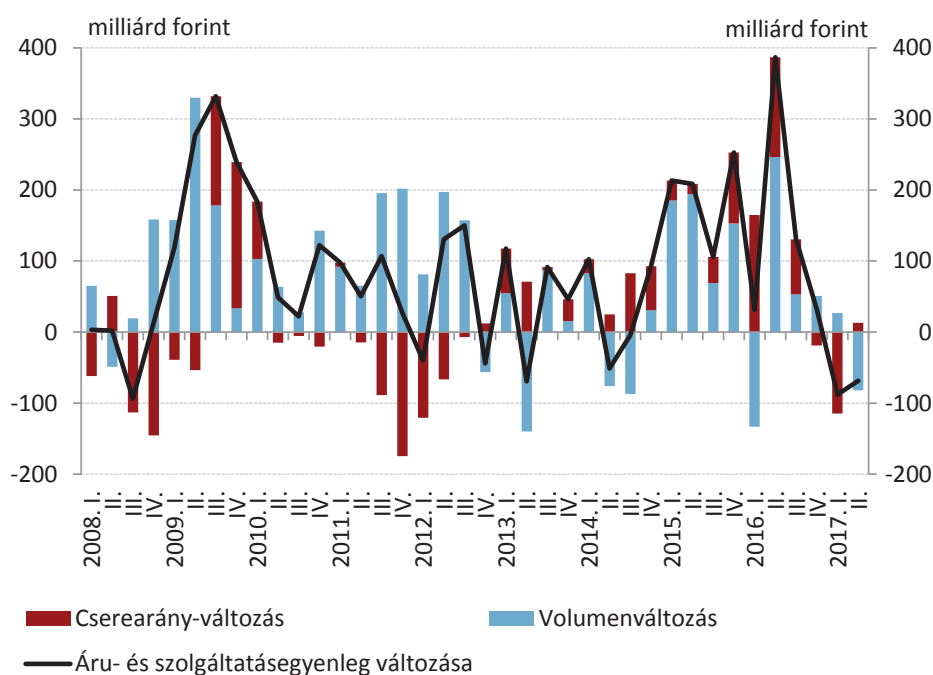
3. ábra: Az export és import éves reálnövekedése



Forrás: KSH, MNB.

A második negyedévben az exportot meghaladó importnövekedéssel összhangban a külkereskedelmi többlet mérséklődésének irányába hatott a volumenváltozás, amit kis mértékben ellensúlyozott a cserearányok javulása (4. ábra). A második negyedévi dinamikus beruházásnövekedés importigényéhez, illetve a visszafogott ipari termeléshez köthetően a volumenhatás kedvezőtlenül érintette a külkereskedelmi egyenleget. Ezzel szemben az éves bázison mért cserearányok az előző negyedévi jelentős romlást követően kis mértékben pozitívan járultak hozzá az áru- és szolgáltatásegyenleg változásához, aminek háttérében a gépi berendezések relatív árváltozásai álltak, azonban ezt részben ellensúlyozta a nyersanyagárak emelkedésének cserearányt rontó hatása.

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

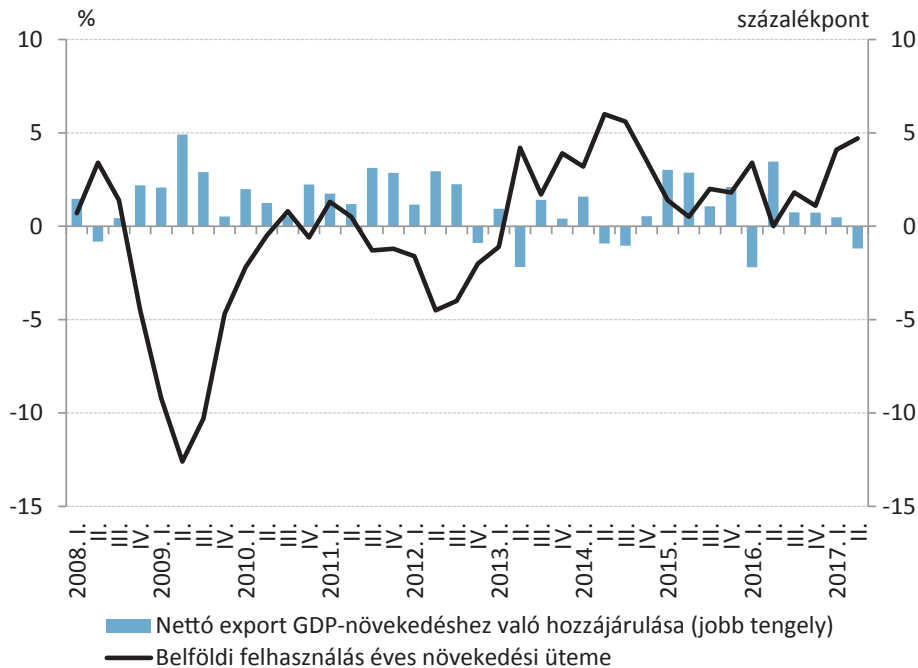


Forrás: KSH.

A második negyedévben a belföldi felhasználás éves növekedési üteme tovább emelkedett, miközben a nettó export fékezte a GDP növekedést (5. ábra). 2017 második negyedévében a háztartások bővülő fogyasztása és a nemzetgaz-

dasági beruházások dinamikus bővülése gyorsította, miközben a készletváltozás és a nettó export kis mértékben fékezte a GDP növekedését. A háztartások fogyasztásának növekedése elsősorban a reálberek emelkedésével volt összefüggésben, miközben a beruházások bővülését leginkább az EU-forrásokból történő infrastrukturális fejlesztések, a lakásépítések és a logisztikai szolgáltatásokhoz köthető beruházások támogatták. Az exportdinamika mérséklődésével és a belső kereslet bővülésével összhangban a második negyedévben a nettó export – a belföldi felhasználás 2014-es jelentős növekedésekor tapasztaltnál hasonlóan – negatívan járult hozzá a GDP növekedéshez.

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



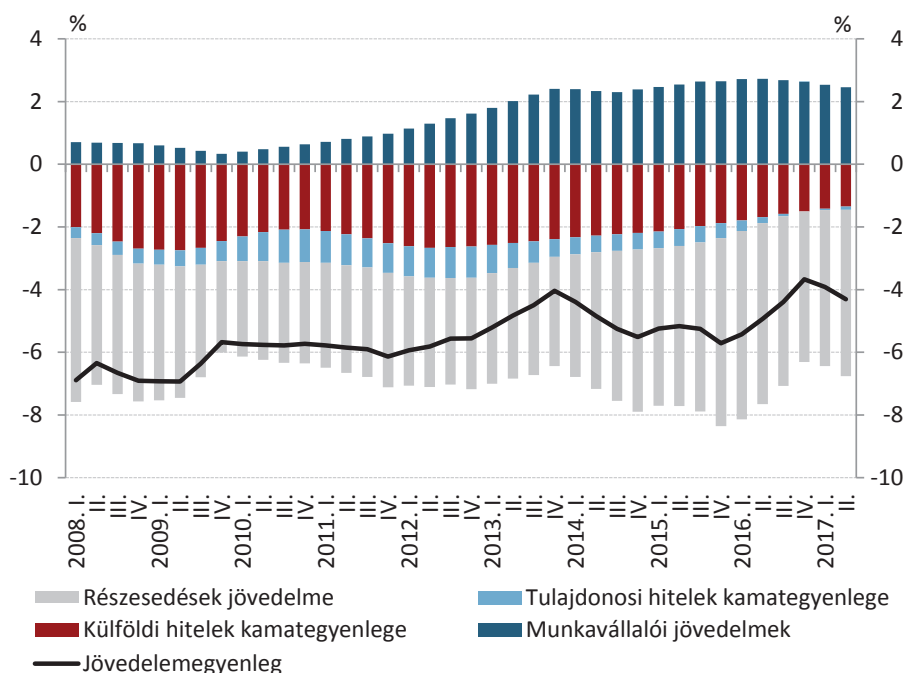
Forrás: KSH.

1.2. Jövedelemegyenleg

A jövedelemegyenleg négy negyedéves hiánya a 2016-os csökkenést követően 2017 első felében enyhén növekedett (6. ábra). A jövedelemegyenleg 2016-os értékére vonatkozó eddigi becsléseket a szeptemberi adatközlésben váltják fel a vállalati kérdőívekből származó tényadatokat.² Eszerint 2016-ban a jövedelemegyenleg hiánya kismértékben elmaradt az előzetesen közölt adatoktól (részletesebben lásd a keretes írást és a speciális témát). A tavalyi csökkenést követően a jövedelemegyenleg hiánya 2017 első felében enyhén növekedett, ami mögött elsősorban a külföldi tulajdonú vállalatok bővülő profitja húzódott meg. Emellett szintén a jövedelemegyenleg hiányának bővülése irányába hatott az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozó rezidensek bérjövödelmeinek mérséklődése, amit részben az ingázók számának csökkenése magyarázott. Az elmúlt években tapasztalt alacsony hozamkörnyezet és bruttó külső adósság csökkenése egyaránt támogatták a külföldi és tulajdonosi hitelek kamategyenlegének mérséklődését – ennek dinamikája azonban lassult.

² 2017-re vonatkozóan a jövedelemegyenlegben megjelenő külföldi tulajdonú vállalatok profitja, illetve az újrabefektetett jövedelmek becslésen alapulnak, amit a 2018. szeptemberi publikálással együtt váltanak fel a vállalati kérdőíveken alapuló tényadatokat.

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



* Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem.

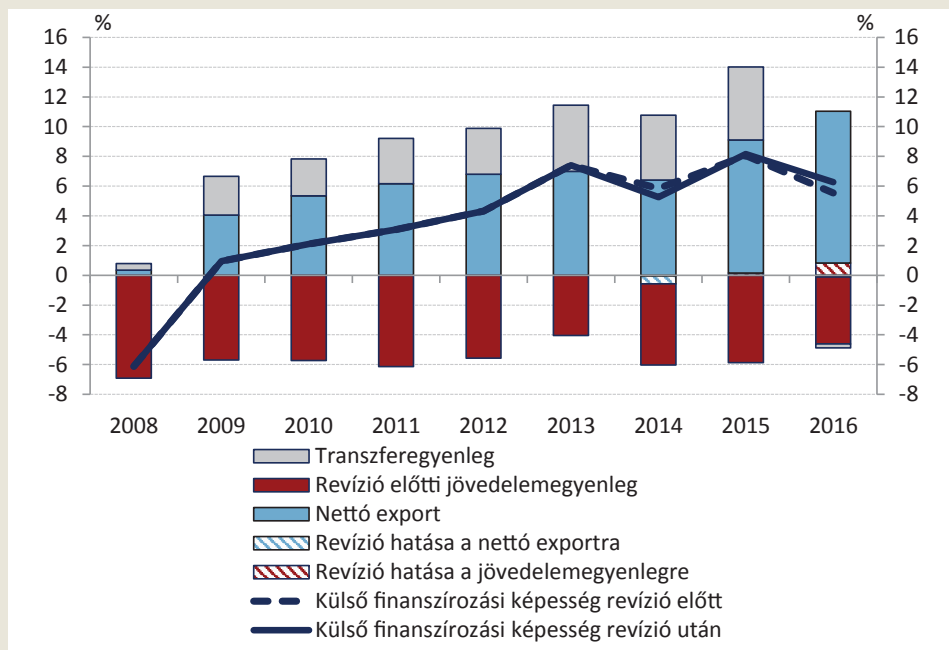
1. keretes írás: Revízió a fizetési mérlegben

A fizetési mérleg adatközlésében visszamenőlegesen módosultak a fizetésimérleg-adatok, ami a 2016-os finanszírozási képességet a korábban közölthöz képest a GDP 0,8 százalékaival növelte. Számos, a fizetési mérlegben szereplő adat a szeptemberi adatközlésig előzetes adatnak tekinthető: többek között a külföldi tulajdonú vállalatok profitjára vonatkozóan is a szeptemberi adatközléskor ismerhetjük meg az éves számokat. Vagyis a 2016-os profitadatok a jelenlegi 2017. szeptember 20-ai fizetésimérleg-publikációval a revízió keretében jelentek meg először. Ezen kívül az áru- és szolgáltatásegyenleg, valamint kisebb mértékben 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 2014-ben nagyobb, 2016 során pedig kisebb mértékben csökkenti a nettó export egyenlegét, és így a finanszírozási képességet.
- A vállalati profitról beérkező kérdőíves tényadatok alapján a külföldi tulajdonú vállalatok profitegyenlege 2016 során az előzetesen becsülnél is nagyobb mértékben csökkent, és mintegy 0,9 milliárd euróval volt alacsonyabb, mint a korábbi becslés. Ez közel azonos mértékben kötődött a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok alacsonyabb, és a rezidensek befektetései magasabb nyereségéhez. A korábbi becsléshez képest alacsonyabb nyereség mérsékli a jövedelemegyenleg hiányát, és így 2016-ban növeli a gazdaság külső finanszírozási képességét (részletesen lásd később). Ennek hatását ugyanakkor enyhén mérsékli a nettó FDI-beáramlás enyhé emelkedése.

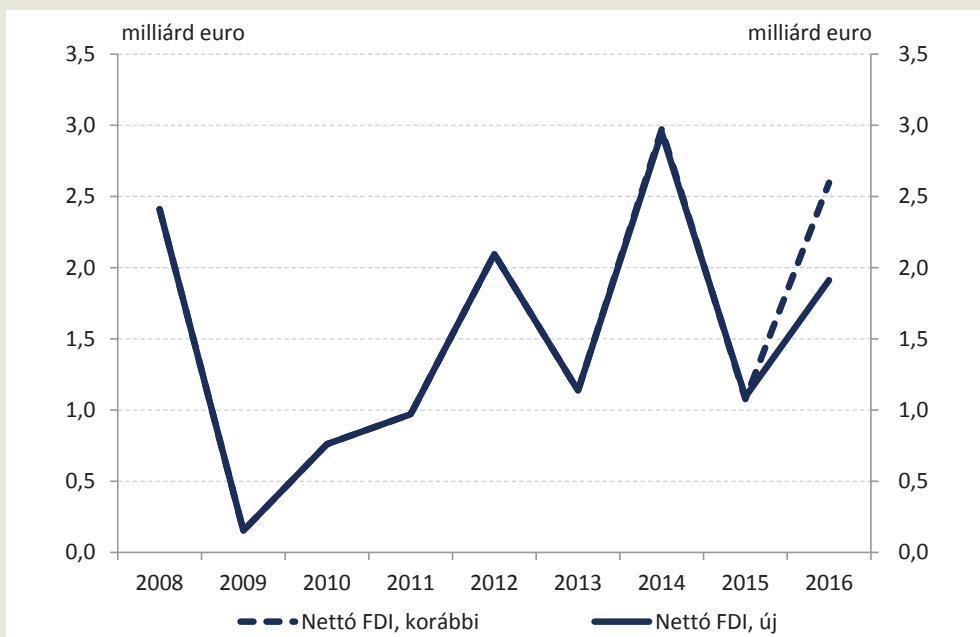
Összességében a külső finanszírozási képesség a reálgazdasági tranzakciók alapján az előzetesen közölt adatokhoz képest 2014 során a GDP 0,6 százalékaival mérséklődött, míg 2016-ban a GDP 0,8 százalékaival lett magasabb. A negyedéves adatok alapján a finanszírozási képesség 2017 elején az áru- és szolgáltatásegyenleg kisebb többlete mellett enyhén mérséklődött.

