



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2015
SZEPTEMBER

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2015
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, 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. 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 Virág Barnabás monetáris politikáért, pénzügyi stabilitásért és hitelösztönzésért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt a Monetáris politika és pénzügyi elemzés igazgatóságán készült. A jelentés készítésében részt vettek: Boldizsár Anna, Csávás Csaba, Kékesi Zsuzsa, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter, Lénárt-Odorán Rita és Sisak Balázs. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

A jelentés a 2015. szeptember 23-áig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

ÖSSZEFOGLALÓ

2015 II. negyedévében is **folytatódott a külső egyensúlyi mutatók javulása**. Az emelkedő külső pozíció mellett az egyes szektorok tovább mérsékeltek külső adósságukat, ami a **külső adósságráták folytatódó korrekciójában is éreztette hatását, csökkentve ezzel a magyar gazdaság külső sérülékenységét**. Az adatok revíziójának hatására a korábban jelzettnél jóval **magasabb lett a külföldiek FDI-befektetése**, ami tovább javíthatja a magyar gazdasági folyamatok megítélését. A **folyó fizetési mérleg éves többlete a GDP 3,8 százalékára** emelkedett, miközben a főleg EU-transzfereket tartalmazó tökemérleg is a GDP közel 5 százalékát kitevő többletet mutatott. Így a magyar gazdaság **külső finanszírozási képessége a GDP 8,7 százalékára emelkedett, ami jelentősen meghaladja a környező országokban tapasztalt értéket**.

A szeptemberi adatközléssel **jelentősen módosultak a fizetési mérleg 2014-es adatai**: a vállalati kérdőívek alapján a **külföldi tulajdonú vállalatok nyeresége tavaly – részben átmeneti hatások miatt – igen nagy mértékben, mintegy 50 százalékkal emelkedett** éves szinten. A revízió alapvetően két módon befolyásolja a külső egyensúlyi folyamatokról kialakult képet. Egyrészt a GDP 1,7 százalékával lett **nagyobb a jövedelemegyenleg hiánya, így csökkent a külső finanszírozási képesség** is. A 6 százalék körüli GDP-arányos érték azonban továbbra is igen magasnak számít, illetve éves értéke 2015 II. negyedévében már újra jóval meghaladja a 8 százalékot. Másrészt mivel a magasabb nyereség mellett nagyobb a vállalatok újrabefektetett jövedelme is, **a nettó FDI-beáramlás is a korábban jelzettnél jóval nagyobb lett, ami így 2014-ben megközelítette a GDP 3 százalékát**.

A II. negyedéves folyamatokra rátérve, a reálgazdasági megközelítés szerinti külső finanszírozási képesség növekedése a **külkereskedelmi többlet és az EU-transzfer emelkedésére** vezethető vissza. A nettó export növekedésében részben a nyersanyagárak csökkenése miatt **javuló cserearány**, részben pedig az **importot továbbra is meghaladó exportnövekedés** tükröződött. A továbbra is pozitív export-import ollóban a kedvező külső kereslet mellett jelentősen bővülő ipari termelés, az energiahordozók mérsékelt importja, illetve a főleg alacsonyabb importtartalmú építési beruházások növekedése játszott szerepet. Az **EU-transzferek felhasználásának négy negyedéves értéke meghaladta a 7 milliárd eurót**, így a transzferegyenleg korábban nem látott mértékben támogatja a külső finanszírozási képességet. A **jövedelemegyenleg hiánya enyhén mérséklődött, ami a csökkenő adósságráták miatt mérséklődő kamatkidáshoz**, illetve a vállalati profit mérséklődéséhez köthető.

A finanszírozás oldali folyamatok szerint a **II. negyedévet az FDI-források csökkenése és a külső hitelek törlesztése jellemezte**. A **külföldiek működőtőke-befektetése** részben szezonális okokból **csökkent** (a II. negyedévben megszavazott osztalékfizetések következtében), **részben pedig a Budapest Bank állami felvásárlása miatt** – utóbbi tényezőt nem tekintve az FDI csökkenése elmarad a tavalyi év azonos időszakában tapasztalttól. A **mintegy 1,4 milliárd euróval csökkenő nettó külső adósság** részben a vállalatokhoz, részben pedig az államhoz köthető – utóbbi döntően a **külföldiek jelentős állampapír-eladására vezethető vissza**, aminek piaci hatását ellensúlyozhatta az MNB önfinszírozási programja miatt emelkedő banki állampapír-vásárlás.

A II. negyedévben jelentősen, a **GDP 31 százaléka közelébe csökkent az ország nettó külső adóssága**, amiben a folytatódó adósságkiáramlás, ártértékelődési hatások és a GDP növekedése egyaránt szerepet játszott. A hátralévő futamidő szerinti **rövid külső adósság korábbi várakozásunkkal összhangban 23,8 milliárd euróra emelkedett** – a növekedés ugyanis döntő részben egy 2016-ban lejáráó állami hitel berövidüléséhez köthető. Emellett – elsősorban a forintosításhoz kapcsolódó devizalehívás következtében – **a devizatartalék 35 milliárd euro alá csökkent**. Összességében **tehát a devizatartalék szintje továbbra is számottevően meghaladja a befektetők által elvárt szintet**.

A szektorok megtakarításait vizsgálva a külső finanszírozási képesség emelkedése **az állam finanszírozási igényének folytatódó (a GDP 1 százalékára történő) csökkenésére** vezethető vissza, ami a bérek és a foglalkoztatás bővülése miatti, illetve a fehéredéssel összefüggő adóbevétel-növekedéshez, illetve a mérséklődő kamatkidadásokhoz köthető. **A magánszektor pénzügyi megtakarításának alakulását továbbra is a devizahitelek elszámolása miatti átrendeződés** határozza meg (a lakosságét növeli, a bankokét csökkenti). A II. negyedévben is **erőteljes volt a lakosság állampapír-vásárlása**, aminek továbbra is fontos szerepe lehet az állam külső adósságának csökkenésében.

Kiemelt témánkban a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának alakulásával foglalkoztunk. A 2014-ben tapasztalt számottevő mértékű jövedelemnövekedés **részben egyes cégek kiugró profitnövekedéséből** adódott – amit a tulajdonosváltások is erősítettek –, azonban a jövedelmezőség növekedése az **ágazatok szélesebb körében is megfigyelhető volt**. A hazai vállalatok jövedelmezőségét költségoldalon az olajárcsökkenés is segíthette, míg a bevételeket a dollár erősödése, illetve egyes cégek terjeszkedése miatti bevételnövekedés is erősíthette. **A külföldi vállalatok nyeresége a tavalyi jelentős növekedéssel újra eléri a válság előtt jellemző szintet**, miközben az osztalékfizetés még enyhén csökkent is – így a megtermelt nyereségből hazánkban **újrabefektetett jövedelem nagysága korábban nem tapasztalt szintre emelkedett, növelve ezzel a hazai FDI-állományt**. Nemzetközi összehasonlításunk azt mutatja, hogy míg korábban a Magyarországon működő külföldi vállalatok megtérülése elmaradt a régiós országoktól, addig a 2014-es jövedelememelkedéssel már elérte a régiós szintet, miközben az újrabefektetett jövedelem aránya hazánkban igen magasnak számít.

Tartalom

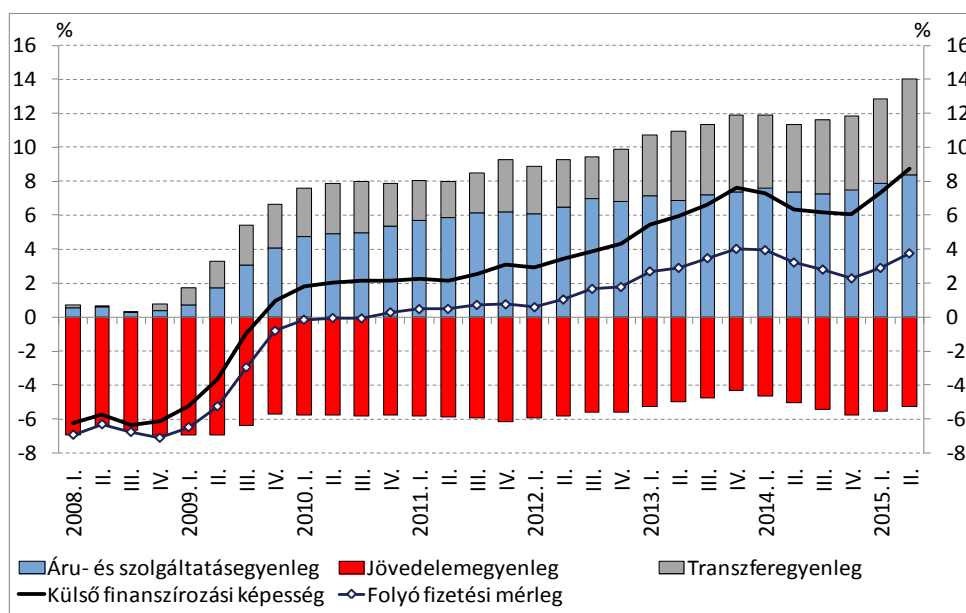
Összefoglaló.....	3
1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg.....	10
1.2. Jövedelemegyenleg	12
1.3. EU-transzferek.....	13
2. Finanszírozási megközelítés.....	15
2.1. Nem adósság jellegű források	16
2.2. Adósság jellegű források	19
3. Állományi mutatók alakulása.....	21
3.1. Adósságráták alakulása	21
3.2. A tartalékmegfelelés alakulása.....	23
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés.....	25
5. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmének alakulása.....	28
5.1. Bevezetés	28
5.2. Fizetési mérlegben megjelenő jövedelem	28
5.2.1. Nem pénzügyi vállalati szektor	29
5.2.2. Bankszektor	30
5.2.3. A bankok és nem pénzügyi vállalatok jövedelmezőségének összehasonlítása	31
5.2.4. Mi állhat a kiugró mértékű profitnövekedés mögött?	31
5.3. A külföldi tulajdonú vállalatok adózott eredménye	34
5.4. Nemzetközi összehasonlítás.....	35
5.4.1. Régiós összevetés	35
5.4.2. Európai uniós összevetés.....	37