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



A fizetési mérleg revíziójának hatására a nettó FDI-beáramlás 2016-ban a 0,7 milliárd euróval alacsonyabb lett az előzetes adatközléshez képest. Mivel a 2016-ra vonatkozó osztalékadatok csak kisebb mértékben módosultak, így a külföldi tulajdonú vállalatok alacsonyabb profitja a jövedelmek újrabefektetésének – vagyis az osztalékként ki nem fizetett jövedelmek – csökkenésével járt, ami a közvetlentőke-befektetések kisebb beáramlását jelenti. Ezek eredményeként a közvetlentőke-befektetések nettó beáramlása 2016-ban 1,9 milliárd eurót tett ki. A lefelé módosított adat ellenére a közvetlentőke-befektetések bővülése (8. ábra) meghaladja az előző év értékét. A külföldi vállalatok alacsonyabb nyeresége a reálgazdasági oldalon a jövedelemegyenleg hiányát, míg a finanszírozási oldalon a közvetlentőke-befektetéseket csökkenti, így mindkét megközelítés szerint nőtt a gazdaság finanszírozási képessége.

8. ábra: A revíziók hatása az FDI-befektetésekre



2017 első negyedévének revíziói főként az áru- és szolgáltatásegyleget érintették, ami mérsékelte a fizetési mérleg hibáját. Az áru- és szolgáltatásegyleget többlete az első negyedévben mintegy 0,3 milliárd euróval mérséklődött a revíziók hatására. A finanszírozási megközelítés szerint az adósság jellegű források kiáramlása enyhén emelkedett. Így összességében a fizetési mérleg két megközelítése szerinti finanszírozási képesség közötti eltérés az év első negyedévében 0,4 milliárd euróval mérséklődött.

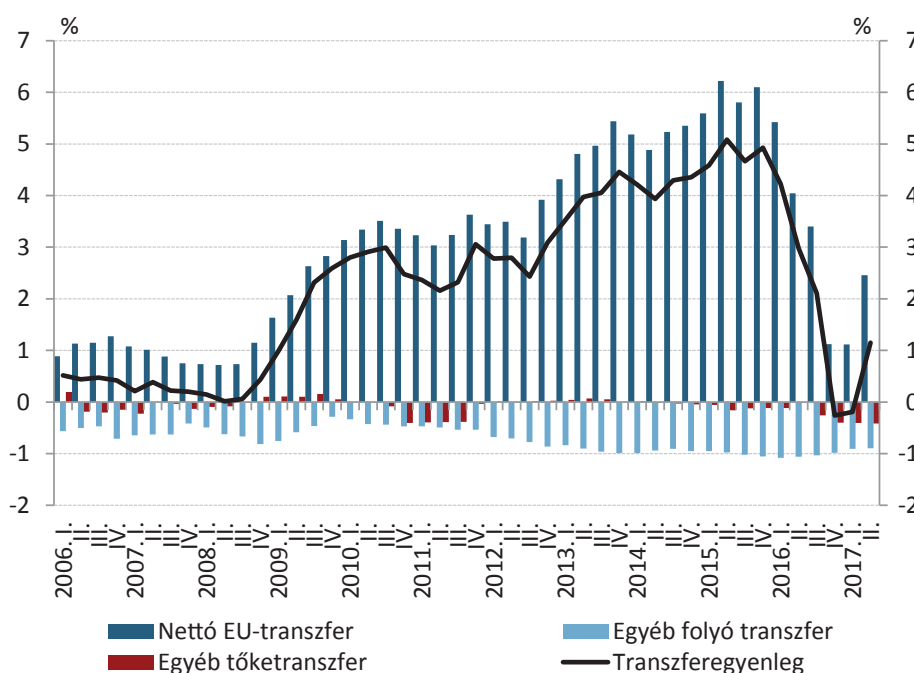
1. táblázat: A revíziók hatása a külső finanszírozási képesség tényezőire (milliárd euro)

	2014	2015	2016	2017. I. n.év
I. Finanszírozási képesség változása a reálgazdasági megközelítésből (1+2+3)	-0,6	0,1	0,8	-0,3
1. Áru- és szolgáltatásegyenleg	-0,5	0,0	-0,1	-0,3
2. Jövedelemegyenleg	0,0	0,2	0,9	0,0
3. Transzferegyenleg	0,0	-0,1	0,0	0,0
Folyó fizetési mérleg	-0,6	0,1	0,8	-0,3
II. Finanszírozási képesség változása a finanszírozási oldalról -(5+...+8)	-0,2	0,0	0,7	0,1
5. Közvetlentőke-befektetés	0,0	0,0	0,7	0,0
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	-0,2	0,0	0,0	0,1
Tévedések és kihagyások egyenleg (I.-II.)	-0,4	0,2	0,1	-0,4

1.3. Transzferegyenleg

A korábbi negyedévekben tapasztalt visszafogott EU forrásbeáramlást követően a második negyedévben érdemben emelkedett az uniós források felhasználása, aminek hatására jelentősen javult a transzferegyenleg (9. ábra). Az EU-támogatások felhasználása – a 2007–2013-as költségvetési ciklus lezárását követően – az előző negyedévekben számottevően visszaesett, ami a transzferegyenleg jelentős csökkenését eredményezte. Az új költségvetési ciklushoz tartozó források lehívása, a korábbi negyedévek alacsony szintjéről, a második negyedévben már érdemben emelkedett, ugyanakkor a négy negyedéves értékek továbbra is jelentősen elmaradtak a korábbi években tapasztalt átlagtól. A második negyedévben a transzferegyenleg bővülése a folyó- és tőketranszferet egyaránt érintette. A négy negyedéves értékek alapján az EU-tól származó nettó folyótranszferet 1 milliárd eurót, míg a nettó tőketranszferet 1,9 milliárd eurót tettek ki, utóbbinak több mint kétharmada a második negyedévhez kötődött. Az EU-források külső egyensúlyi pozíciót javító hatását az egyéb transzferet kiáramlása a második negyedévben tovább mérsékelte.

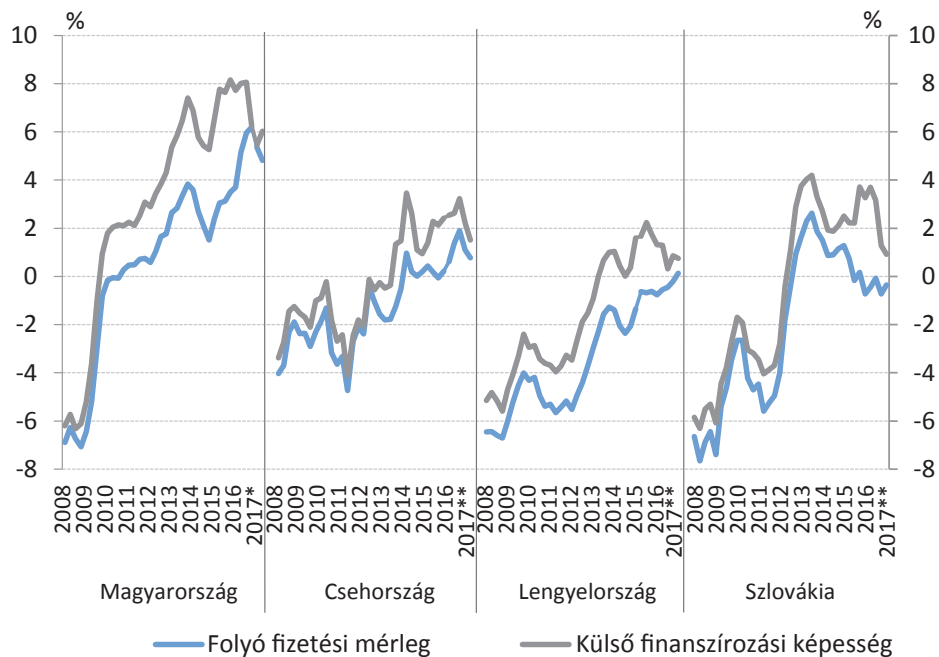
9. ábra: A transzferegyenleg tételeinek négy negyedéves alakulása (GDP arányában)



1.4. Régiós kitekintés

Magyarország külső finanszírozási képessége továbbra is jelentősen meghaladja a régióban tapasztalt értéket (10. ábra).³ Az EU-források felhasználása a 2003–2007-es ciklus lezárultával jelentősen visszaesett a régiós országokban, ami rendszerint az országok finanszírozási képességének mérséklődését vonta maga után. 2016-ban a legnagyobb visszaesés Magyarországon és Szlovákiában volt tapasztalható, amelyben a korábbi években mért nagyobb forrásle-hívás játszott szerepet. A visszafogott EU-forrás felhasználás következtében az elmúlt negyedévekben a régiós országok külső finanszírozási képessége és folyó fizetési mérlege közötti különbség jelentősen szűkült, azonban a várhatóan bővülő forrásfelhasználás hatására ismét növekedhet a vizsgált országok tőkemérlege.

10. ábra: A régiós országok négy negyedéves külső egyensúlyi pozíciói (a GDP arányában)



*Magyarországra vonatkozó adat 2017 második negyedévéig tart

**A régiós országokra 2017 első negyedévéig áll rendelkezésre adat

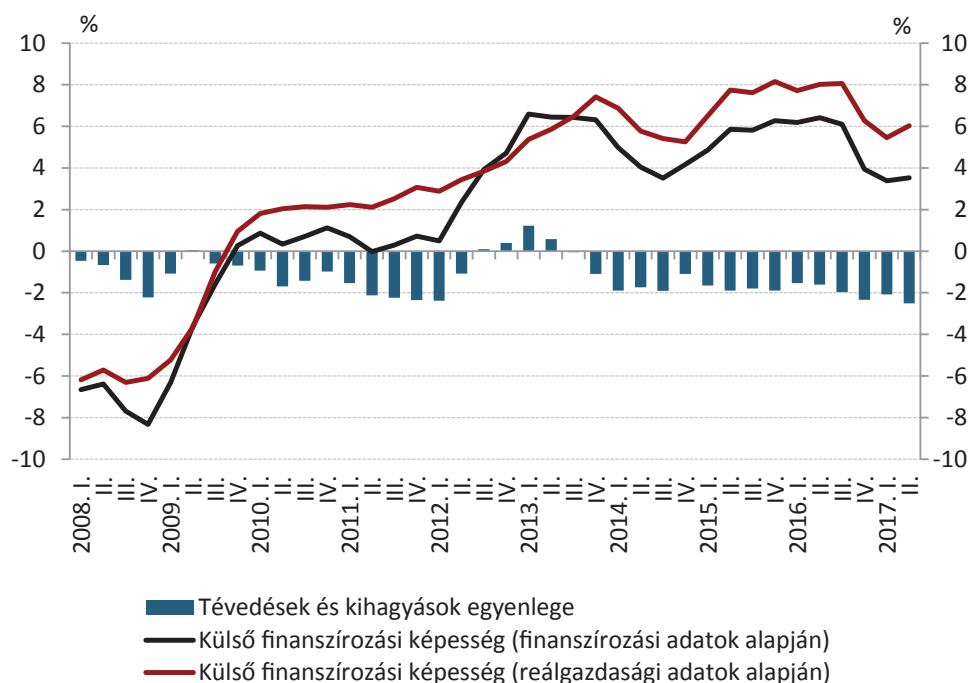
³ A régiós országok második negyedéves fizetési mérleg adatai a jelentés készítésekor még nem álltak rendelkezésünkre.

2. FINANSZÍROZÁSI MEGKÖZELÍTÉS

A második negyedévben a pénzügyi mérleg alapján számított külső finanszírozási képesség négy negyedéves értéke enyhén emelkedett. Az első negyedévhez képest felgyorsuló forráskiáramlás elsősorban a nettó külső adósság csökkenéséhez kötődött, azonban a nettó FDI is kiáramlást mutatott. Az adósság jellegű források kiáramlásának szerkezete az első negyedévhez hasonlóan alakult: az állam és a vállalatok csökkentették, a bankrendszer növelte a nettó külső adósságát. Az állam nettó külső adósságának a csökkenése döntően az EU-transzfer felhasználáshoz kötődött, de emellett a külföldiek állampapír állománya is csökkent. A bankszektor tovább növelte bruttó adósságát, miközben kisebb mértékben ugyan, de a külföldi eszközei szintén emelkedtek.

2017 második negyedévében a finanszírozási oldal szerinti négy negyedéves finanszírozási képesség enyhén emelkedést követően a GDP 3,5 százalékát tette ki (11. ábra). Ez azt jelenti, hogy az ország külső tartozásmutatóinak a csökkenése éves szinten a GDP 2,5 százalékával elmarad a reálgazdasági oldal alapján számított finanszírozási képességétől.⁴ Meg kell azonban jegyezni, hogy a két mutató eltérése alapvetően jellemző a magyar gazdaságra, illetve a régiós országokban is hasonló folyamatok figyelhetők meg.

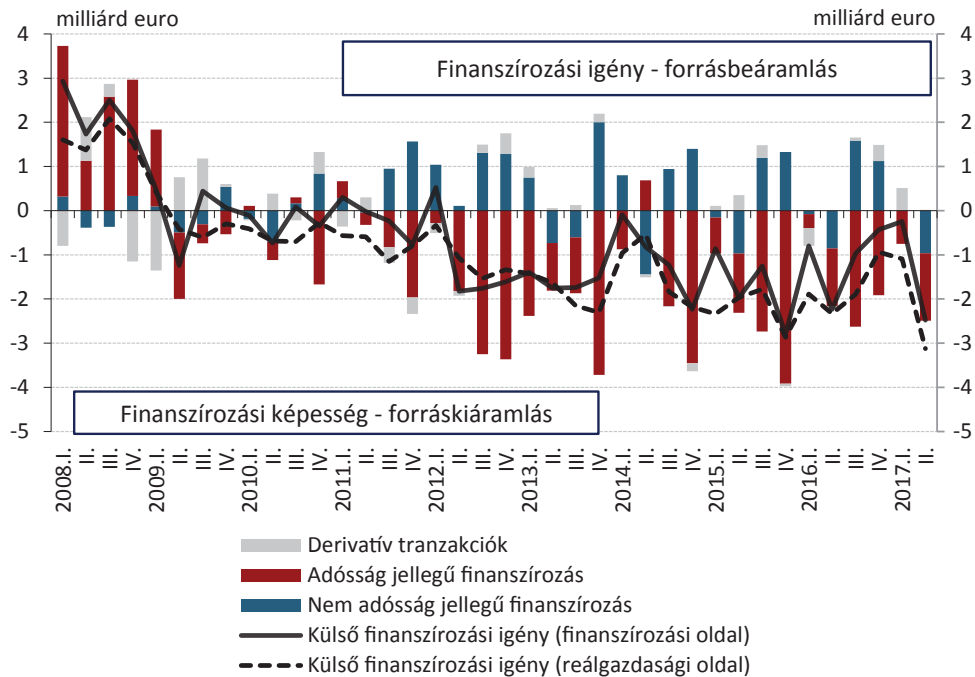
11. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség és a „Tévedések és kihagyások egyenlege” (négy negyedéves GDP-arányos értékek)



A második negyedévben a finanszírozási oldal szerinti igazítatlan külső finanszírozási képesség az előző negyedévhez képest jelentős növekedés után 2,5 milliárd euro körül alakult (12. ábra). A forráskiáramlás az adósság és nem adósság típusú források együttes csökkenése eredményezte, az előbbi 1,5 milliárd euro, az utóbbi — szezonálisan szokásosnak mondható módon — 1 milliárd euróval mérséklődött.