1. REÁLGAZDASÁGI MEGKÖZELÍTÉS

A külső egyensúlyi folyamatok múltbeli alakulását érdemben befolyásolta a 2014-es vállalati profitadatok revíziója: a legfrissebb adatok szerint a külföldi tulajdonú vállalatok jövedelme jóval magasabb volt a korábban jelzetttnél, ami a jövedelemegyenleg nagyobb hiányával és így alacsonyabb külső finanszírozási képességgel járt együtt. A II. negyedéves folyamatokat tekintve, a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 8,7 százalékára emelkedett. A javuló külső egyensúly nagyobb részben a külkereskedelem újból növekvő többletére vezethető vissza, de kisebb részben a transzferegynleg és a jövedelemegyenleg alakulása is hozzájárult. A továbbra is kedvező külső keresletet az alacsonyabb olajárak is támogathatták, így ezzel összefüggésben az export növekedése továbbra is meghaladta az import dinamikáját. A visszafogottan alakuló behozatalban az is szerepet játszott, hogy a II. negyedévben elsősorban a kisebb importigényű, építési jellegű beruházások növekedtek. A külkereskedelmi többletet emellett a cserearányok enyhe javulása is támogathatta. A II. negyedévben tovább nőtt az EU-transzferek felhasználása, amely főként az államháztartás beruházásait finanszírozta, így jelentős szerepe lehetett a II. negyedéves kedvező beruházás kialakulásában is. Mivel a tavalyi nagymértékű profitnövekedést részben átmenetinek tekinthető tételek is segíthették, a jövedelemegyenleg részben becsült hiánya az elmúlt negyedévekben enyhén mérséklődhetett.

A reálgazdasági megközelítés szerint a négy negyedéves külső finanszírozási képesség az elmúlt két negyedév nagymértékű emelkedését követően a GDP 8,7 százalékát érte el. 2015 II. negyedévében tovább emelkedett a gazdaság külső finanszírozási képessége: a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlege – a szezonálisan igazítatlan adatok szerint – 2,3 milliárd eurót tett ki. Ennek hatására jelentősen emelkedtek a külső egyensúlyi mutatók is, így a folyó fizetési mérleg éves értéke a GDP 3,8 százaléka, a finanszírozási képesség a GDP 8,7 százaléka volt. Összességében a reálgazdasági megközelítés mindhárom tényezője hozzájárult a külső finanszírozási képesség emelkedéséhez (1. ábra). Az elmúlt negyedévben újra nagyobb mértékben növekedett a külkereskedelmi többlet, miközben a transzferegynleg is tovább javult. A jövedelemegyenleg hiányának négy negyedéves értéke enyhe csökkenést mutat, ugyanis idén továbbra is érvényesülhet a kamatkiadások csökkenése. A vállalati kérdőívek beérkezésével a külföldi tulajdonú vállalatok 2014. évi, működőtőkéhez kapcsolódó jövedelmének adataiban igen jelentős, a nagyobb hiány irányába mutató revízió történt, aminek azonban csak egy része ronthatja tartósan a jövedelemegyenleget (részletesebben lásd a keretes írást). Magyarország külső finanszírozási képessége régiós viszonylatban továbbra is kiemelkedőnek számít: 2015 elején a szlovák, lengyel és cseh gazdaságok hasonló mutatója a GDP 1-2 százaléka körül alakult.

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



A külön nem jelölt ábrák forrása az MNB.

*Jövedelemegynleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem.

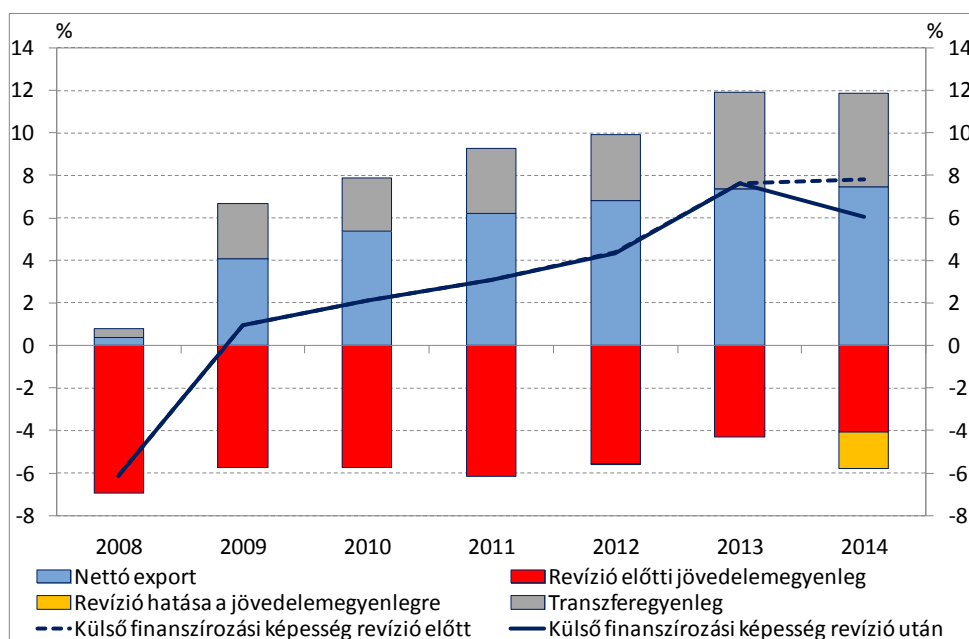
Transzferegynleg: tőkemérleg, egyéb elsődleges és másodlagos jövedelem.

1. keretes írás: Revízió a fizetési mérlegben

Az MNB a fizetési mérleg adatközlésében módosította a fizetésimérleg-adatokat: ennek hatására 2014-ben a GDP 1,8 százalékaival alacsonyabb lett a külső finanszírozási képesség a korábban jelzethez képest, miközben a külföldiek FDI-befektetése 2 milliárd euróval felfelé tolódott. A fizetési mérlegben, azon belül a jövedelemegyenlegben megjelenő vállalati profit tényadatok kilenc hónapos késéssel állnak rendelkezésre – a tényadatok beérkezéséig becslésen alapulnak a fizetési mérleg erre vonatkozó adatai. A beérkező vállalati kérdőívek alapján minden évben a fizetési mérleg szeptemberi adatközlésével együtt kerülnek be először a megelőző év tényadatai, így a 2014-es profitadatok a 2015. szeptember 23-i fizetésimérleg-publikációval, revízió keretében jelentek meg először. A vállalati kérdőívek azt mutatják, hogy a külföldi tulajdonú vállalatok profitja 2014-ben igen nagy mértékben, az előző évhez képest mintegy 50 százalékkal emelkedett. (A növekedés hátteréről a jelentés végén található speciális témában írunk részletesebben.) A revízió alapvetően két módon befolyásolta a külső egyensúlyi helyzetről eddig kialakult képet.

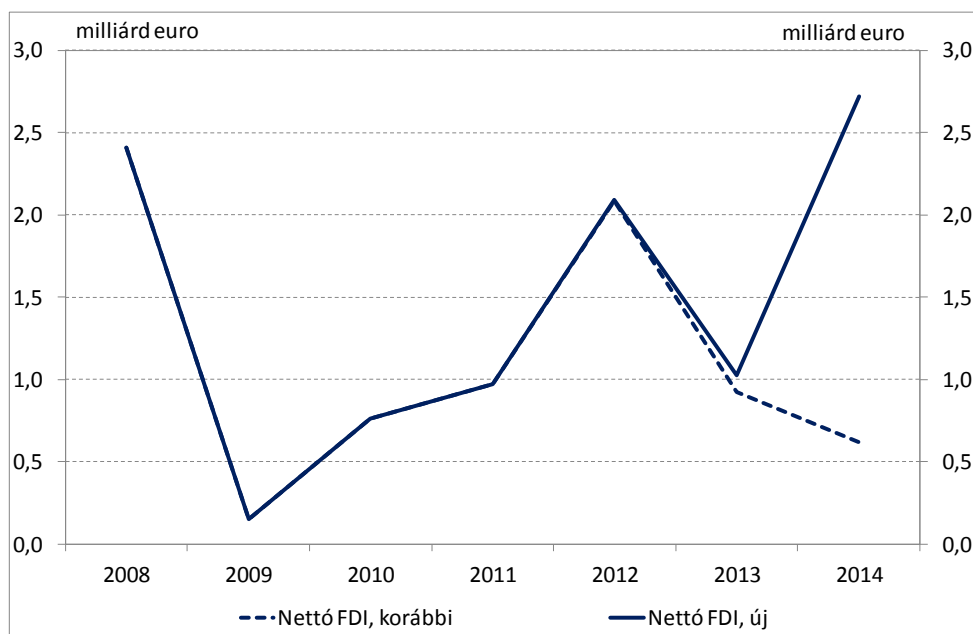
- Egyrészt a magasabb profit miatt nagyobb lett a jövedelemegyenleg hiánya. Ennek – és egyéb kisebb revíziók – hatására 2014-ben a reálgazdasági megközelítés szerinti GDP-arányos külső finanszírozási képesség a korábban jelzett 8 százalék helyett 6 százalék körül alakult (2. ábra). Érdemes ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy a külső finanszírozási képesség a külkereskedelmi többlet és a transzferegynleg emelkedésének köszönhetően jelentősen emelkedett 2015 II. negyedévére, és már meg is haladta a 8 százalékot.

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



- Másrészt – mivel a 2014-re vonatkozó osztalékadatok nem változtak – a magasabb vállalati profit magasabb újrabefektetett jövedelmet is jelent. Ennek hatására az FDI-n belül megjelenő újrabefektetett jövedelmek is hasonló mértékben lettek magasabbak a korábbi adatokhoz képest. Ez a teljes nettó FDI esetében azt jelenti, hogy a korábbi 0,6 milliárd euro helyett 2,7 milliárd eurós beáramlásra került sor 2014-ben (3. ábra). A korábban jelzethöz tehát alacsonyabb volt a tavalyi forráskiáramlás is, vagyis a finanszírozás oldali külső finanszírozási képesség a reálgazdasággal hasonló módon és közel azonos mértékben tolódott lejjebb.

3. ábra: A revíziók hatása az FDI-befektetésekre



2015 I. negyedévének revíziói az áruegyenleget és a jövedelemegyenleget érintették érdemben, miközben a fizetési mérleg hibája csökkent. A jövedelemegyenleg magasabb hiánya a 2014-es tényadatok hatása: a 2015-ös profitbecslések is felfelé módosultak a korábbi adatközlésekhez képest. Emellett az egyéb revíziók hatására az áruegyenleg mértéke is csökkent. A vállalati profitok változásának nem volt hatása a fizetési mérleg hibájára, mivel a magasabb jövedelemegyenleg-hiánnyal szemben magasabb újrabefektetett jövedelem áll. Az áruegyenleg és a finanszírozási oldalon történt kisebb revíziók miatt ugyanakkor a reálgazdasági és finanszírozási megközelítés szerinti külső finanszírozási képesség közeledett egymáshoz.

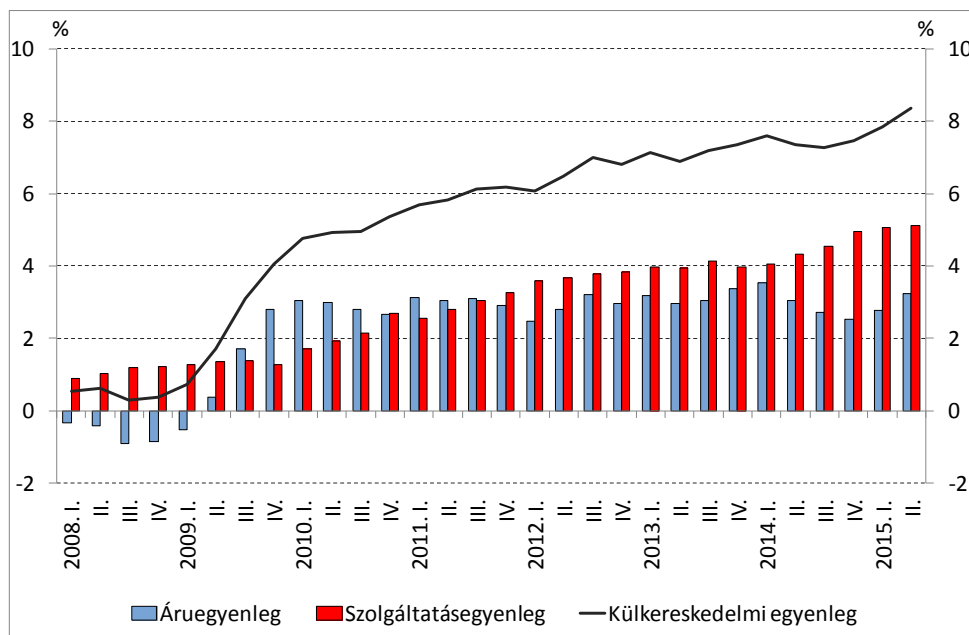
1. táblázat: A revíziók hatása a külső finanszírozási képesség tényezőire (milliárd euro)

	2012	2013	2014	2015. I. n.év
I.Finanszírozási képesség változása a reálgazdasági megközelítésből (1+2+3)	-0,1	0,0	-1,8	-0,5
1. Áru- és szolgáltatásegyenleg	-0,1	-0,1	0,0	-0,3
2. Jövedelemegyenleg	-0,1	0,0	-1,7	-0,3
3. Transzferegyenleg	0,1	0,1	-0,1	0,0
Folyó fizetési mérleg	-0,1	0,0	-1,7	-0,5
II.Finanszírozási képesség változása a finanszírozási oldalról -(5+...+8)	0,0	0,0	-2,1	0,0
5.Közvetlentőke-befektetés	0,0	0,1	2,1	0,2
6.Portfólió részvény	0,0	0,0	0,0	0,0
7.Pénzügyi derivatívák	0,0	0,0	-0,2	-0,1
8.Nettó adósság	0,0	-0,1	0,2	-0,1
Tévedések és kihagyások egyenlege (I.-II.)	-0,1	0,0	0,3	-0,5

1.1. Külkereskedelmi egyenleg

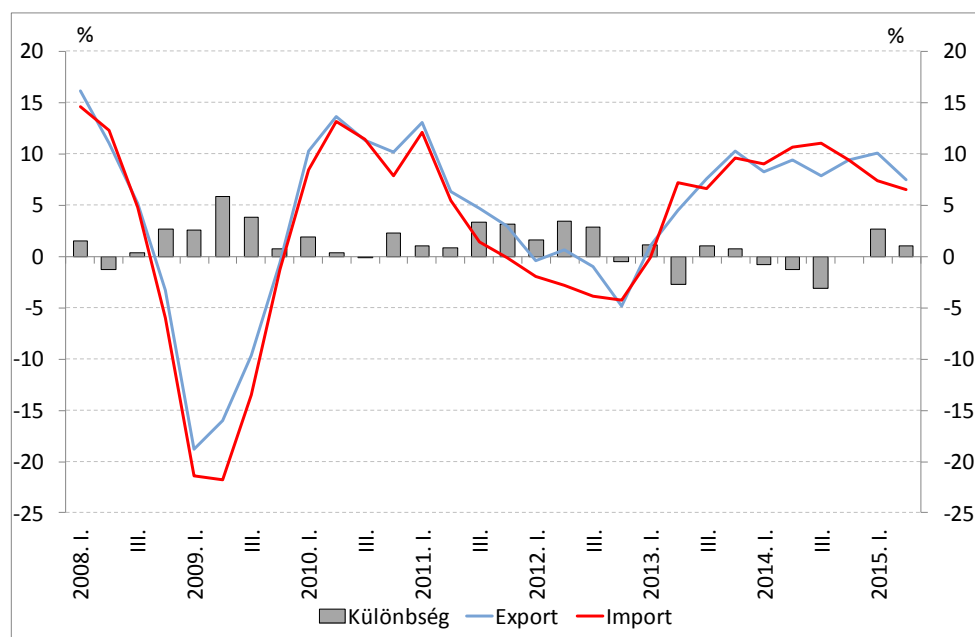
A külkereskedelmi többlet jelentős emelkedése a nettó áruexport további növekedésének volt köszönhető, miközben a szolgáltatásegyenleg magas szinten stabilizálódott. A négy negyedéves külkereskedelmi többlet historikus csúcstól elmozdítva meghaladta a GDP 8 százalékát. Az áru egyenleg többlete az előző negyedévi növekedés után a II. negyedévben is tovább bővült, így a négy negyedéves érték ismét meghaladta a GDP 3 százalékát. A szolgáltatásegyenleg az elmúlt két negyedévben a historikus maximum, a GDP 5 százaléka környékén stabilizálódott. A szolgáltatásegyenleg régiós összehasonlításban is magas többletében a turizmusnak és a szállítási szolgáltatásoknak volt kiemelkedő szerepe (a szolgáltatásegyenlegről a 2015. júniusi Fizetési mérleg jelentés speciális témájában írtunk részletesen).

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



A II. negyedévben az export és az import dinamikája is lassult, azonban az exportnövekedés továbbra is meghaladta az import bővülését, ami a négy negyedéves nettó export növekedését eredményezte. Továbbra is kedvezően alakult a külső kereslet, amivel összhangban jelentősen bővült az ipari termelés. Az ipari ágazatok közül a járműgyártás teljesítménye emelkedett ki, ami a kivitel növekedésében is tükröződött. Az import bővülése a II. negyedévben is elmaradt az export reálnövekedése mögött, ami a nettó export növekedésének irányába hatott. Az energiahordozók importja tovább mérséklődött, ami a gáztározók tavalyinál lassabb feltöltésével magyarázható. Az import növekedése annak ellenére lassult, hogy a háztartások fogyasztása tovább bővült, illetve emelkedtek a behozattal erősebb összefüggést mutató beruházások is. A csökkenő importbővülést magyarázhatja, hogy a kisebb importtartalommal jellemezhető állami és kvázi fiskális ágazatok beruházásai bővültek, míg a nagyobb importtartalommal rendelkező belföldi és külföldi piacokra termelő vállalatok beruházási aktivitása visszafogott volt.

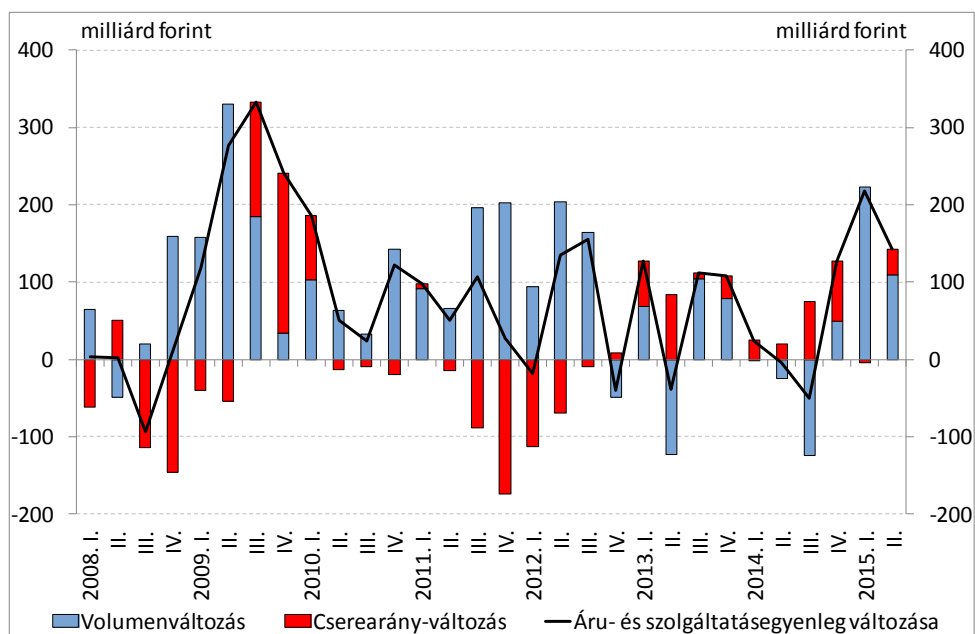
5. ábra: Az export és import éves reálnövekedése



Forrás: KSH, MNB.