⁴ 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.

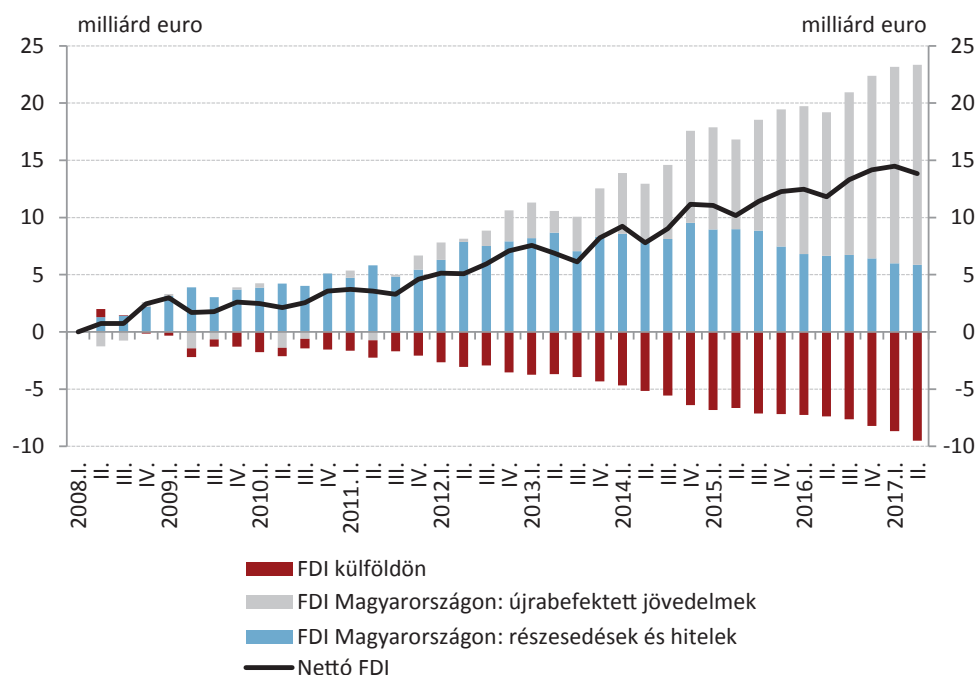
12. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)



2.1. Nem adósság jellegű források

2017 második negyedében a nettó közvetlentőke-befektetések értéke mintegy 650 millió euróval csökkent Magyarországon (13. ábra). A torzító hatások kiszűrése érdekében érdemes az átfolyótőke-tranzakcióktól és az eszközportfólió-átrendezéstől szűrt értékeket vizsgálni. A második negyedévben a nettó FDI-kiáramlás 650 millió eurót tett ki, ami elsősorban a kifizetések bővülésével volt összefüggésben. A külföldiek magyarországi befektetései enyhén emelkedtek a második negyedévben, a részesedések osztalékfizetések miatti csökkenését az újrabefektetett jövedelmek és a tulajdonosi hitelek emelkedése ellensúlyozta. A rezidensek kifizetései érdemben bővültek a második negyedévben, ami elsősorban egy hazai nagyvállalat külföldi leányvállalatában történt tőkeemeléséhez volt köthető. A nem adósságeneráló források csökkenésének irányába hatott a nettó portfólió tőke állomány változása is, ami a rezidensek külföldi eszközeinek bővülésével volt magyarázható.

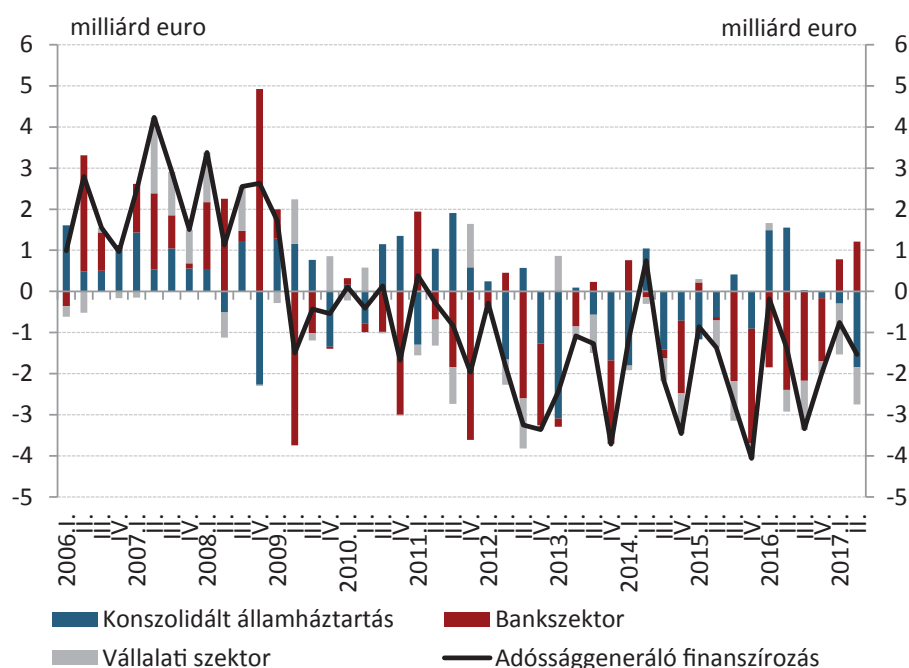
13. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók)



2.2. Adósság jellegű források

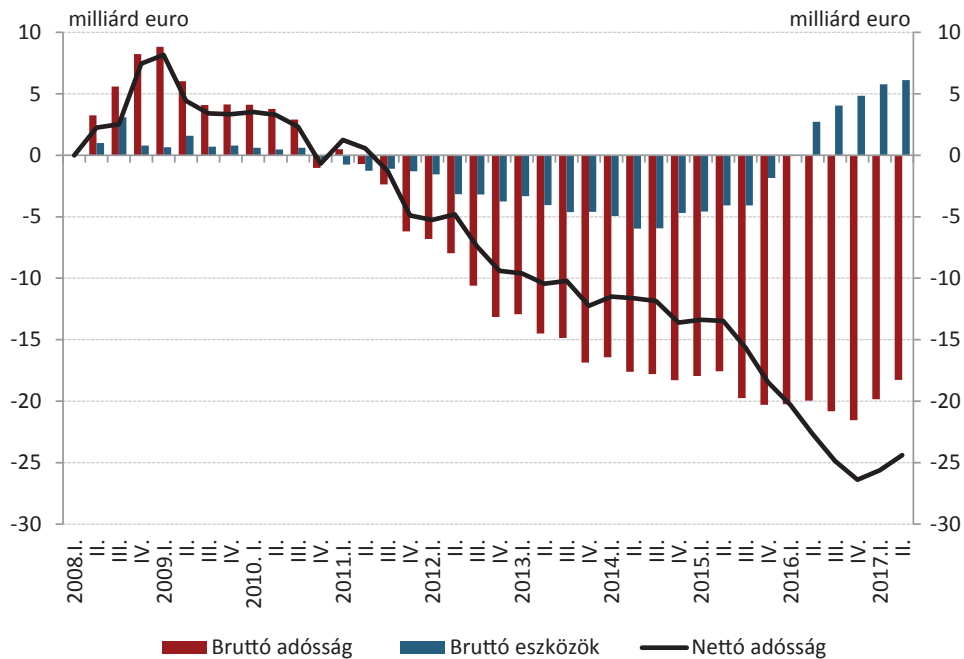
A tranzakciók alapján az év második negyedévében felgyorsult az ország külső adósságának a csökkenése, amit az államháztartás és a vállalatok adósságkiáramlása támogatott, a bankrendszer nettó külső adóssága viszont **emelkedett** (14. ábra). Míg 2016-ban a forintosításhoz kötődő jegybanki eszközök eredményeként jellemzően csökkent a bankok nettó külső adóssága és az államé emelkedett, addig 2017-ben megfordult ez a folyamat. Az első negyedévhez hasonlóan tovább nőtt a bankszektor nettó külső adóssága, az államháztartásé viszont jelentősen csökkent. Ez utóbbi elsősorban az EU-transzferek beáramlásának volt köszönhető, de a külföldiek állampapír-állománya is nagyobb mértékben csökkent. Emellett folytatódott a nem pénzügyi vállalatok alkalmazkodása, a vállalatok nettó külső adóssága a tavalyi folyamatokhoz hasonlóan tovább mérséklődött.

14. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása



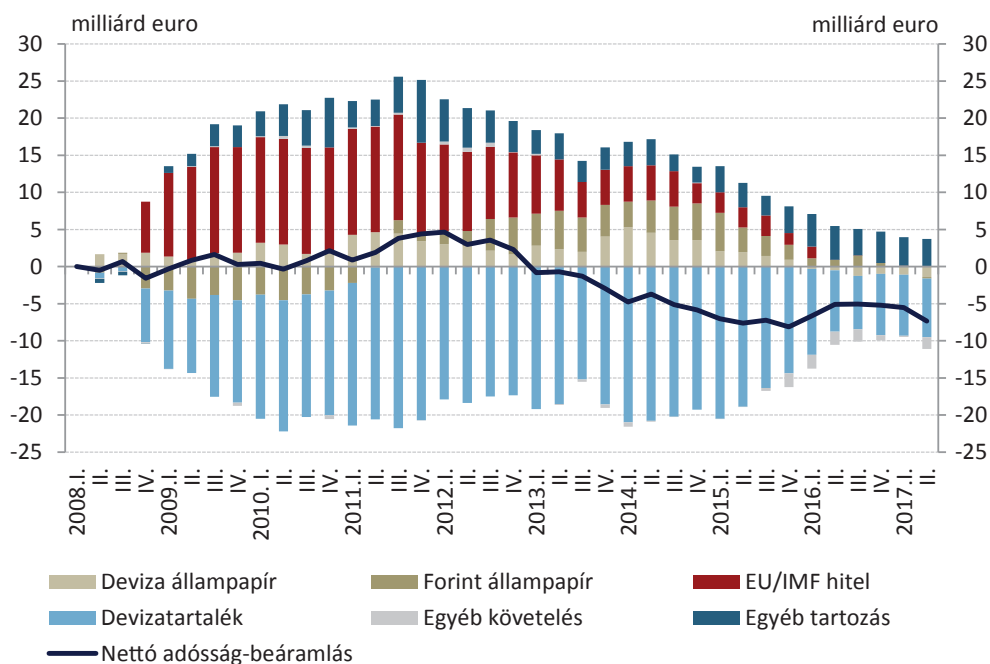
A bankszektor nettó külső adóssága az első negyedéves emelkedést követően tovább bővült, ami a külföldi eszközök növekedését meghaladó tartozásnövekedés mellett következett be. A külföldi eszközök – előző negyedévben tapasztaltnál alacsonyabb mértékű – mintegy 0,3 milliárd eurós emelkedést mutattak a második negyedévben, amiben továbbra is fontos szerepet játszott a forintosításhoz kapcsolódó devizaszapok lejárata. A bankok külföldi tartozásainak 2015 óta tartó jelentős csökkenése az előző negyedévben megállt, és ezt követően a második negyedévben is az elsőhöz hasonló mértékű – 1,6 milliárd eurós – bővülést mutatott. Ennek csak kisebb része köthető külföldi hitelek felvételéhez (0,2 milliárd euro), miközben nagyobb része az ügyfélbetétek emelkedésével magyarázható. Ezen folyamatok eredményeképpen a bankok második negyedéves külföldi eszköz-forrás szerkezete úgy alakult, hogy a külföldi tartozások mértéke meghaladja az eszközök mértékét, így a bankok nettó külső adóssága újra enyhén pozitívvá vált (részletebben lásd az állományi mutatókról szóló részt). A bankszektor külföldi forrásainak összetétele ugyanakkor kedvező képet mutatott: az első negyedéves emelkedést követően a rövid lejáratú források újra enyhén mérséklődtek, így a növekedés mögött elsősorban a hosszú lejáratú források bővülése áll.

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



Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adóssága közel 2 milliárd euróval csökkent a második negyedévben, ami részben az EU-transzferekhez kötődő követelésbővülésre, valamint a külföldiek állampapír-állományának a csökkenésére vezethető vissza (16. ábra). Bár jelentős csökkenés után 2016-ban – a forintosítással összefüggő devizatartalék-csökkenés következtében – némileg nőtt az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adóssága, az elmúlt fél évben ismét csökkenő pályára állt. A negyedévben – a tranzakciókból eredően – enyhén mérséklődött a devizatartalék, amit nagyobb részt az állam devizafinanszírozása és a forintosításhoz kötődő swapok lejáratára magyarázható (részletesebben lásd a 3.3. alfejezetet). Ezzel szemben az EU-transzferek beáramlása és a külföldiek államkötvényeinek a mérséklődése csökkentette az állam nettó külső adósságát.

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



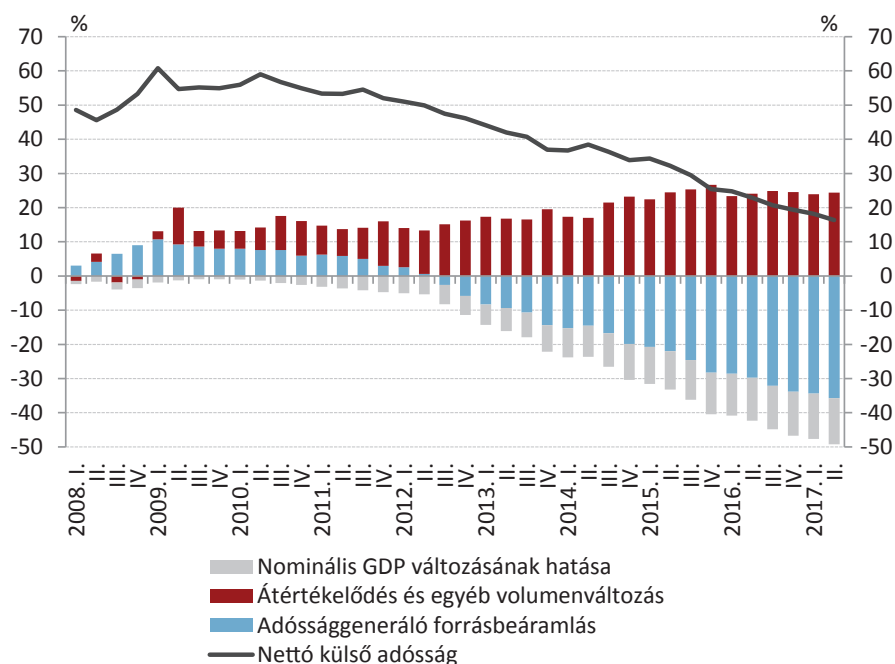
3. ÁLLOMÁNYI MUTATÓK ALAKULÁSA

2017 második negyedében tovább folytatódott az ország külső sérülékenységeinek megítélése szempontjából kiemelten fontos adósságműhelymutatók csökkenése. A nettó és bruttó külső adósság egyaránt közel 2 százalékponttal mérséklődött: a nettó mutató a GDP 16,4 százalékát tette ki, míg a bruttó külső adósság a GDP 67 százaléka alá csökkent. A nettó külső adósság mérséklődése az adóssággeneráló források nagyobb mértékű kiáramlása mellett következett be, de a GDP növekedése és az átértékelődési hatások is enyhén támogatták a mutató csökkenését. A szektorok közül – a finanszírozási folyamatokkal összhangban – a konszolidált államháztartás és a nem pénzügyi vállalatok nettó külső adóssága csökkent, miközben a bankrendszer nettó külső adóssága emelkedett. A bankszektor külföldi tartozásainak növekedése következtében a szektor külföldi adóssága újra meghaladta a bankok külföldi eszközeinek állományát. A vállalatok és a konszolidált államháztartás adósságrátájának csökkenésében is az adósságjellegű tartozások mérséklődése játszott szerepet. A GDP-arányos bruttó külső adósságot tekintve a második negyedév végi csökkenés közel teljes egésze a konszolidált államháztartáshoz kötődött, miközben a magánszektor bruttó külső adóssága közel változatlan szinten maradt – a vállalatok adósságának mérséklődését ellensúlyozta a bankok adósságának emelkedése. Az ország rövid külső adóssága 0,6 milliárd euróval, 19,8 milliárd euróra csökkent. Bár a devizatartalék csökkent a negyedév során, de továbbra is érdemben meghaladja a befektetők által elvárt, biztonságosnak tartott szintet.