A növekvő nettó exportot kisebb mértékben a cserearányok javulása is támogatta. A II. negyedévben az exportárak stagnálása mellett tovább mérséklődtek az importárak, ami a külkereskedelmi cserearány javulásához vezetett. Ennek háttérében vélhetően az olajárak (illetve általánosságban a nyersanyagárak) mérséklődése állhat. Az importált termékeken belül ugyanis az olaj és egyéb nyersanyagok nagyobb súlyt képviselnek, mint az exportált termékeken belül, így a csökkenő nyersanyagárak a külkereskedelmi egyenleg javulásához vezetnek.

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

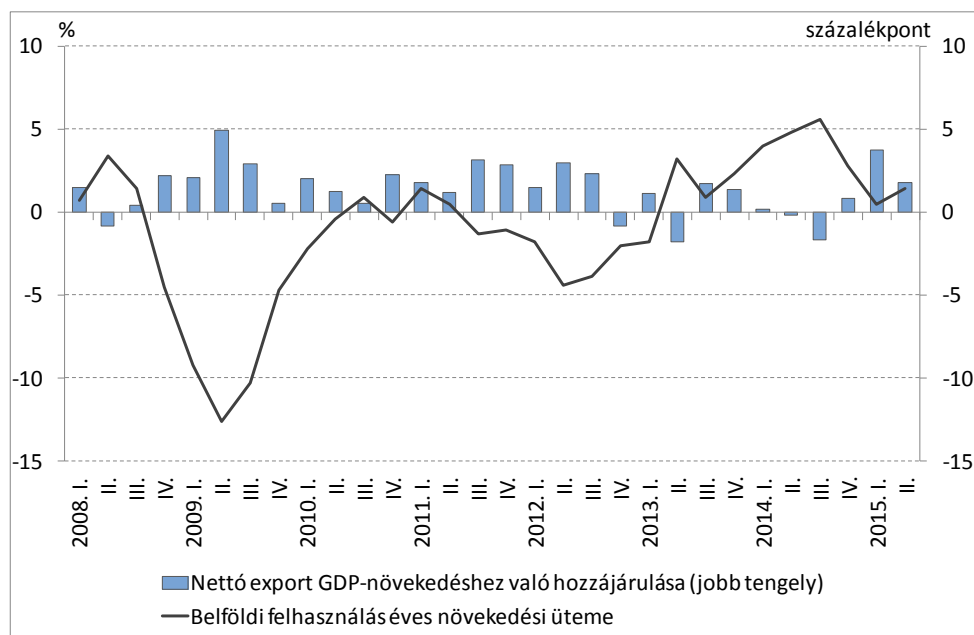


Forrás: KSH.

A belföldi felhasználás gyorsulásával párhuzamosan mérséklődött, de továbbra is jelentős maradt a nettó export növekedési hozzájárulása. A II. negyedévben továbbra is élénken bővült a lakosság fogyasztása, miközben újra nagyobb mértékben bővült a beruházás. Ennek következtében a nettó export gazdasági növekedéshez való

hozzájárulása valamelyest mérséklődött az előző negyedévhez képest – azonban a 2,7 százalékos GDP-növekedés melletti közel 2 százalékpontos nettó export növekedési hozzájárulás továbbra is igen magasnak tekinthető.

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



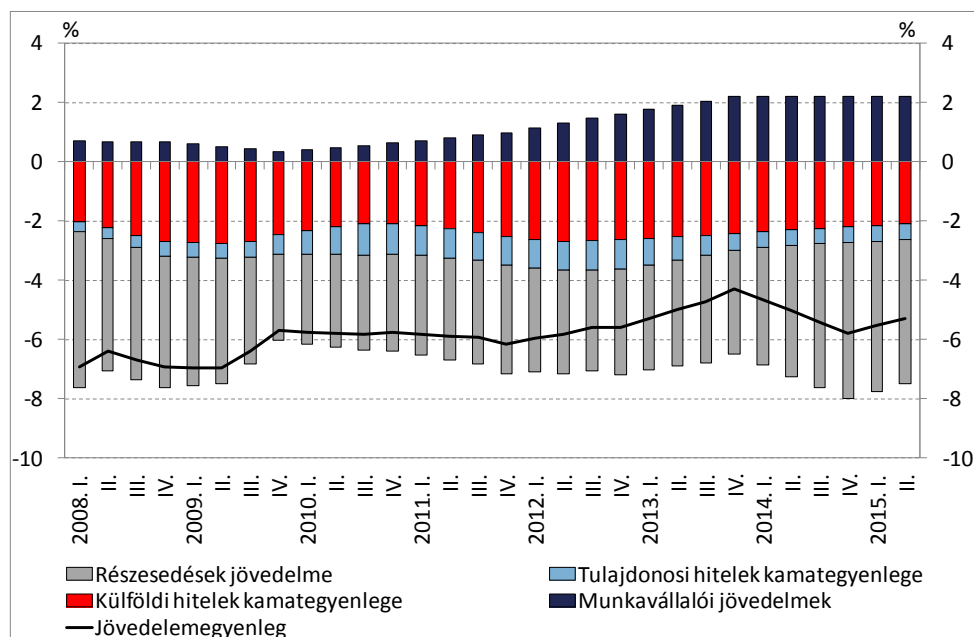
Forrás: KSH.

1.2. Jövedelemegyenleg

A jövedelemegyenleg hiánya a 2014-es jelentős növekedést követően az elmúlt negyedévekben már enyhén mérséklődhetett. A II. negyedévben a külföldi hitelek miatti kamatfizetés és a részesedésekhez kapcsolódó jövedelmek (becsült) alakulása is mérsékelte a jövedelemegyenleg hiányát, aminek négy negyedéves értéke így a GDP 5,3 százalékára csökkent. A külföldi tulajdonú vállalatok profitjának revíziójával a részesedések jövedelme 2014-ben erőteljes növekedést mutatott (a revízióról részletesebben lásd a kiemelt témát). A 2015-ös profitra vonatkozóan jelenleg csak becsléssel rendelkezünk¹: mivel a tavalyi növekedés egy része vélhetően egyszeri tényezőkhöz kötődött, vagyis átmenetinek tekinthető, így 2015-ben már enyhén csökkenhetnek a GDP-arányos nettó profitkiadások. A II. negyedévben is folytatódott a külföldi hitelek kamategyenlegének fokozatos mérséklődése, ami a külső adósság csökkenésére és a hitelek átárazódására vezethető vissza. A munkavállalói jövedelem a korábban kialakult – a GDP 2,2 százalékának megfelelő – mértékben javította a jövedelemegyenleget. Az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozók által kapott jövedelem GDP-arányos értéke tehát a rendelkezésre álló adatok szerint mintegy másfél éve változatlan mértékű.

¹ 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. A 2015-ös vállalatprofit-becslést a 2016. szeptemberi adatközléssel váltják majd fel a vállalatok éves beszámolóin alapuló tényadatok.

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

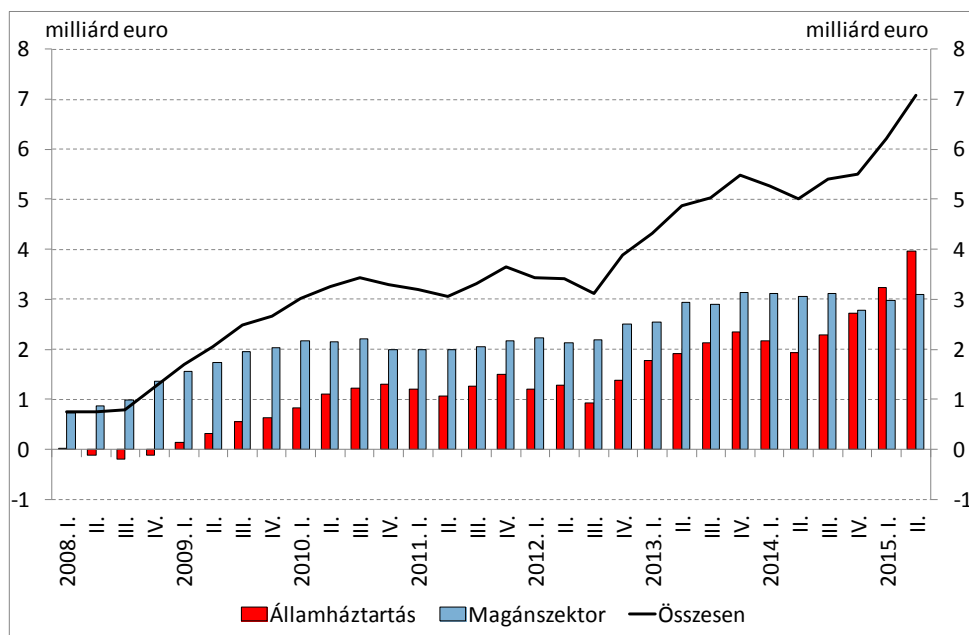


*Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem.