3.1. A nettó és bruttó külső adósság alakulása

Az ország nettó külső adóssága 2017 második negyedében is csökkent, amiben az adósság jellegű források kiáramlása mellett a GDP növekedése és az átértékelődési hatások is szerepet játszottak (17. ábra). Az ország külső sérülékenysége szempontjából kiemelten fontos mutató június végére a GDP 16,4 százalékára mérséklődött. Az adósságráta csökkenését mindhárom tényező – az adóssággeneráló források kiáramlása, a nominális GDP növekedése és az állományok árfolyamok miatti átértékelődése is – támogatta. Míg a forintárfolyam euróval szembeni erősödésének csak kisebb hatása volt a nettó külső adósságra (az euróban denominált adósságot nagyjából ellensúlyozza a devizatartalék közel azonos szintje), addig a forint dollárral szembeni erősödése érdemben mérsékelte a rátát. A hozamok csökkenése miatt átárazódó állampapír-állomány ugyanakkor fékezte az adósságműhelymutató mérséklődését.

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

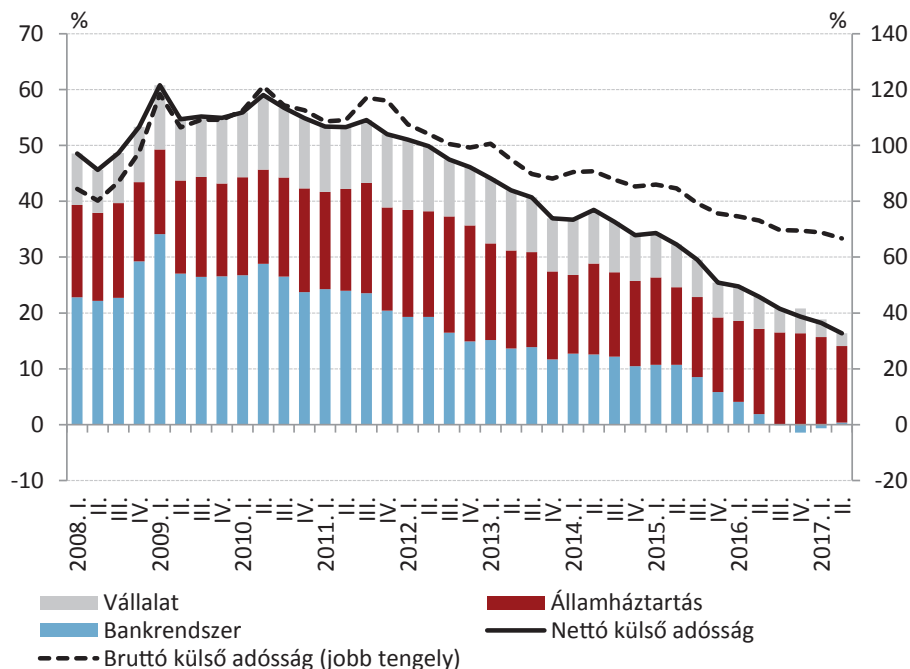


A nettó külső adósság csökkenése – az előző negyedévhez hasonlóan – az államháztartáshoz és a vállalati szektorhoz kötődött, miközben a bankrendszer nettó külső adóssága emelkedett (18. ábra). A vállalatok és a konszolidált állam-

háztartás adósságrátájának csökkenésében is az adósságjellegű tartozások mérséklődése játszott szerepet. Az államháztartás külfölddel szembeni követelése – a tranzakcióknál megfigyelt, EU-transzferek miatti növekedés ellenére – a devizatartalék ártértéklődése miatt közel változatlan szinten maradt, így a mutató mérséklődése elsősorban a külföldiek állampapír-eladásából és a forint-árfolyam erősödése miatti ártértéklődésből fakadó csökkenéssel magyarázható. Az ország nettó külső adósságának csökkenését fékezte ugyanakkor, hogy a bankrendszer nettó külső adóssága az első negyedévet követően ismét emelkedett.

2017 második negyedévének végén a bruttó külső adósság – közel két százalékpontos mérséklődést követően – a GDP 67 százaléka alá süllyedt (18. ábra). Az állományi mutató csökkenését döntően az adósság jellegű források kiáramlása támogatta, de a GDP bővülése és a forintárfolyam dollárral szembeni erősödése is érdemben hozzájárult a ráta mérséklődéséhez. A szektorok közül a konszolidált államháztartás bruttó külső adóssága a GDP közel 2 százalékaival mérséklődött, míg a magánszektoré közel változatlan szinten maradt: a bankrendszer külföldi tartozásainak emelkedését ellensúlyozta a vállalatok bruttó külső adósságának csökkenése. A bruttó külső adósság a nettó mutató esetében tapasztaltnál nagyobb mértékben csökkent, amelyben alapvetően a külső tartozások – külföldi eszközökét meghaladó – nagyobb mértékű ártértéklődése, illetve az állam devizakötvénylejárata játszott szerepet.

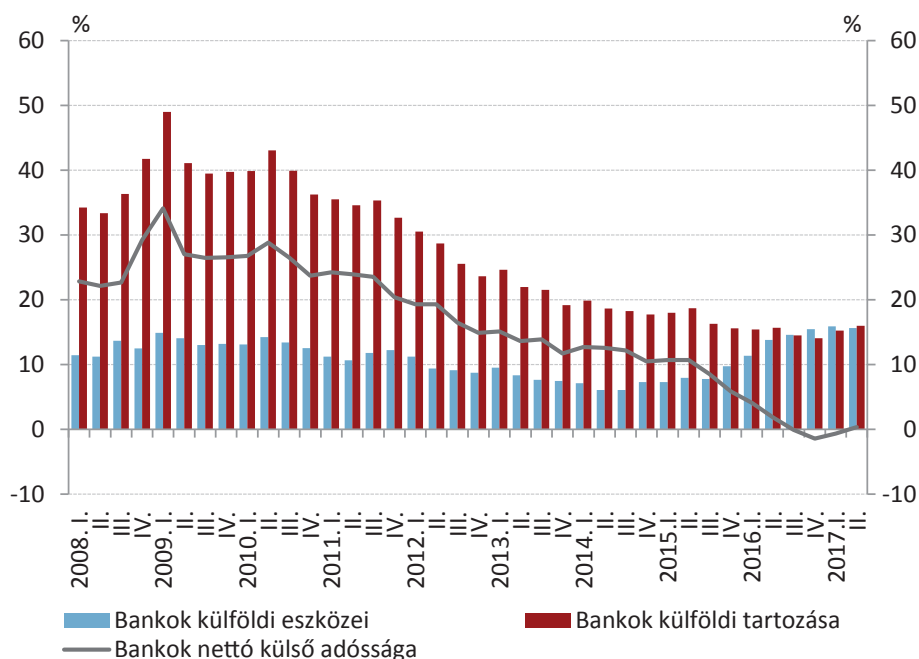
18. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság (GDP-arányos értékek, tulajdonosi hitel nélkül)



A bankrendszer nettó külső adóssága az első negyedévet követően ismét emelkedett és így a szektor külföldi adóssága újra meghaladja a külföldi eszközeinek szintjét (19. ábra). A bankszektor nettó külső adósságának 2015 és 2016-ban történt mérséklődése 2017 során emelkedésbe fordult: a bruttó adósság bővülése mellett a külföldi eszközök enyhe csökkenése⁵ is a magasabb adósságráta irányába hatott. A szektor külföldi tartozásainak emelkedéséhez döntően a külföldi szereplők hazai bankokban elhelyezett betéteinek emelkedése járult hozzá. A bankok GDP-arányos külső adósságának tranzakciókból eredő emelkedését azonban részben ellensúlyozta a forintárfolyam erősödése és a GDP bővülése is. A külföldi tartozások növekedése következtében ugyanakkor a szektor nettó külső adóssága ismét pozitívvá vált, azaz a bankok külföldi tartozásai meghaladják a szektor külföldi eszközeinek állományát.

⁵ A külföldi eszközök tranzakciókból eredő bővülését több mint ellensúlyozta az ártértéklődés hatása.

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

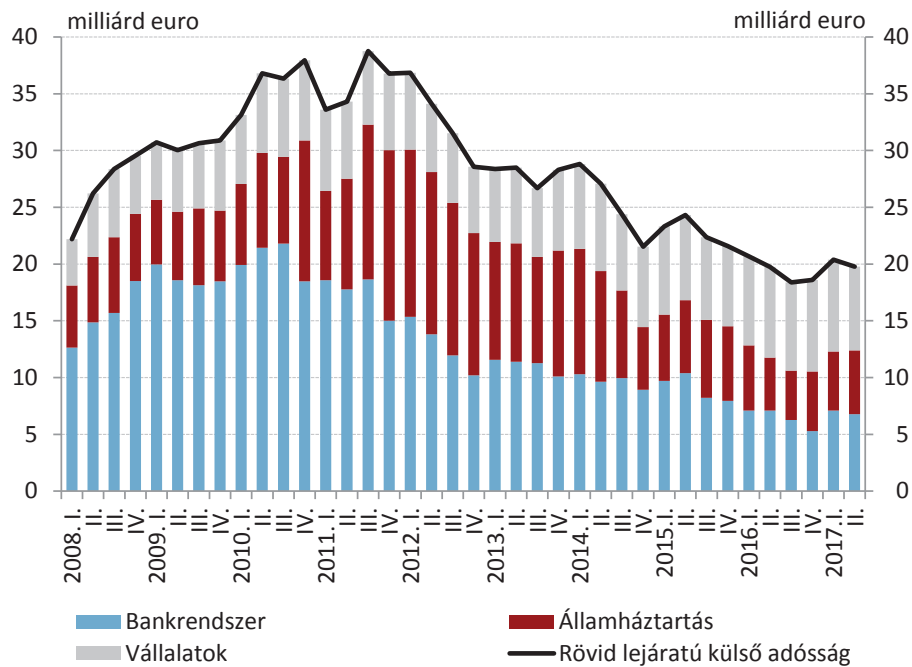


3.2. A rövid külső adósság alakulása

2017 második negyedévének a végén a rövid külső adósság – mintegy 0,6 milliárd eurós mérséklődést követően – 19,8 milliárd eurót tett ki (20. ábra). A rövid külső adósság csökkenése ellentétes irányú folyamatok eredményeként alakult ki: a vállalatok rövid külső adósságának nagyobb mértékű és a bankrendszer rövid adósságának enyhe csökkenését részben ellensúlyozta a konszolidált államháztartás rövid külső adósságának emelkedése.

- A második negyedévben a *konszolidált államháztartás* rövid külső adóssága közel 0,4 milliárd euróval emelkedett, amelyben a berövidülő adósság – egy 2018-as devizakötvénylejáráshoz kapcsolódó – növekedése játszott szerepet. A szektor eredeti futamidő szerinti külső adóssága nem változott, ez ugyanakkor ellentétes folyamatok eredményeként alakult ki. Az ÁKK – dollárkitettséget euróra fedező – marginszámláinak csökkenését ellensúlyozta a külföldiek diszkontkincstárjegy állományának emelkedése.
- A *bankrendszer* hátralévő futamidő szerinti rövid külső adóssága a második negyedévben 0,3 milliárd euróval, 6,8 milliárd euróra csökkent. A csökkenés az eredetileg rövid futamidejű adósság miatt következett be, amit részben ellensúlyozott a szektor berövidülő adósságának – főleg értékpapírokhoz köthető – emelkedése.
- A *vállalati* szektor rövid külső adóssága közel 0,7 milliárd euróval mérséklődött a negyedév során, ami a szektor berövidülő adósságának nagyobb mértékű (0,6 milliárd euro) és eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság kisebb mértékű (0,1 milliárd euro) csökkenéséhez köthető.

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



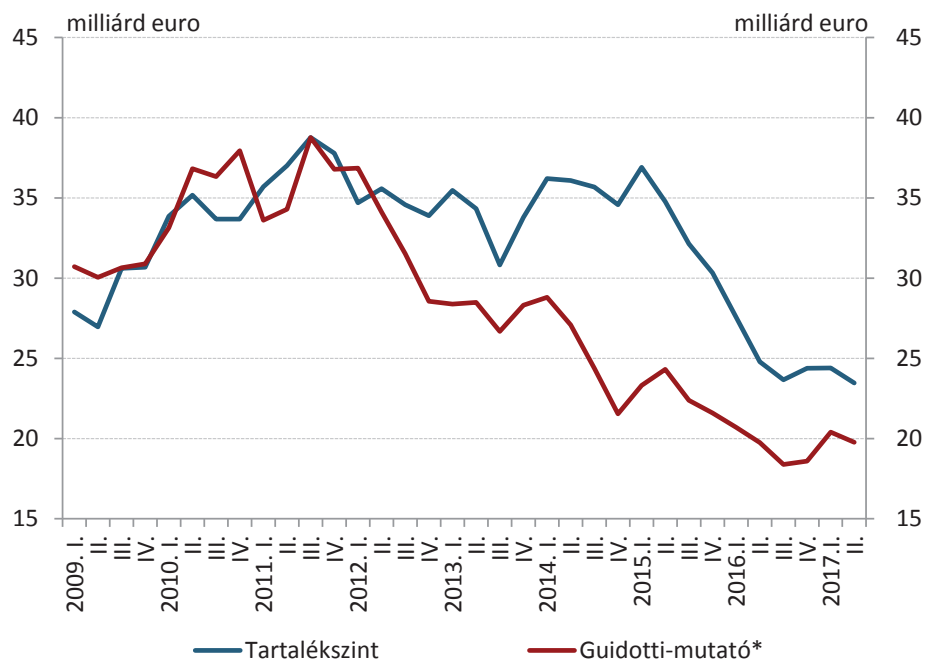
3.3. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása

2017 második negyedévében mérséklődött a devizatartalék szintje, a tartalékcsökkenéshez többek között az állam nettó devizafinanszírozása, valamint az ÁKK és a MÁK devizakiadásai járultak hozzá. 2017. június végén a nemzetközi tartalékok nagysága 23,5 milliárd euro volt, amely 0,9 milliárd eurós csökkenést jelent a 2017. március végi szinthez képest. A devizatartalék alakulását számos tényező befolyásolta, amelyek közül a legjelentősebb tételek a következők voltak:

- Az ÁKK nettó devizafinanszírozásának hatására összesen mintegy 470 millió euróval mérséklődött a tartalék. A vizsgált negyedévben egy angol fontban denominált nemzetközi devizakötvény járt le több mint 730 millió euro értékben, míg a lakossági devizakötvények (P€MÁK) negyedik sorozatának áprilisi lejáratára több mint 120 millió eurót tett ki. A negyedéves P€MÁK és letelepedési kötvény-kibocsátások ugyanakkor közel 390 millió euróval növelték a tartalékot.
- A lakossági devizahitelek forintosításához kötődő swapeszközök júniusi lejáratára közel 200 millió euróval, míg a Növekedési Hitelprogram harmadik szakasza devizapillérének keretében nyújtott hitelek, több mint 60 millió euróval csökkentették a tartalékok szintjét.
- További tartalékcsökkenítő tételként jelentek meg a MÁK és az ÁKK egyéb devizaügyletei, amelyek összesen több mint 500 millió euro értékben mérsékeltek a devizatartalékot. Az egyéb devizák euróval szembeni gyengüléséből adódó ártértékelődése, több mint 500 millió euróval mérsékelte a devizatartalékot.
- Az MNB forintlikviditást nyújtó devizaswap tendereket tart 2016 októberétől. A swapeszközök állományának bővülése közel 1 milliárd euróval növelte a tartalékok szintjét a második negyedévben.