1.3. EU-transzferek

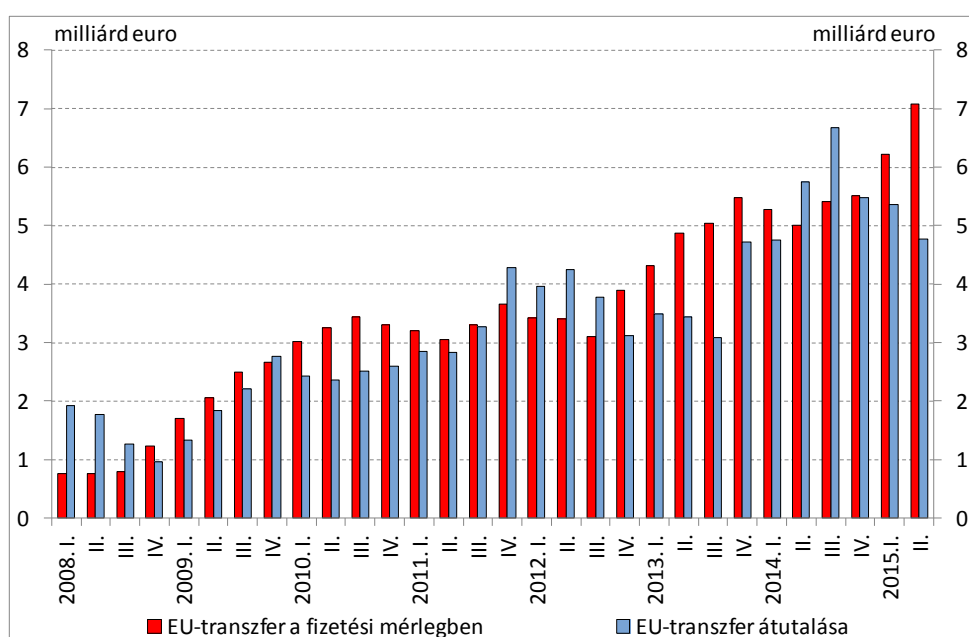
Az EU-transzferek egyenlegjavító hatása – az egyre nagyobb mértékű állami felhasználás mellett – továbbra is dinamikusán növekedett. 2015 II. negyedévében 1,9 milliárd eurós EU-transzfer felhasználásra került sor, amely jelentős bővülést jelent az előző év azonos időszakához képest. Így az EU-transzferek fizetési mérlegben elszámolt négy negyedéves értéke már meghaladta a 7 milliárd eurót, vagyis a transzferegyenleg továbbra is nagymértékben támogatja a magyar gazdaság külső finanszírozási képességét. A transzferek szektorok szerinti megoszlását tekintve fordulat történt: míg 2014-ig az volt jellemző, hogy nagyobb részben a magánszektor kapta az EU-tól származó forrásokat, addig az elmúlt negyedévekben az állami EU-transzferek igen nagy mértékben emelkedtek, aminek hatására az állam már jóval több EU-forrást használt fel, mint a magánszektor. A transzfereken belül nagyobb részt tettek ki a jellemzően beruházásokat, infrastrukturális fejlesztéseket finanszírozó tőketranszferek: a II. negyedévben hazánkba érkező források háromnegyede, mintegy 1,4 milliárd euro volt ilyen jellegű. A fenti két folyamat – döntően állam által felhasznált, beruházási célú transzfer – tükröződhetett a II. negyedéves beruházási statisztikában is, amely szerint elsősorban az állami beruházások és a kvázifiskális ágazatok teljesítménye bővült jelentősebb mértékben.

9. ábra: A nettó EU-transzferek szektorális bontása (négy negyedéves érték)



Az állam által kifizetett EU-transzfer (fizetési mérleg transzferfelhasználása, eredményszemléletű adat) nagysága egyre nagyobb mértékben haladja meg az EU által hazánknak átutalt összeget (pénzforgalmi adat). A II. negyedévben is folytatódott az elmúlt időszakban jellemző tendencia: a felhasznált, tehát a hazai szereplők által ténylegesen megkapott támogatások négy negyedéves értéke tovább emelkedett, miközben folytatódott az EU által hazánkba utalt pénzösszeg éves értékének csökkenése. Az EU-s átutalás (a II. negyedévben közel 1,2 milliárd euro) továbbra is elmaradt a szektorok felhasználásától (1,9 milliárd euro) – a különbséget az állami előfinanszírozás jelenti. Ennek hátterében az állhat, hogy az EU-s pénzek elbírálásának és kifizetésének késlekedése ellenére az állam még azelőtt kifizeti az igényelt összegeket, mint ahogy azt az Európai Bizottság átutalná hazánk számára. Ez az előfinanszírozás a költségvetés pénzforgalmi hiányát is növeli, az eredményszemléletű ESA szerinti hiányt azonban nem érinti. Ezen kívül kisebb részben néhány program esetében a keretösszeg 95 százalékos elérése is okozhatja a két mutató közötti eltérést, amit az Európai Bizottság csak a programok és az időszak zárása után fizet ki a tagállamoknak.

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

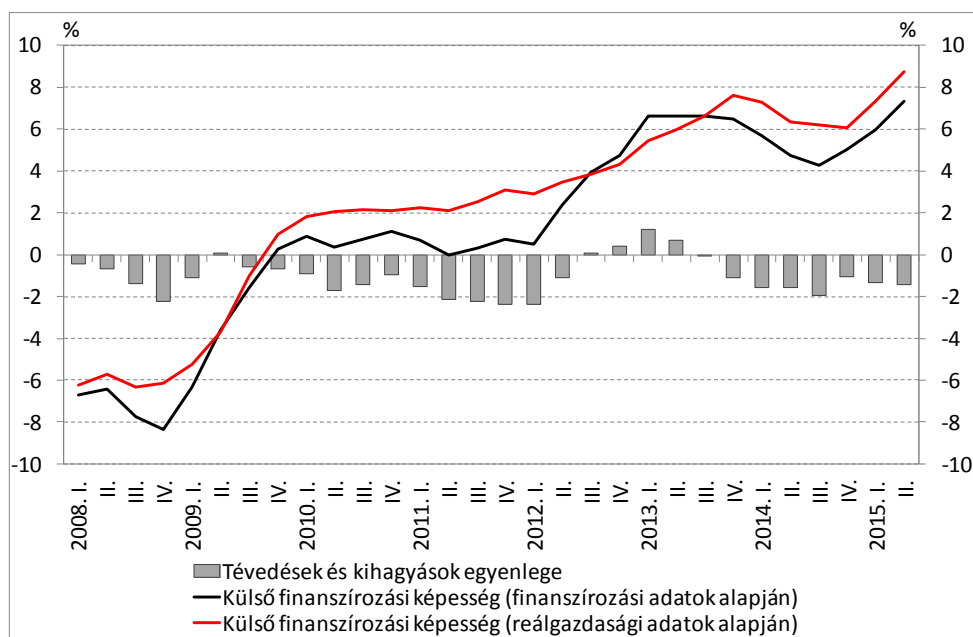


2. FINANSZÍROZÁSI MEGKÖZELÍTÉS

A finanszírozási adatok is emelkedő finanszírozási képességet jeleznek, azonban ennek szintje elmarad a reálgazdasági megközelítésből adódótól. A II. negyedévet a nem adósság jellegű források – Budapest Bank felvásárlása és osztalékfizetés miatti – csökkenése és a külső adósság folytatódó törlesztése jellemezte. Érdekes ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy az adatrevízió a 2014-es FDI-beáramlást is jelentősebb mértékben, mintegy 2 milliárd euróval növelte meg. A magasabb profitból származó nagyobb újrabefektetett jövedelem egy része tartósan is növelheti a hazánkba érkező FDI-források nagyságát. A külföldiek folytatódó állampapír-eladásának következtében továbbra is csökkent az állam bruttó külső adóssága, aminek piaci hatását a bankok állampapír-vásárlása ellensúlyozhatta. Az állam nettó külső adósságának mérséklődését ugyanakkor fékezte, hogy a devizatartalék a forintosításhoz kapcsolódó devizaeladás és az állami felvásárlás miatt is csökkent.

A négy negyedéves külső finanszírozási képesség a II. negyedévben a finanszírozási megközelítés szerint a GDP 7,3 százalékára emelkedett, így elmaradt a reálgazdasági oldalról számított értéktől.² A reálgazdasági adatok alapján számított finanszírozási képesség meghaladja a finanszírozási oldalról számítottat, ami azt jelenti, hogy a gazdaság külső adósságmutatóinak csökkenése kisebb ütemű volt, mint az a reálgazdasági adatokból következett volna. Ez az összefüggés ugyanakkor a múltban is jellemző volt, így ez általában elmondható a magyar finanszírozási képességgel kapcsolatban. A két megközelítés közötti eltérés a II. negyedévben nem változott érdemben, és továbbra is a GDP 1,4 százalékát teszi ki.

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

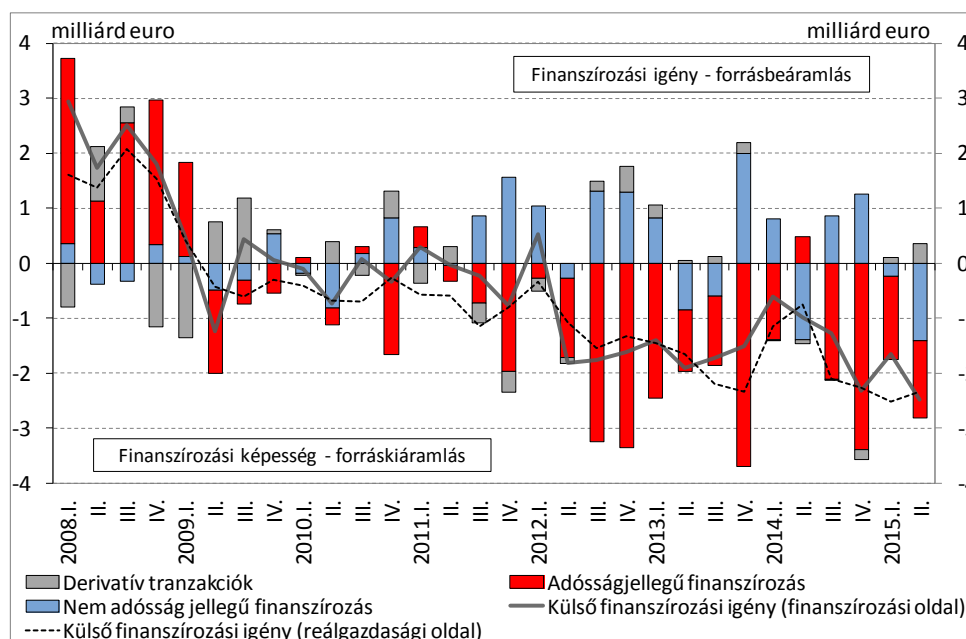


A II. negyedévben nőtt a szezonálisan igazítatlan forráskiáramlás, ami a külső adósság (hitelek és kötvények) és a nem adósság típusú források csökkenése mellett következett be. A II. negyedévben a finanszírozási megközelítés szerint számított finanszírozási képesség 2,5 milliárd euróra emelkedett, így az előző negyedévhez képest nagyobb mértékben csökkentek a külső tartozások (12. ábra). A nagyobb forráskiáramlás hasonló mértékben kötődött a nem adósság jellegű források és az adósság típusú forrásokhoz, míg a derivatív tételek enyhén mérsékeltek a finanszírozási képességet. A külső adósság csökkenésében az év első felében a külföldiek mérséklődő állampapír-

² 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.

állományának is jelentős szerepe volt (amit az állampapírpiacon az MNB önfinanszírozási programja miatt bővülő banki és lakossági állampapír-kereslet ellensúlyozott). A nem adósság típusú forrásokon belül a működőtőke-források csökkenése elmaradt az előző év azonos időszakának értékétől.

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



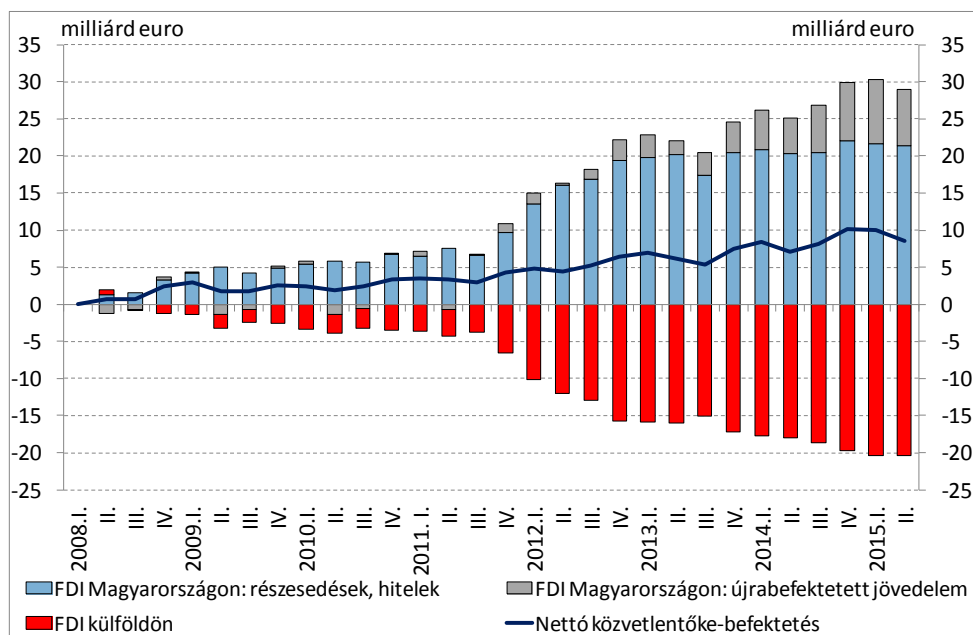
2.1. Nem adósság jellegű források

2015 II. negyedévében mintegy 1,4 milliárd euróval csökkent a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetése, ami az újrabefektetések szezonális és a részesedések egyszeri hatásokra visszavezethető csökkenésének következménye. A II. negyedév során számottevően mérséklődött a külföldiek magyarországi nettó közvetlentőke-befektetése, amiben egyszeri és szezonális hatásoknak is jelentős szerepe volt (13. ábra).

- A tőkebefektetések mérséklődésében szerepe volt az állam által felvásárolt Budapest Banknak is, ami mintegy 600 millió euróval csökkentette a külföldiek magyarországi közvetlentőke-befektetéseit.
- A vállalatok jellemzően a II. negyedévben szavaznak a tulajdonosaik számára kifizetendő osztalék mértékéről, ami a külföldi tulajdonban lévő vállalatok esetén az újrabefektetett jövedelmek mérséklődésével jár. Ennek hatására 2015 II. negyedévében a külföldiek újrabefektetett jövedelmei 1,2 milliárd euróval csökkentek.
- Az FDI növekedésének irányába hatott ugyanakkor, hogy a külföldi tulajdonú vállalatok tulajdonosaiktól kapott hitelei közel 1,2 milliárd euróval növelték a külföldiek tőkebefektetéseit.

Érdemesnek tartjuk megjegyezni, hogy összességében – az egyszeri hatásokat figyelmen kívül hagyva – a nettó közvetlentőke-befektetések II. negyedévi mérséklődése elmaradt az egy évvel korábban megfigyelttől.

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

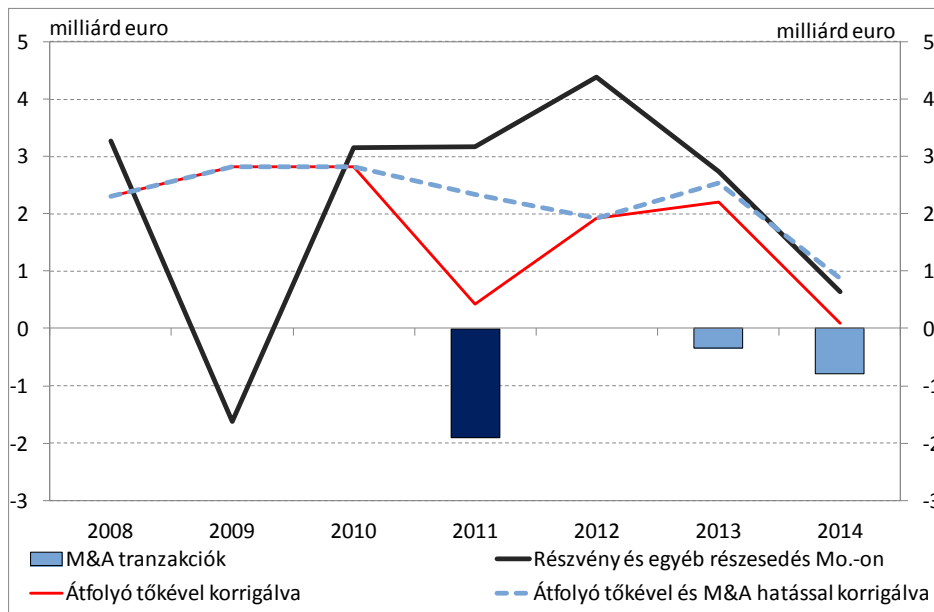


2. keretes írás: A M&A közvetlen tőkebefektetéseken belüli elkülönítése

A fizetésimérleg-adatok publikálásával együtt a közvetlentőke-befektetéseken belül elkülönítésre kerültek a határon átnyúló egyesülések és felvásárlások (angolul mergers and acquisitions, a továbbiakban: M&A). A 2008-tól már külön feltüntetett, úgynevezett átfolyó tőke megkülönböztetése mellett azért indokolt az M&A elkülönítése, mert ezek kiszűrésével kaphatjuk meg a beruházásokkal és kapacitásbővítésekkel leginkább összefüggő FDI-kategóriát. Az M&A kategóriába olyan tranzakciók tartoznak, amelyek a vállalat tulajdonoscserejével kapcsolatosak. Tulajdonosváltással ugyanakkor csak a finanszírozási szerkezet változik meg, és nem kerül addicionális finanszírozási forrás a vállalathoz. Amennyiben az átfolyó tőke mellett az ilyen típusú tranzakciókat is kiszűrjük az adatokból, közelebb kerülünk a zöldmezős befektetésekhez és a tőkeemelésekhez kapcsolódó FDI-beáramláshoz. Az M&A-megbontást az átfolyó tőkétől szűrt tranzakciókon belül 2013-tól teszi közzé a Statisztika.

Magyarországon az M&A-tranzakciók hatása a hazai befektetések esetében jelentősebb, kiszűrésükkel magasabb FDI-részesedéshez jutunk. Az átfolyó tőke (például olyan külföldi hitelfelvétel, amit az adott vállalat tovább is ad külföldre) az FDI-részesedés tranzakciókat felfelé torzítja, így azok kiszűrésével alacsonyabb tranzakciókat kapunk (az ábrán így jutunk el a fekete vonaltól a piros vonalig). Az M&A-tranzakciók, azaz a tulajdonosváltások kiszűrése ugyanakkor ehhez képest magasabb FDI-beáramlást eredményezhet (a szaggatott kék vonal viszonya a piros vonalhoz képest). A hazai FDI-részesedéseken belül 2013-ban 350 millió euro volt köthető a tulajdonosváltásokhoz, míg 2014-ben közel 800 millió euro. Ezekben szerepet játszottak állami felvásárlások is: 2013-ban került sor az E.ON gázüzletágának, 2014-ben az Antenna Hungária, valamint a Fővárosi Gázművek állami megvásárlására. 2011-re ugyan nem áll rendelkezésre teljes körű adat a tulajdonosváltásokra, az FDI-részesedéseket érdemben, közel 2 milliárd euróval csökkentette az állam MOL-részesedésének növelése.