A devizatartalék mérséklődése mellett a rövid külső adósság közel 0,6 milliárd euróval csökkent a második negyedév végére, így a devizatartalék továbbra is érdemben meghaladta a befektetők által elvárt szintet. Bár a devizatartalék az elmúlt negyedév végéhez képest csökkent, de a rövid külső adósság csökkenésének köszönhetően – a jegybank és a befektetők által is kiemelten követett Guidotti-Greenspan szabályt figyelembe véve – a devizatartalék 2017. első félév végi 23,5 milliárd eurós értéke továbbra is érdemben meghaladja a rövid külső adósság 19,8 milliárd eurót kitevő állományát. A bankrendszer és a vállalatok rövid külső adóssága mérséklődött a negyedév során, ennek hatását azonban az államháztartásnál tapasztalt emelkedés részben ellensúlyozta. A Guidotti-mutató feletti mozgástér hozzávetőlegesen 3,7 milliárd euro volt a második negyedév végén, ami biztonságos szintet jelent.

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



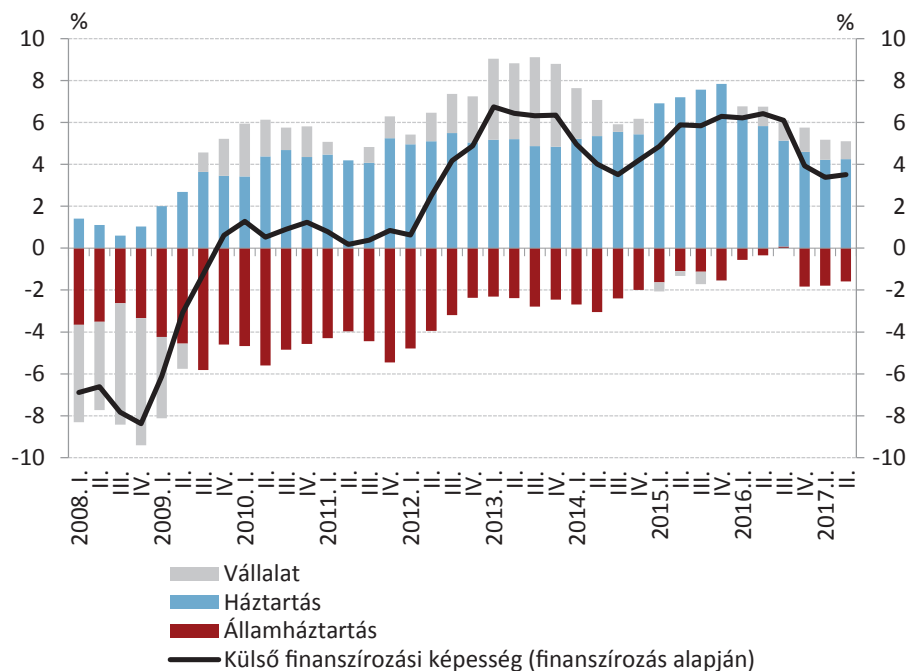
* Guidotti-mutató: a hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság.

4. SZEKTOROK MEGTAKARÍTÁSA SZERINTI MEGKÖZELÍTÉS

2017 második negyedévében a gazdasági szektorok megtakarítása szerinti finanszírozási képesség enyhén növekedett, és a GDP 3,5 százaléka körül alakult. Az emelkedés az államháztartás finanszírozási igényének csökkenéséhez kötődött, miközben a háztartások finanszírozási képessége – 2016 eleje tartó folyamatos csökkenést követően – nem változott érdemben. Ugyanakkor a szezonálisan igazított adatok alapján a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása kismértékben emelkedett, ami az eszközök hiteleknel nagyobb mértékű bővülésével magyarázható. A háztartási forint- és devizabetétek a negyedév során dinamikusan növekedtek, amely mögött az előbbi esetben az emelkedő agrártámogatások, az utóbbi esetében a forintárfolyam erősödése állhat. Annak ellenére, hogy a második negyedévben jelentős lakossági állampapír-lejáratok voltak, a háztartások nettó állampapír-állománya enyhén tovább emelkedett, ami továbbra is számottevő mértékben támogatja az állam belső finanszírozását. Emellett a lakosság lejárat szerinti állampapír-portfólió szerkezete is kedvező irányba változott az év első felében, ami csökkenti a gazdaság külső sérülékenységét.

A szektorok megtakarítása szerint a magyar gazdaság nettó finanszírozási képessége 2017 második negyedévében enyhén emelkedett, ami elsősorban az államháztartás finanszírozási igényének csökkenésére vezethető vissza (22. ábra). A konszolidált államháztartás visszafogott finanszírozási igénye alapvetően a fogyasztás bővülésével és a magasabb foglalkoztatottsággal összefüggésben emelkedő költségvetési bevételekkel magyarázható. A vállalati szektor nettó finanszírozási képessége az emelkedő beruházások és csökkenő készletfelhalmozás eredőjeként nagyjából szinten maradt. A háztartások négy negyedéves finanszírozási képessége a 2016 eleje óta tartó folyamatos csökkenést követően 2017 második negyedévében nem változott érdemben, és a GDP 4 százaléka felett alakult.

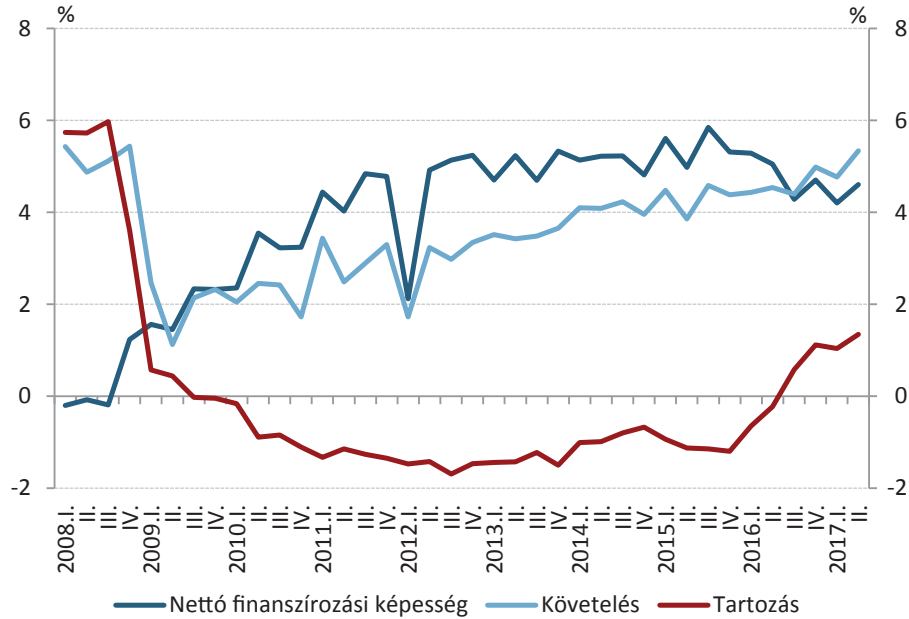
22. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége*
(négy negyedéves GDP-arányos adatok)



* Az államháztartásnál a pénzügyi számlák szerinti finanszírozási igényt mutatjuk be. A vállalat maradvék-ven adódik.

A háztartások alapfolyamatok szerinti – szezonálisan igazított – nettó pénzügyi megtakarítása a második negyedévben emelkedett, ami mögött az eszközök hiteleknel nagyobb mértékű bővülése áll (23. ábra). A szezonálisan igazított nettó hitelfelvétel 2017 második negyedévében tovább bővült a GDP közel 1,5 százalékára, ami azzal magyarázható, hogy a háztartási ingatlanhitel-állomány stabil bővülése mellett az egyéb hitelek állománya is – döntően az önálló vállalkozóknak nyújtott NHP- és földhiteleknek köszönhetően – érdemben emelkedett. A háztartások pénzügyi eszközei ennél nagyobb mértékben – a GDP 5 százalékát meghaladva – bővültek a második negyedévben, ami mögött a forint- és devizabetétek jelentős és az értékpapír-megtakarítások kisebb mértékű emelkedése áll.

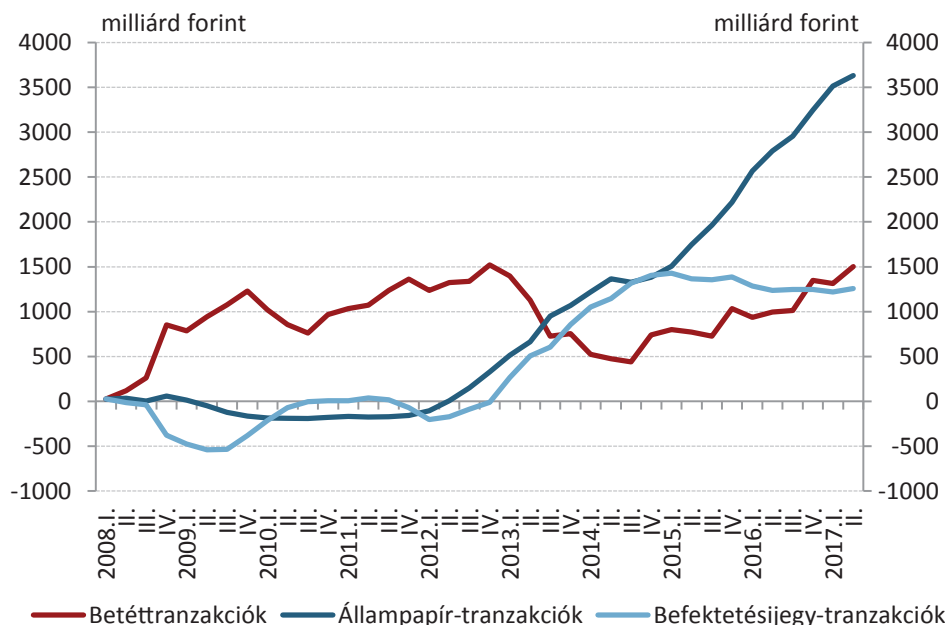
23. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)



* Alapfolyamatokat bemutató, a nyugdíjpénztári megtakarításokkal, végtörlesztéssel és a reálhozam-kifizetéssel, a felszámolt takarékszövetkezetek betéteseinek kártalanításával, valamint a forintosítás és elszámolás hatásával korrigált értékek. Az idősorok külön igazítva.

A háztartások állampapír-állományának bővülése a második negyedévben a korábban tapasztaltnál visszafogottabb volt, azonban a lakossági állampapír-kereslet továbbra is számottevő mértékben támogatja az állam belső finanszírozását (24. ábra). A lakossági állampapír-állomány 2012 óta tartó folyamatos bővülése 2017 második negyedévében is folytatódott, aminek eredményeképp az állomány júniusra 4 500 milliárd forint fölé emelkedett. Attól függetlenül, hogy a második negyedévben jelentős állampapír-lejáratok voltak, az állomány tovább bővült, azaz a lakosság a lejárat nagyságától függetlenül megújítja állampapír-állományát. Emellett folytatódott az az előző negyedévben megkezdődött folyamat, hogy a lakosság állampapír-kereslete – az ÁKK szándékának megfelelően – a rövid lejáratú papírok felől a hosszabb futamidejű papírok felé tolódik el. A lakossági állampapír-portfólió lejárat szerkezetének kedvező irányba való változása mérsékli a megújítási kockázatot, ezáltal csökkentve a gazdaság sérülékenységét. A betétállomány dinamikus bővült, ami mögött a forintbetétek esetében az emelkedő EU-tól kapott agrártámogatások, a devizabetétek esetében a forint-árfolyam erősödése állhat.

24. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók)



5. A KÜLFÖLDI TULAJDONÚ VÁLLALATOK ÉS BANKOK NYERESÉGÉNEK ALAKULÁSA

A kiemelt téma a külföldi tulajdonú vállalatok 2016-os jövedelmét mutatja be részletesen. Az eddigi becsléseket felváltó tényadatok alapján 2016 során mérséklődött, de továbbra is jelentős a külföldi tulajdonú vállalatok profitja. A csökkenésben több egyedi tényező is szerepet játszott, ami mellett folytatódott az a trend, hogy a vállalatok a megtermelt jövedelem több mint felét újra Magyarországon fektették be, miközben az osztalékkifizetés mérséklődött. Az ágazati bontásból látható, hogy a legtöbb nagyobb méretű ágazatban enyhén emelkedett, vagy nem változott érdemben a profit, és a jövedelem csökkenése elsősorban az egyéb kiegészítő üzleti szolgáltatásokat végző vállalatok profitszűkéséhez köthető. A jövedelemegyenleg hiányát az is mérsékelte, hogy a rezidensek tulajdonában lévő külföldön működő vállalatok nyeresége – a 2015-ös visszaesést követően – jelentősen emelkedett. Míg a nem normál üzletmenethez köthető eredménytétel 2015 során jelentős nyereséget jelentettek a vállalatok számára, addig 2016 során ezek a tételek a korábbi évekhez hasonlóan jelentős veszteséget okoztak. Így bár a normál üzletmenet szerint csak kismértékben mérséklődött a vállalatok nyeresége, addig a külföldi vállalatok az árfolyamok elmozdulását is tartalmazó adózott eredménye 2015 és 2016 között a GDP több mint 15 százalékaival csökkent. A régiós összehasonlítást vizsgálva a hazai profitráta a szlovák és a lengyel szint körül alakult, azonban elmaradt a cseh értéktől. Fontos ugyanakkor kiemelni, hogy Magyarországon a külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmük nagyobb részét fordítják újrabefektetésre, mint osztalékkifizetésre, ami egyedülálló a régióban. A külföldi tulajdonú vállalatok profitjának kiemelt szerepe van az Európai országok között a GNI-GDP közötti különbség alakulásában – a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetéseinek állománybővülésével nő a két mutató közötti különbség is.