14. ábra: A hazai FDI-részesedés tranzakciók korrigálása az átfolyó tőkével és az M&A-hatással

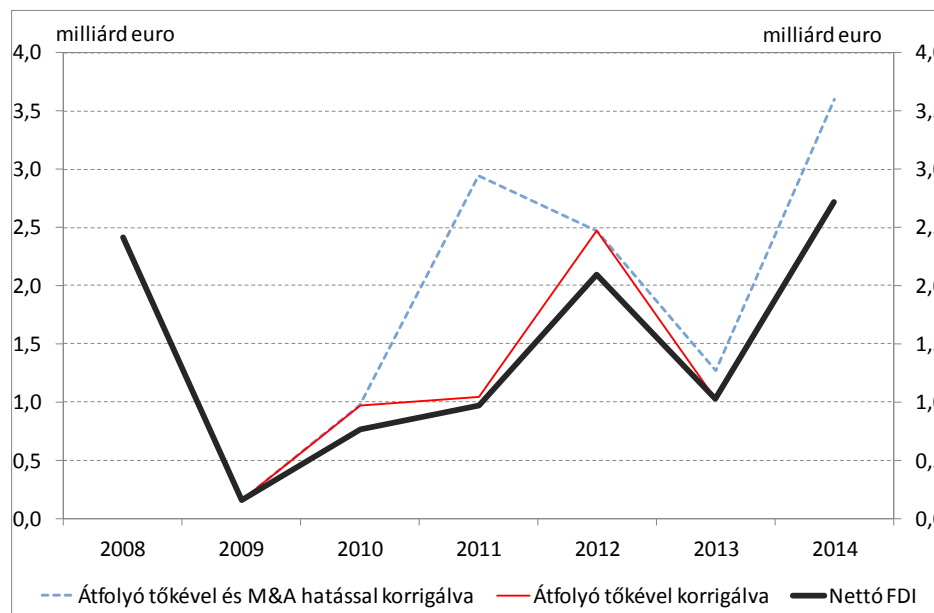


Megjegyzés: a MOL állami felvásárlásának 2011-es kiszűrése saját korrekció.

Az átfolyó tőke és az M&A-tranzakciók kiszűrését követően kedvezőbb kép rajzolódik ki a hazai FDI-folyamatokról.

A teljes – tehát a részesedéseket, az újrabefektetett jövedelmeket és a tulajdonosi hitelek is tartalmazó – nettó FDI-adatokat az átfolyó tőke már kevésbé érinti, mivel vagy a hazai és külföldi befektetések, vagy pedig a részesedések a tulajdonosi hitelek közötti átjárást jelent. A megtisztított nettó FDI így lényegében a tulajdonosváltások hatásával különbözhet az eredeti, korrigálatlan adattól. A korrekciók hatása – ahogy korábban már bemutattuk – 2011-ben és 2014-ben volt jelentős, ezekben az években tehát nagyságrendileg 1 milliárd euróval magasabb nettó FDI-t kapunk, ha a tulajdonosváltások FDI-csökkentő hatását nem vesszük figyelembe.

15. ábra: A teljes nettó FDI korrigálása az átfolyó tőke és az M&A hatással

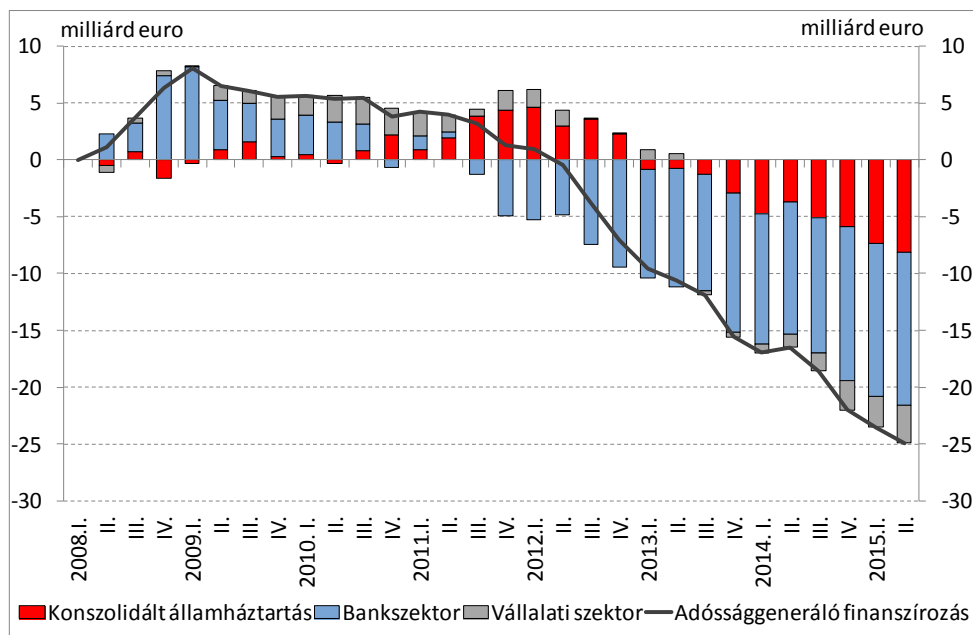


Megjegyzés: a MOL állami felvásárlásának 2011-es kiszűrése saját korrekció.

2.2. Adósság jellegű források

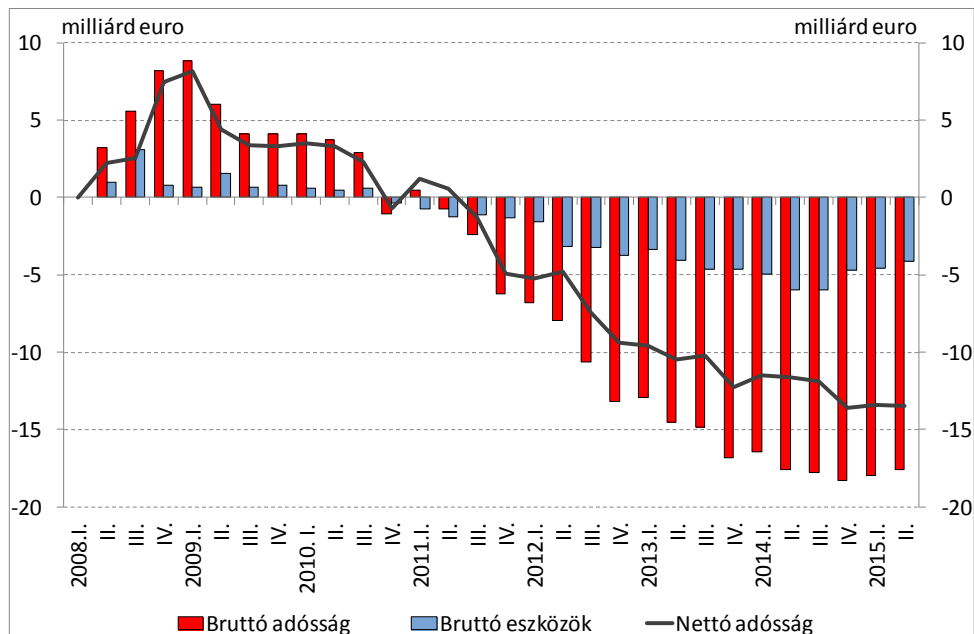
A II. negyedévben is folytatódott az adósság jellegű források törlesztése, amiben az államháztartás mellett a vállalati szektornak jutott a legnagyobb szerep. Tovább folytatódott a gazdasági szereplők mérlegalkalmazkodása, amelynek keretében a II. negyedévben mintegy 1,4 milliárd euróval csökkentek a gazdaság külső, adósság jellegű forrásai. A nettó külső adósság csökkentésében minden szektor részt vett, de a legnagyobb törlesztést az állam hajtotta végre. A konszolidált állam adósságcsökkenése mintegy 0,7 milliárd eurót, a vállalatoké pedig több mint 0,6 milliárd eurót tett ki. Az állam forráskiáramlásában érdemes megemlíteni a külföldiek mérséklődő állampapír-állományát, amiben az MNB önfinanszírozási programjának is szerepe lehetett (a kumulált adatokat mutató 16. ábrán az oszlopok nagyságának változása illusztrálja az adott szektor nettó külső adósságának változását).

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



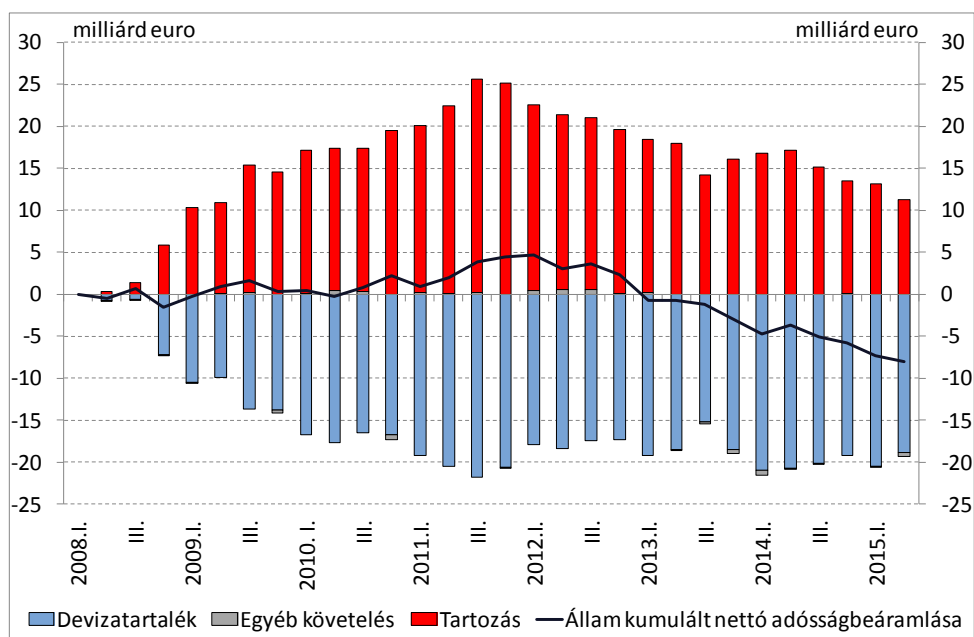
A bankrendszer nettó külső adóssága enyhén, mintegy 100 millió euróval mérséklődött, ami a külső adósság kisebb és a külfölddel szembeni követelések nagyobb emelkedése mellett alakult ki. A bankrendszer nettó külső adósságának csökkenése úgy alakult ki, hogy a bankrendszer bruttó külső adóssága kisebb mértékben, mintegy 400 millió euróval emelkedett, ami nem minden szereplőnél jelentkezett: egyes szereplők külső adóssága nőtt, míg más szereplők törlesztették külföldi forrásaikat. A külső adósságukat növelő bankok forrásbevonásában hitelezési, illetve anyabanki finanszírozási folyamataik is szerepet játszhattak. Érdemesnek tartjuk megjegyezni, hogy 2010 óta először a II. negyedévben fordult elő az, hogy a bankrendszer bruttó külső adóssága nemcsak az év végi mérlegoptimalizációt követő korrekció során növekedett. Az adósság emelkedése a külföldi követelések mintegy 500 millió eurót kitevő emelkedése mellett alakult ki – ezen belül döntően a rövid lejáratú külföldi betétek emelkedtek.