5.1. Bevezetés

A Fizetési mérleg jelentés aktuális kiemelt témájában a külföldi tulajdonú vállalatok és bankok nyereségét mutatjuk be. A vállalati és banki jövedelmekről beérkező kérdőívek alapján a szeptemberi adatközlésben tényadatok váltják fel a 2016-os profitra vonatkozó becsléseket, ezért a Fizetési mérleg-jelentés aktuális kiemelt témájában a külföldi tulajdonú vállalatok és bankok nyereségét mutatjuk be. A fizetési mérlegben a tárgyévét követő szeptemberi adatközlésig a külföldi tulajdonú vállalati szektor jövedelme becslésen alapul. Ezt a szeptemberi adatközléskor váltja fel a vállalati és banki jövedelmekről készített kérdőívek alapján számított tényadat.⁶ Ezért a szeptemberi adatközléskor érdemes alaposabban áttekinteni a külföldi tulajdonú vállalati szektor jövedelmezőségét. A jelenlegi adatközlésben a jövedelemegyenlegben szereplő nettó profit szempontjából fontos tényadatok kismértékben elmaradtak az előzetes becsléstől, ami részben egyedi hatásokra, részben pedig a magyar tulajdonban lévő külföldi vállalatok historikus csúcsukra bővülő jövedelmezőségére vezethető vissza. Érdemes felhívni a figyelmet arra, hogy a fizetési mérleg-statisztika a vállalati szektor normál üzletmenethez kapcsolódó eredményét tartalmazza, aminek keretében a szektor adózott eredményéből kiszűrésre kerülnek az egyszerinek tekintett eredménytétel. Ennek háttérében az áll, hogy a fizetési mérlegben a módszertan szerint⁷ a vállalati szektor tranzakciói között a nem normál üzletmenetből – például árfolyam-átértékelődésből – származó eredmények nem szerepelnek. A fejezet felépítését tekintve, először áttekintjük a külföldi tulajdonú vállalatok és bankok jövedelmi helyzetét, majd megvizsgáljuk a nyereség 2016-os mérséklődésének háttérét. Ezt követően bemutatjuk a vállalatok normál üzletmenet szerinti, valamint adózott eredményét is (5.5. alfejezet). Végül régiós, majd európai uniós összehasonlításban is elemezzük a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok profitjának alakulását, továbbá a külföldi tulajdonban lévő vállalati szektor nagyságának hatását a GNI és a GDP közti különbségre.

5.2. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelme a fizetési mérlegben

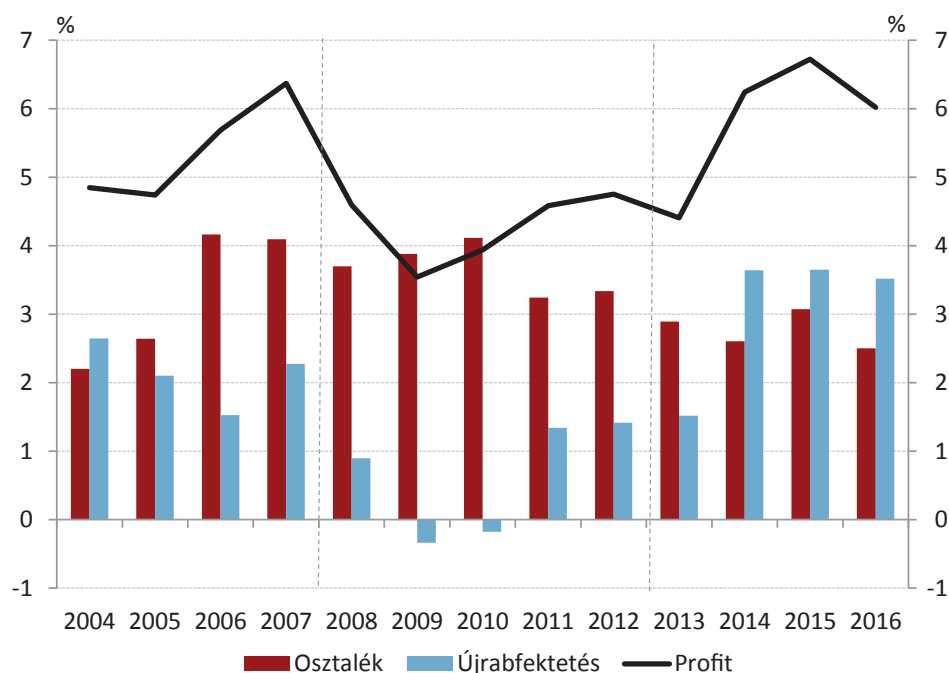
2016 során a GDP közel 6 százaléka mérséklődött a külföldi tulajdonú vállalatok és bankok profitjának egyenlege, ami azonban továbbra is jelentősnek számít. Az elmúlt évekhez hasonlóan tovább folytatódott az a trend, hogy a külföldi

⁶ Részletesebben lásd: Magyarország fizetési mérleg és külfölddel szembeni befektetésipozíció-statisztikái, MNB (2014)

⁷ Balance of Payment Manual, 6th edition

vállalati szektor által megtermelt jövedelmek több mint fele Magyarországon került befektetésre⁸ 9. A külföldi vállalatok GDP-arányos nyeresége a válság következtében a korábban jellemző 6 százalékról 2009–2010-re 4 százalék alá mérséklődött, ami az újrabefektetett jövedelmek jelentős csökkenésében tükröződött, míg az osztalékfizetések közel változatlanul alakultak. Az újrabefektetések visszaesésének hátterében az állhatott, hogy a válságot követően csökkentek a növekedési kilátások, valamint az anyavállalatok likviditási igénye is a nagyobb arányú osztalékfizetés felé mozdíthatta a folyamatokat. 2014 óta ugyanakkor a profit növekedésének és a visszafogott osztalékfizetésnek köszönhetően jelentősen bővültek az újrabefektetések, ami – az EU-források felhasználása mellett – szerepet játszhatott a vállalati beruházás bővülésében. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmezőségének emelkedéséhez az export dinamikus bővülése is hozzájárulhatott, ugyanakkor a 2016-os mérséklődésben egy iparágnak volt érdemi szerepe, ami a korábbi években kiemelkedő bővülést mutatott (részletesebben lásd később). A külföldi tulajdonú vállalatok profitja így a GDP 6 százalékára mérséklődött, aminek nagyobb részét a vállalatok továbbra is Magyarországon fektették be. A külföldi vállalatok eredményének jelentős része (több mint 90 százaléka) a nem pénzügyi vállalati szektorhoz köthető.

25. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok jövedelmének felhasználása¹⁰ (a GDP arányában)



5.3. A bankok és nem pénzügyi vállalatok jövedelmezőségének összehasonlítása

A vállalati profitráta az előző évinél nagyobb mértékben haladja meg a bankokét és már a válság előtti időket idézi, miközben a vállalatok és bankok osztalékhiánya továbbra is alacsony. A közvetlentőke-részesedések arányában számított profit a válság előtt a nempénzügyi vállalatoknál 10, míg a bankoknál ennél magasabban, 14 százalék közelében alakult. Ezzel szemben a válságban jelentősen visszaesett a vállalatok állományarányos nyeresége, míg a válság első éveiben a bankoknál hasonló folyamat nem volt megfigyelhető. Ugyanakkor a bankok profitja 2012-ben jelentősen mérséklődött, és a vállalati nyereség alá csökkent. A bankokat tekintve érdemes megemlíteni, hogy osztalékhiányaduk elmarad a vállalatokétól, vagyis a bankok általában profitjuk nagyobb részét fektetik be újra Magyarországon.

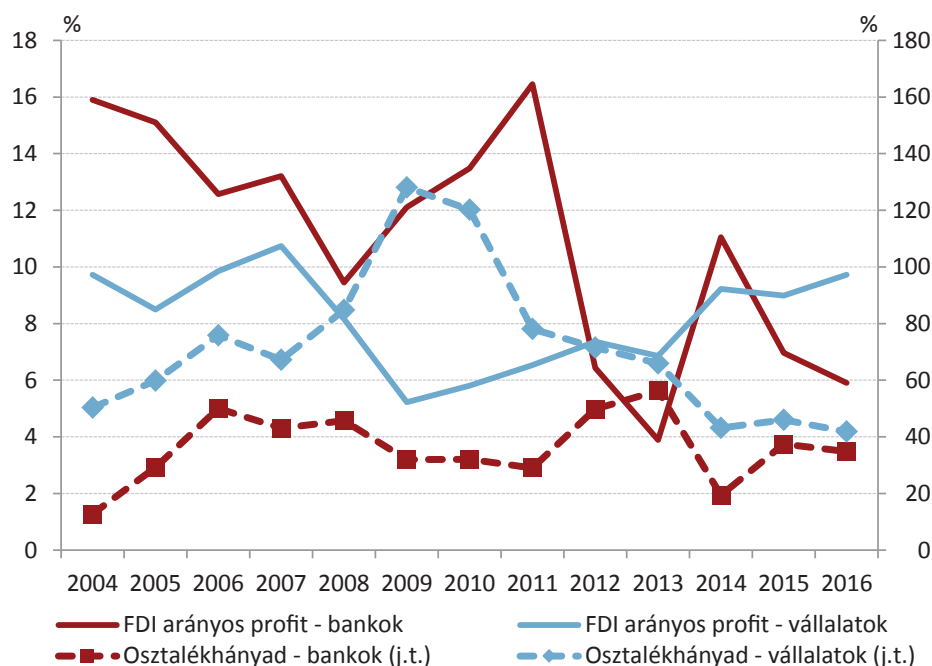
⁸ Mivel az újrabefektetett jövedelem a megtermelt nyereség és a kifizetett osztalék különbségeként adódik, ezért az alkalmazott COPC-korrektció, valamint a kiugró osztalékok kezelése jelentős hatással van az újrabefektetett jövedelmek értékére (részletesebben lásd a 2017. júliusi Fizetési mérleg jelentést).

⁹ Itt érdemes megjegyezni azt is, hogy a vállalatok jellemzően előző évi profitjukból szavaznak meg és fizetnek osztalékot, így valójában adott év osztalékfizetését az előző évi eredménnyel célszerű összevetni. Azonban mivel a fizetési mérleg-adatok között szereplő állományokat az adott évi tranzakciók befolyásolják, ezért az adott évi profitot az adott évi osztalékfizetéssel mutatjuk be.

¹⁰ Az idősorokban elemzési szempontokból törést jelent, hogy 2008-tól kezdve a profit (és így maradékelven az újrabefektetett jövedelem) csak a normál üzletmenet szerinti eredményt tartalmazza. Ugyanakkor feltételezhető, hogy a nem normál üzletmenethez kapcsolódó eredménytényezők a válságot követően emelkedhettek meg, így vélhetően a korábbi időszakkal is összehasonlítható marad az idősor. További törést jelenthet, hogy 2013-tól a külföldi profitból kiszűrésre kerül a kiugró osztalék, ami ezt követően nem osztalékfizetésként, hanem részesedéscsökkenésként kerül elszámolásra, és így befolyásolja a vállalati profit felosztását az osztalékfizetés és az újrabefektetés között.

Ebben szerepe lehet annak, hogy a bankok külföldi tulajdonosainak a válság során elszenvedett veszteségek pótlására tőkét kellett emelniük a belföldi bankokban, aminek egy részét a megtermelt nyereség tette ki. A vállalati profit a válság első éveiben jelentősen, 5 százalék közelébe esett vissza, azóta azonban fokozatos emelkedést mutatott, és 2016-ra ismét a válság előtt jellemző 10 százalék közelébe ért (26. ábra). Ezzel párhuzamosan a vállalati osztalékhányad a válság óta fokozatosan mérséklődik, és az elmúlt három évben 40 százalék közelében alakult. Ennek hátterében az állhat, hogy a növekedési kilátások javulásával és a vállalati profit emelkedésével a külföldi tulajdonosok a várható profit emelkedésére számítva megtermelt jövedelmük egyre nagyobb részét fektetik be Magyarországon.

26. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok profitja a közvetlentőke-részesedések arányában Magyarországon és a kifizetett osztalék a profit arányában

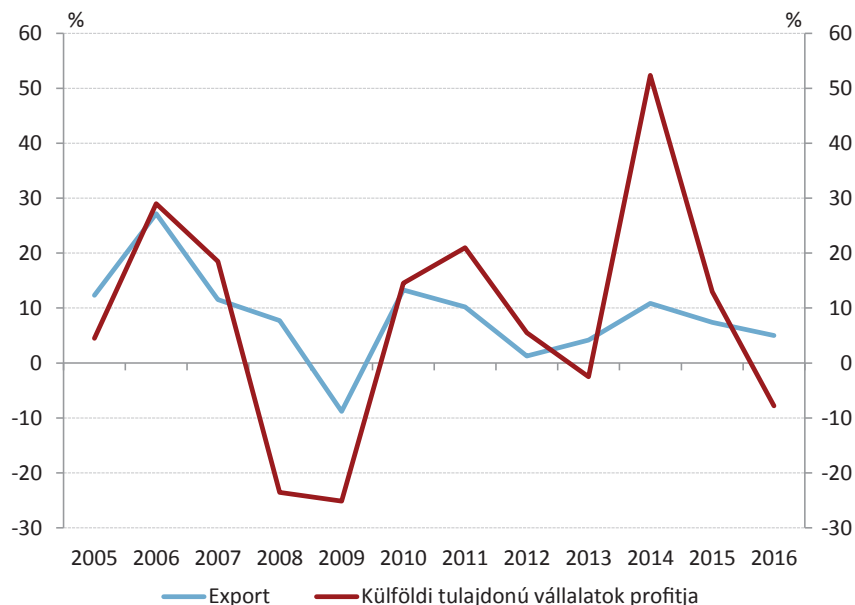


Megjegyzés: A profithányad az év végi állományból számított érték.

5.4. Mi áll a vállalati profit alakulásának hátterében?

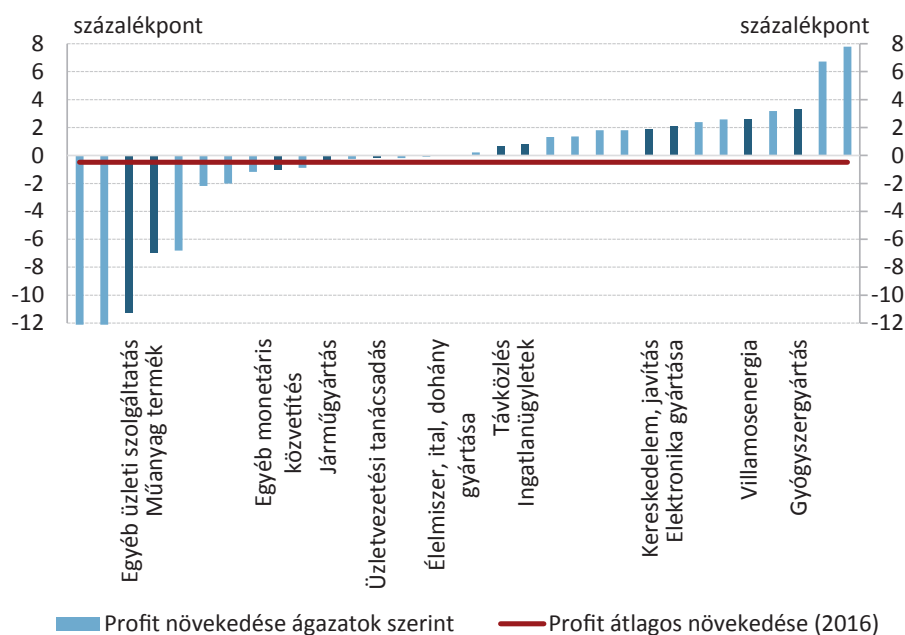
A külföldi vállalatok profitbővülése 2016-ban – az exportbővülés lassuló dinamikájával összhangban – mérséklődött, amiben egyedi vállalati hatások is szerepet játszhattak. Mivel a külföldi tulajdonú vállalatok jelentős része az export-szektorban tevékenykedik, ezért indokolt lehet a külföldi vállalatok profitjának exportteljesítménnyel való összevetése. Míg az elmúlt években a külföldi vállalatok profitjának bővülése az exportteljesítményhez hasonlóan gyorsuló dinamikát mutatott, addig 2015–16 során az exportbővülés lassulásával összhangban a vállalati nyereség dinamikája is mérséklődést mutatott (27. ábra). A külföldi vállalatok nyereségének növekedési üteme negatívvá válásában ugyanakkor jelentős szerepe volt egy ágazatnak, ahol a profit visszaesése közel 400 milliárd forintot tett ki.

27. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok profitja és az export alakulása (változás az előző évhez képest)



A nagyobb méretű ágazatok közül az egyéb kiegészítő üzleti szolgáltatásokat végző vállalatoknál történt nagyobb mértékű profit-csökkenés, míg a legtöbb jelentős tőkebefektetéssel rendelkező ágazatban nőtt, vagy nem változott érdemben az FDI arányos profit. A külföldi tulajdonú vállalatok FDI arányos profitrátája 2015 és 2016 között 0,5 százalékponttal mérséklődött. A jelentős méretű külföldi befektetéssel rendelkező ágazatok (ahol a külföldi befektetett tőke nagysága meghaladja a 2 milliárd eurót) többségében – két kivételtől eltekintve – nem változott érdemben a vállalati profit, vagy enyhe növekedés látható. Ugyanakkor két ágazatban (az egyéb üzleti szolgáltatásokban és a gumi-, műanyag termék gyártásában) az állományarányos profitráta érdemi csökkenése volt tapasztalható. Az egyéb üzleti szolgáltatások esetében ez a profit jelentős visszaesésére vezethető vissza, amiben jelentős szerepe lehetett a 2015 során értékesített üzletágnak is. A gumi- és műanyag gyártás esetében a befektetett tőke 250 milliárd forinttal, másfélszeresére emelkedett, miközben az ágazat profitja nem változott érdemben. A befektetett tőke emelkedésében jelentős szerepe lehet a Magyarországon épülő külföldi háttérrel rendelkező gumigyár beruházásának, ami vélhetően csak a későbbi években válik jövedelmezővé. Érdemes megemlíteni, hogy több jelentős ágazatban nőtt a megtermelt profit, ami általában nem csak az állományarányos, de a nominális számokban is tükröződik (28. ábra).

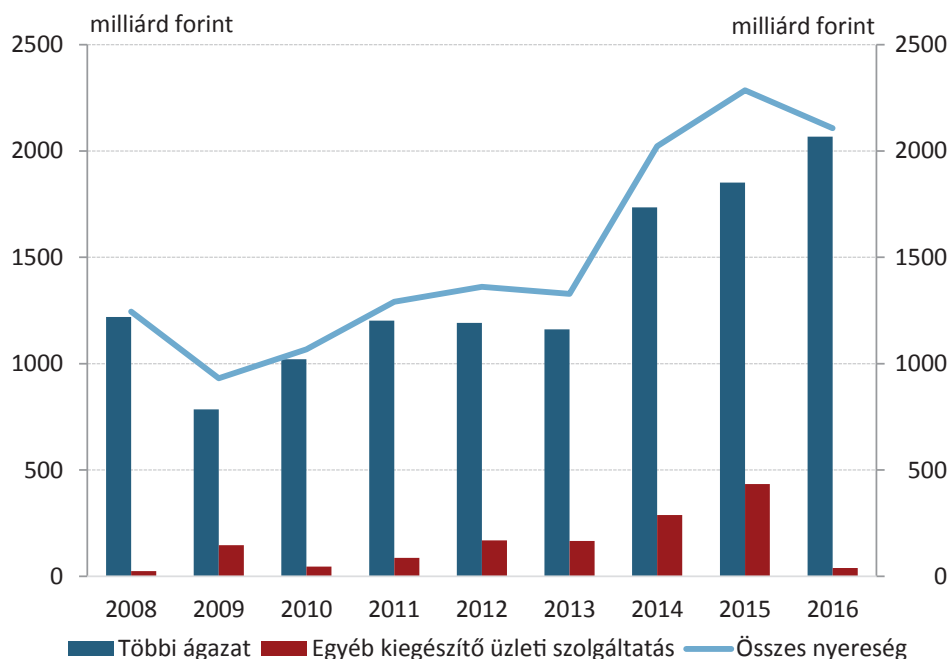
28. ábra: A külföldi vállalatok egyes ágazatokban elért közvetlentőke-arányos nyereségének növekedése 2016-ban



Megjegyzés: A 2 milliárd eurónál nagyobb FDI-állománnyal rendelkező ágazatokat nevesítettük.

A külföldi tulajdonú vállalatok nyereségének mérséklődése 2016 során szinte teljes mértékben az egyéb kiegészítő szolgáltatást végző vállalatokhoz kötődött, míg a többi ágazat profitja tovább emelkedett. 2014–2015 során az ágazatok többségénél – beleértve az egyéb kiegészítő szolgáltatásokat végző vállalatokat – a nyereség növekedése volt tapasztalható, 2016-ban ugyanakkor ezen ágazatnál jelentős – több mint 400 milliárd forintos – mérséklődés történt. Ebben szerepet játszhatott a 2015 végén végbement – jelentős COPC korrekciót okozó – adás-vétel is¹¹. Eközben a többi ágazat profitja tovább emelkedett 2016 során, azonban nem tudta ellensúlyozni az egyéb kiegészítő szolgáltatásoknál megfigyelt mérséklődést, így összességében a külföldi tulajdonú vállalatok nyeresége 2016 során csökkent.

29. ábra: A külföldi tulajdonban lévő vállalatok nyeresége

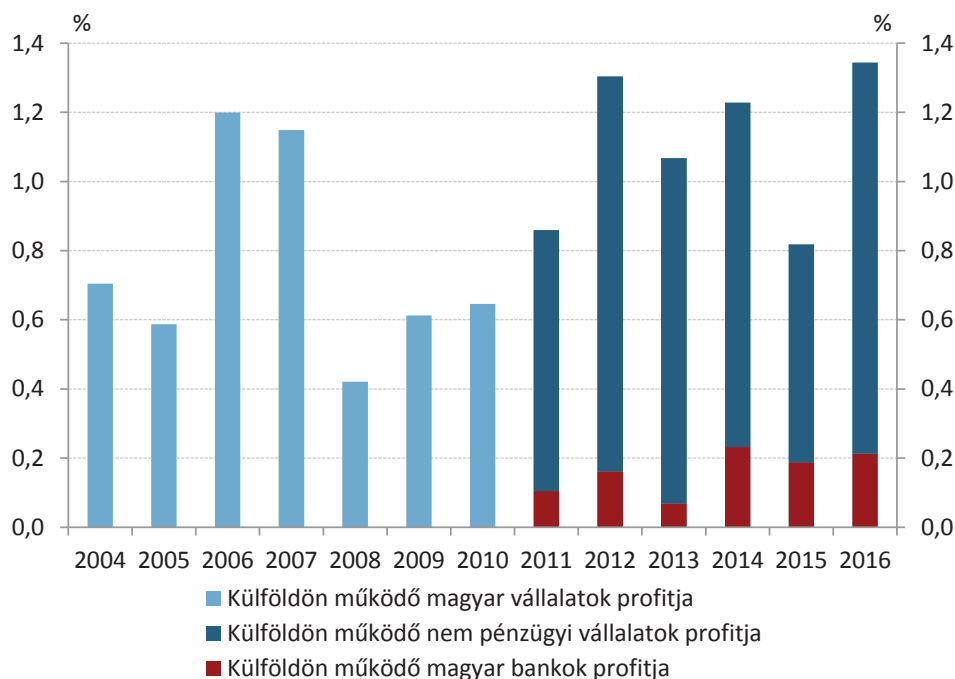


A finanszírozási képességet befolyásoló nettó profitegyenleg hiányának mérséklődésében a rezidens tulajdonban lévő külföldön tevékenykedő vállalatok nyereségének jelentős emelkedése is szerepet játszott. A fizetési mérleg elemzésekor a jövedelemegyenlegen¹² belül nemcsak a Magyarországon működő külföldi vállalatok jövedelmét, hanem a külföldi működő belföldi tulajdonban lévő vállalatok nyereségét is figyelembe kell venni. Ennek értéke ugyanis mérsékli a jövedelemegyenleg hiányát, mivel az a belföldön működő vállalatok számára bevételt jelent. Míg 2015 során a külföldön működő vállalatok nyeresége – főként a nem pénzügyi vállalatokhoz kötődően közel harmadával – csökkent, addig 2016 során ennél nagyobb emelkedés volt megfigyelhető, és így korábban nem tapasztalt szintre emelkedett. Ebben szerepe lehet annak is, hogy a 2014-ben kirobbant orosz-ukrán konfliktus kiéleződése miatt 2015-ben veszteséget szenvedhettek el a külföldön működő vállalatok, aminek hatása 2016-ra mérséklődhetett.

¹¹ Részletesebben lásd a 2016 októberi Fizetési mérleg-jelentést, valamint a MNB 2016 szeptemberi fizetési mérleg adatközléséhez tartozó sajtóközleményt.

¹² Elemzési szempontokat figyelembe véve a jövedelemegyenlegben az elsődleges jövedelmeket mutatjuk be, kivéve az egyéb elsődleges jövedelmeket, ami a korábbi statisztikákban a viszonyzatlan átutalás részét képezte és így a transzferegnyelben szerepeltetjük.

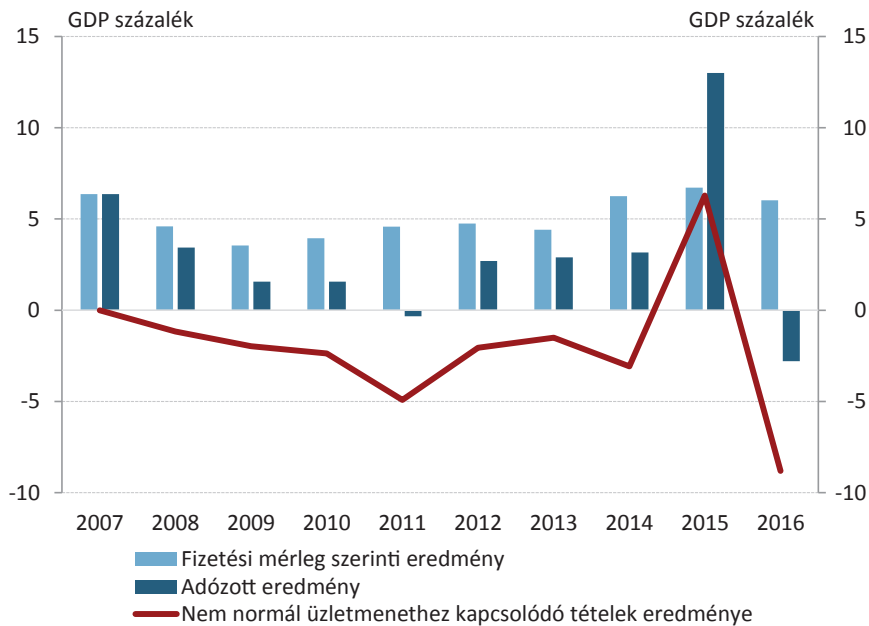
30. ábra: A külföldön működő rezidens tulajdonú vállalatok profitja (a GDP arányában)



5.5. A külföldi tulajdonú vállalatok adózott eredménye

A vállalatok profitja a fizetési mérlegben a 2015-ös értékhez képest enyhén, míg az adózott eredmény szerint jelentősen mérséklődött, és 2016-ban negatív értéket vett fel (31. ábra). A fizetési mérlegben a külföldi tulajdonú vállalatok nyereségének csak a normál üzletmenethez kapcsolódó része kerül elszámolásra, ami a nem normál üzletmenet eredményéből származó tételeket kiszűri. A közelmúltban ilyen egyszeri hatásokat jelentenek a vállalatoknál az árfolyam ártértékelődése miatti veszteségek; a hitelintézeteknél a kedvezményes árfolyamon végrehajtott végtörlesztés, a lakossági hitelekhez kapcsolódó elszámolások, vagy például 2015 során egy belföldön működő multinacionális vállalat egy ágazatának kiugróan magas értéken történő értékesítése. A fizetési mérlegben szereplő eredmény az adózott eredményhez hasonlóan mérséklődést mutatott a válság után, amit az elmúlt években bővülés követett. Ugyanakkor a fizetési mérlegben szereplő – normál üzletmenet szerinti – eredmény jóval stabilabb, míg az egyedi tételeket is tartalmazó adózott eredmény volatilisabb: míg 2015-ben az egyszeri tételek növelték, addig 2016 során már csökkentették a vállalati szektor nyereségét, ami így a két év között a GDP mintegy 15 százalékaival mérséklődött. Ez arra utal, hogy elemzési szempontokból a fizetési mérlegben szereplő eredmény használata lehet indokolt. Mivel ezek a tételek általában – a 2015-ös év kivételével – csökkentették a vállalatok nyereségét, ezért a fizetési mérlegben megjelenő finanszírozási képesség alacsonyabb volt, mint a külföldi tulajdonú vállalatok adózott eredményét figyelembe véve lenne. Ugyanis míg 2016-ban a külföldi vállalatok fizetési mérleg szerinti eredménye a GDP 6 százaléka közelében alakult, addig az adózott eredmény szerint ennek értéke közel - 3 százalékot tett ki, vagyis a vállalati szektor 2016-os vesztesége jelentős mértékben egyszeri tételekhez kapcsolódott. A két mutató közötti eltérés a múltban általában negatív volt, azonban annak értéke átlagosan a GDP - 3 százaléka közelében alakult. Ezzel szemben 2016-ban ennek mértéke a GDP - 9 százalékát közelítette meg. Ez az egyszeri veszteség részben a 2015-ös kiugró – a GDP 6 százalékát meghaladó – nem normál üzletmenethez kapcsolódó nyereség korrekciójához köthető.

31. ábra: A normál üzletmenet szerinti és az adózott eredmény szerinti profit* (GDP arányában)

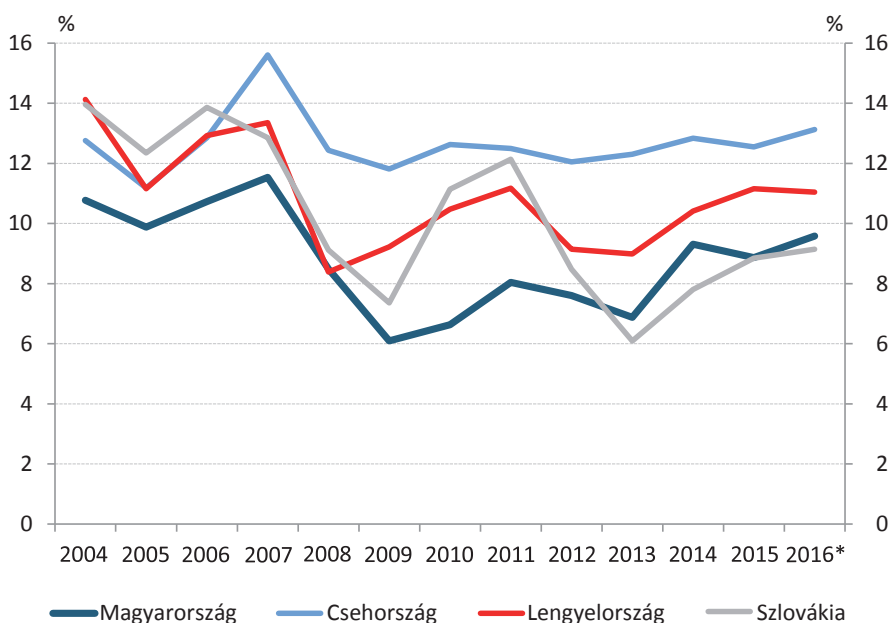


* A külföldi tulajdonú vállalatok által megtermelt profit hatása negatív a jövedelemegyenlegre, összhangban a fizetési mérleg jövedelemegyenlegével.

5.6. Nemzetközi összehasonlítás

Az elmúlt években Magyarországon megfigyelt profitráta elmaradt a régiós átlagtól (32. ábra). Regionális összehasonlításban a közvetlentőke-befektetések megtérülését a befektetett tőke arányos nyereség értékével érdemes összevetni. Az idősor alapján megállapítható, hogy míg a megtérülés Csehországban az elmúlt években 12 százalék felett alakult, addig a régió többi országában alacsonyabb volt. A ráták együttmozgása arra utal, hogy a régiós profitráták alakulását érdemben befolyásolják a nemzetközi folyamatok. A válság utáni visszaesését követően 2011 és 2013 között Szlovákiában, Magyarországon és Lengyelországban is mérséklődött a külföldi vállalatok profitrátája, amit enyhe fellendülés követett. A Csehországban működő külföldi vállalatok profitja ugyanakkor stabilan meghaladja a régió többi országában megfigyeltet.

32. ábra: A közvetlentőke-befektetések megtérülése a részesedések arányában (az FDI-állományon elért profit FDI-állomány-arányos értéke)

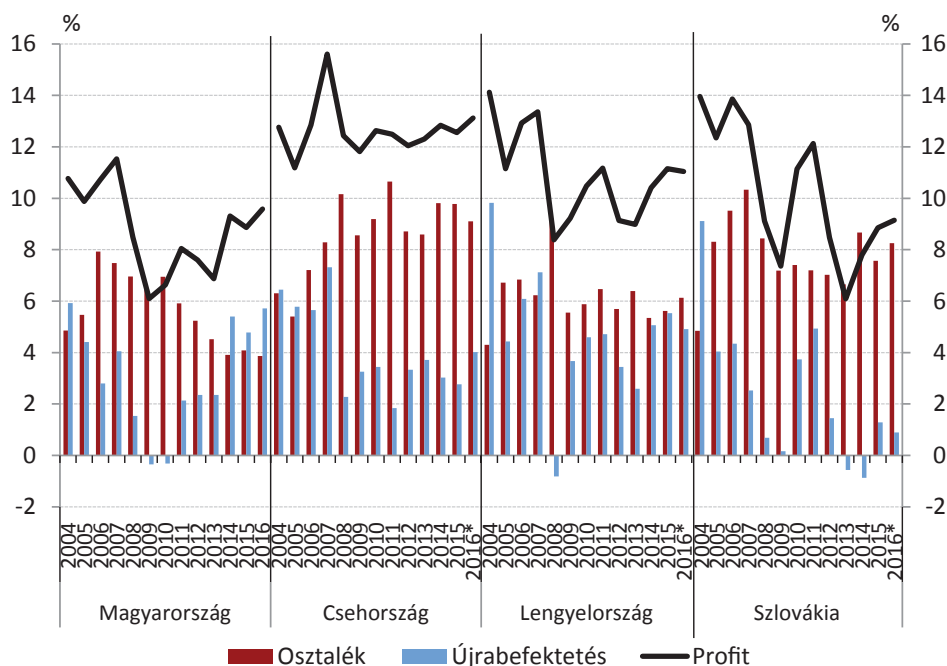


Forrás: Eurostat.

*A régiós országokban a 2016-os érték vélhetően csak becslés.

A külföldi tulajdonú vállalatok profitjuk több mint felét újrabefektetik Magyarországon, ami a régiós országokat tekintve kimagaslónak számít (33. ábra). A régió legtöbb országában nem változott érdemben a közvetlentőke-befektetések állomány arányos jövedelme. Ugyanakkor míg Magyarországon 2010 óta trendszerűen csökkent az osztalékfizetés, addig a többi országban emelkedett. Ennek eredményeképpen a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok újrabefektetései az elmúlt éveket követően 2016-ban is emelkedtek, és továbbra is meghaladják az osztalékfizetés mértékét¹³, amely nem jellemző a régió többi országára.

33. ábra: A közvetlentőke-befektetések jövedelmeinek felbontása a régiós országokban (a közvetlentőke-részesedések arányában)



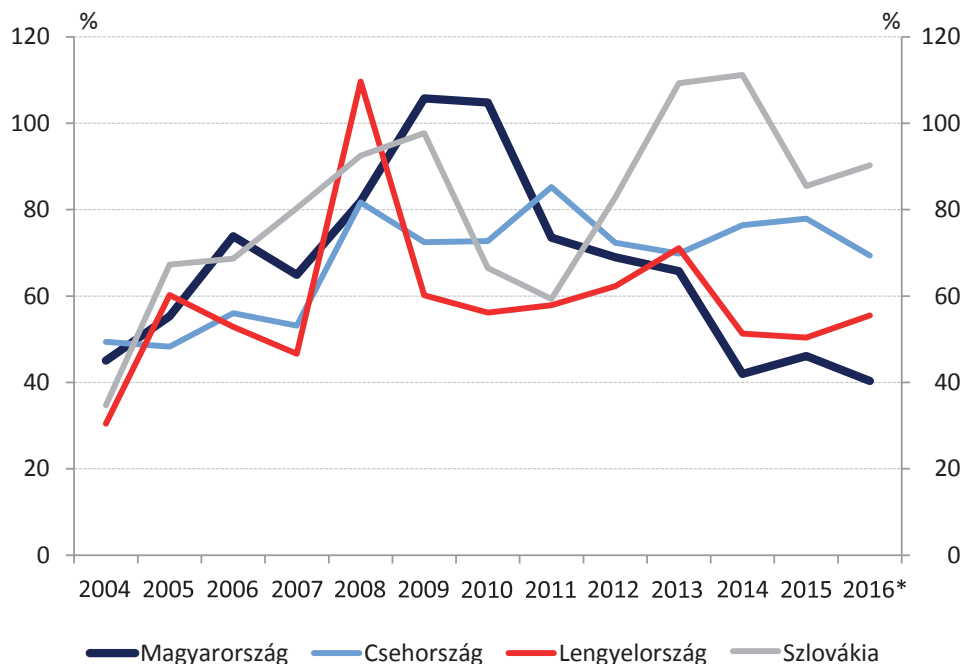
Forrás: Eurostat.

*A régiós országokban a 2016-os érték még vélhetően becslésen alapul.

A régióban Magyarországon a legalacsonyabb a profitarányos osztalékfizetés, ami az újrabefektetések magas értékében tükröződik. A régió országaiban már a válság előtt nőtt a külföldi vállalatok profitarányos osztalékfizetése, ami a válság éveiben érte el legmagasabb értékét – Magyarország mellett rövid ideig Lengyelországban is meghaladta a 100 százalékot – ami azt jelenti, hogy a külföldi tulajdonú vállalatok nem csak adott évi nyereségük, de a korábbi évek nyereségeiből felhalmozott eredménytartalék terhére is fizettek osztalékot külföldi tulajdonosaik számára. Ennek hátterében a külföldi anyavállalatok válságbeli forrásigénye, valamint a régió növekedési kilátásainak visszaesése is állhatott. Érdeemes azt is megjegyezni, hogy az osztalékarány a régió összes országában mérséklődött az elmúlt években, de a legalacsonyabb értéket Magyarországon érte el. Így a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok fektetik be újra megtermelt jövedelmük legnagyobb részét.

¹³ 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 osztalékot csökkenti. Így ennek is szerepe lehet a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok profit arányában magasabb újrabefektetéséhez.

34. ábra: Osztalékfizetések aránya a profithoz képest

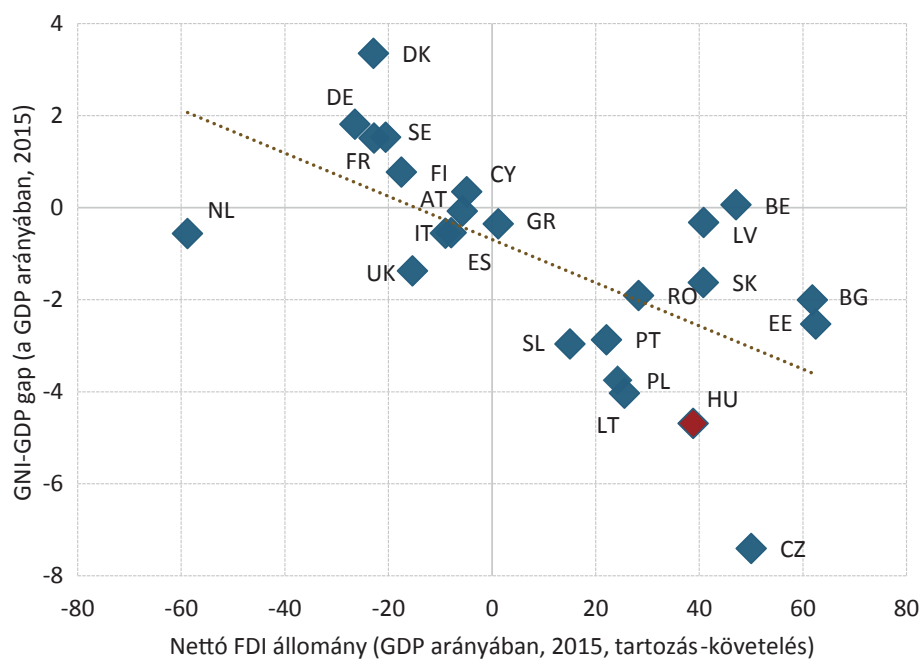


Forrás: Eurostat.

*A régiós országokban a 2016-os érték még vélhetően becslésen alapul.

A bruttó nemzeti jövedelem (GNI) és a bruttó hazai termék (GDP) közötti különbség összefügg a nettó külföldi közvetlentőke-befektetések értékével (35. ábra). A bruttó nemzeti jövedelem és a bruttó hazai termék közötti különbség a külfölddel kapcsolatos jövedelemfizetésekből áll. Ennek legjelentősebb részét a külfölddel kapcsolatos kamatfizetések és a külföldi vállalatok nyeresége teszi ki. Az Európai Unió országait megvizsgálva a GNI–GDP közötti különbséget érdemben befolyásolja a nettó közvetlentőke-befektetések alakulása. Azon országokban, ahol a nettó közvetlentőke-befektetések állománya negatív (vagyis az ország külföldi cégtulajdonlása nagyobb, mint a külföldiek tulajdonában lévő adott országbeli cégek), azok általában több jövedelmet kapnak külföldről, mint amennyit fizetnek (vagyis a GNI értéke meghaladja a GDP-t). Példa erre több eurozóna tagország is mint például Dánia, Németország vagy Franciaország. Általánosságban elmondható, hogy az Unió régebbi tagországai nulla közeli vagy pozitív GNI–GDP közötti különbséggel rendelkeznek. Ez az összefüggés valószínűleg a gazdaságok fejlettségére vezethető vissza: ezekben az országokban a magasabb GDP nagyobb mértékben teszi lehetővé a külföldi országokban történő befektetéseket. Ezzel szemben az unióhoz 2004-ben vagy később csatlakozó országokban a külföldiek közvetlentőke-befektetései érdemben meghaladják a rezidensek külföldi befektetéseit, amivel párhuzamosan a GNI értéke átlagosan a GDP mintegy 3 százalékaival marad el a bruttó hazai termék értékétől. Az átlagos összefüggéshez képest Magyarországon és Csehországban is nagyobb a GNI és GDP közötti különbség. Ennek hátterében Magyarországon a régiós országoknál magasabb külső adósság miatt nagyobb kamatfizetés, míg Csehország esetében a külföldi vállalatok (korábban bemutatott) magasabb profitrátája áll.

35. ábra: A GNI-GDP gap és a nettó közvetlentőke-befektetések közötti kapcsolat az Európai Unió országaiiban*



Forrás: Eurostat.

*Az ábrán adathiány miatt nem szerepel Horvátország, míg Írországot, Luxemburgot és Máltát kiugró értékeik miatt nem ábrázoltuk.

ÁBRÁK JEGYZÉKE

1. ábra: A külső finanszírozási képesség tényezőinek* alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	7
2. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában).....	8
3. ábra: Az export és import éves reálnövekedése.....	9
4. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás).....	9
5. ábra: A belföldi felhasználás éves növekedési üteme és a nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulása.....	10
6. ábra: A jövedelemegyenleg* tételeinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	11
7. ábra: A revíziók hatása a jövedelemegyenlegre és a külső finanszírozási képességre, GDP-arányos értékek.....	12
8. ábra: A revíziók hatása az FDI-befektetésekre.....	12
9. ábra: A transzferegyenleg tételeinek négy negyedéves alakulása (GDP arányában).....	13
10. ábra: A régiós országok négy negyedéves külső egyensúlyi pozíciói (a GDP arányában)	14
11. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség és a „Tévedések és kihagyások egyenlege” (négy negyedéves GDP-arányos értékek).....	15
12. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók).....	16
13. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók)	16
14. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása	17
15. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának és követelésének alakulása (kumulált tranzakciók)	18
16. ábra: Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságváltozásának felbontása (kumulált tranzakciók)	18
17. ábra: A nettó külső adósság változásának összetevői (kumulált, tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos értékek, 2007 vége = 0)	19
18. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság (GDP-arányos értékek, tulajdonosi hitel nélkül).....	20
19. ábra: A bankrendszer külföldi eszközeinek és tartozásának alakulása (GDP-arányos értékek).....	21
20. ábra: A hátralévő futamidő szerinti rövid bruttó külső adósság alakulása	22
21. ábra: A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és devizatartalék-állománya	23
22. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége* (négy negyedéves GDP-arányos adatok).....	24
23. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)	25
24. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók)	25
25. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok jövedelmének felhasználása (a GDP arányában)	27
26. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok profitja a közvetlentőke-részesedések arányában Magyarországon és a kifizetett osztalék a profit arányában	28
27. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok profitja és az export alakulása (változás az előző évhez képest).....	29
28. ábra: A külföldi vállalatok egyes ágazatokban elért közvetlentőke-arányos nyereségének növekedése 2016-ban	29

29. ábra: A külföldi tulajdonban lévő vállalatok nyeresége	30
30. ábra: A külföldön működő rezidens tulajdonú vállalatok profitja (a GDP arányában).....	31
31. ábra: A normál üzletmenet szerinti és az adózott eredmény szerinti profit* (GDP arányában)	32
32. ábra: A közvetlentőke-befektetések megtérülése a részesedések arányában (az FDI-állományon elért profit FDI-állomány-arányos értéke)	32
33. ábra: A közvetlentőke-befektetések jövedelmeinek felbontása a régiós országokban (a közvetlentőke-részesedések arányában)	33
34. ábra: Osztalékfizetések aránya a profithoz képest	34
35. ábra: A GNI-GDP gap és a nettó közvetlentőke-befektetések közötti kapcsolat az Európai Unió országaiban*	35

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 szolgálta 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

2017. október

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