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



Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adóssága 0,7 milliárd euróval mérséklődött, amiben a külföldiek több mint 2 milliárd euróval mérséklődő állampapír-állományának volt a legnagyobb szerepe (18. ábra). A negyedév során jelentős mértékben, több mint 2 milliárd euróval csökkentek a külföldiek kezében lévő állampapírok. Ennek hatását azonban a belföldi szereplők vásárlásai ellensúlyozták az állampapírpiacon: a bankok ugyanis részben az önfinaanszírozási program hatására mintegy 1,6 milliárd euróval növelték állampapír-állományukat. Az állam csökkenő bruttó külső adóssága mellett a devizatartalék (a tranzakciókból eredően) 1,6 milliárd euróval mérséklődött, ami részben az állam Budapest Bank felvásárlása miatti devizaigénye, részben a devizahitelek forintosításához a bankok számára nyújtott deviza miatt alakult ki. Az állam által felvásárolt Budapest Bank a finanszírozási képességet nem, de a forráskiáramlás szerkezetét befolyásolta. Ennek hatására ugyanis az állam nettó külső adósságának csökkenése mérsékeltebb, míg a közvetlentőke-források kiáramlása magasabb lett. További mintegy 0,3 milliárd euróval csökkentette az államháztartás nettó külső adósságát az egyéb követelések emelkedése, ami az állam által előfinanszírozott EU-támogatások kifizetése miatt képzett EU-val szembeni követelések eredményezésétől elszámolásához kapcsolódott.

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



3. ÁLLOMÁNYI MUTATÓK ALAKULÁSA

A II. negyedévben számottevően mérséklődtek a magyar gazdaság külső adósságmutatói: a nettó külső adósság a GDP 31 százaléka közelébe süllyedt, a bruttó külső adósság pedig a GDP 85 százaléka közelében alakult. A nettó külső adósság több mint 2 százalékpontos csökkenése elsősorban a folytatódó forráskiáramlásra, illetve a hozamok emelkedése miatti átértékelődésre vezethető vissza. Az ország bruttó külső adóssága ugyanakkor csak kisebb mértékben mérséklődött: annak ellenére bruttó forráskiáramlás főként a külföldiek mérséklődő állampapír-állománya miatt nagyobb mértékű volt, az átértékelődési hatások fékeztek a mutató korrekcióját. A hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság 2015 II. negyedévének végén 23,8 milliárd eurót tett ki, emelkedésében döntően az állami szektor berövidülő adósságának jelentősebb növekedése és a bankrendszer rövid, hogy a forrásbevonása játszott szerepet. A devizatartalék – elsősorban a forintosításhoz kapcsolódó devizalehívás miatt – 35 milliárd euro alá csökkent. Összességében tehát romlott a tartalékmegfelelés, azonban ezek a változások nem okoztak meglepetést, miközben a devizatartalék szintje továbbra is számottevően meghaladja a befektetők által elvárt szintet.

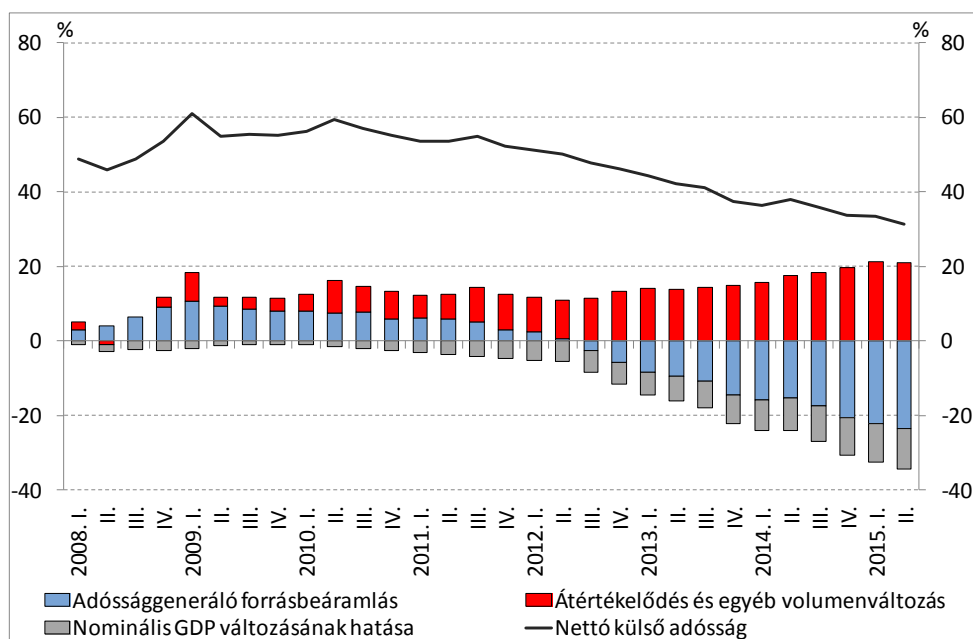
3.1. Adósságráták alakulása

A folytatódó forráskiáramlásnak köszönhetően 2015 II. negyedévében ismét mérséklődött az ország nettó külső adóssága. A tulajdonosi hitelek nélkül számított³ adósságmutató csökkenésében az összes fontosabb komponens szerepet játszott: az adósság típusú források mérséklődése mellett a GDP növekedése és az átértékelődési hatások is a mutató csökkenésének irányába hatottak. Az átértékelődési hatás ugyanakkor ellentétes irányú folyamatok eredőjeként alakult ki: míg a forint dollárral szembeni leértékelődése enyhén növelte a nettó külső adósságot (a forint-euro árfolyam csak kisebb mértékben befolyásolja a nettó külső adósságot a devizatartalék miatt), addig az állampapírok átarazódása több mint ellensúlyozta ezt. Az átértékelődési hatások összességében tehát csökkentették a mutatót, amiben főként az játszott szerepet, hogy az enyhén emelkedő állampapír-piaci hozamokkal párhuzamosan csökkent a külföldiek tulajdonában lévő állampapírok piaci értéke.⁴ A nettó külső adósságot – az átértékelődési hatások mellett – a külső adósság jellegű források kiáramlása is mérsékelte (lásd a finanszírozási megközelítésről szóló fejezetet). A GDP növekedése szintén a külső adósságmutató csökkenésének irányába hatott.

³ Az adósságmutatókat közgazdasági megfontolások alapján érdemes korrigálni a tulajdonosi hitelekkel – részletesebben lásd a 2014. áprilisi Fizetési mérleg jelentés 3. keretes írását.

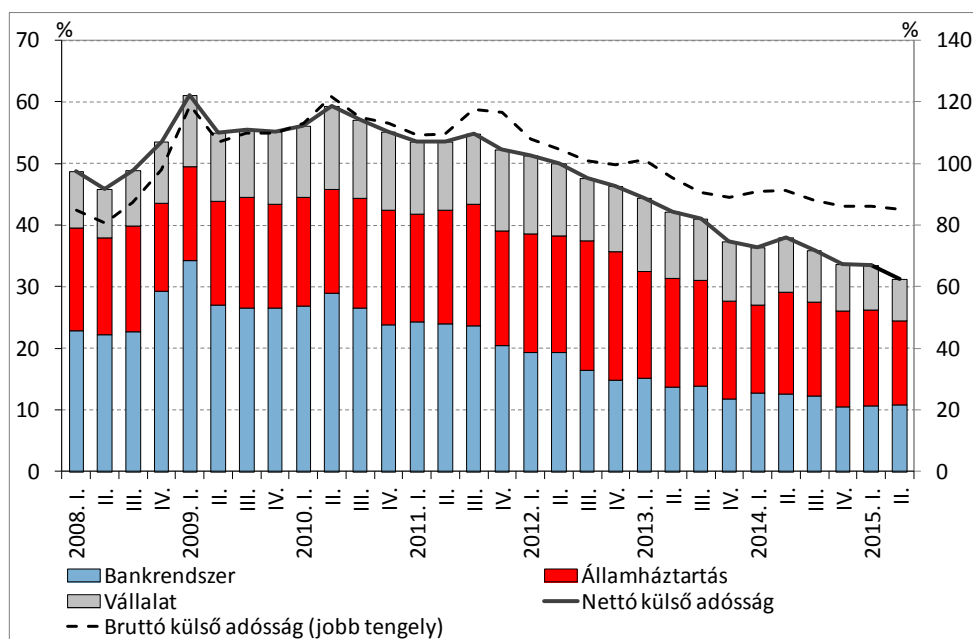
⁴ A fizetésimérleg-statisztikában az állampapírok állománya piaci árfolyamon kerül bemutatásra, így értéküket jelentősebb mértékben befolyásolhatja a hozamok elmozdulása. Ezzel szemben az ÁKK a külföldiek államkötvény-állományát névértéken tartja nyilván.

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



A II. negyedévben a nettó külső adósság tovább, a GDP 31,2 százalékára mérséklődött, ami döntően a konszolidált államháztartás külső adósságának nagyobb mértékű csökkenéséhez köthető. A konszolidált államháztartás nettó külső adóssága a GDP közel 2 százalékával mérséklődött a II. negyedévben, ami a külföldiek állampapír-állományának mérséklődése mellett a hozamváltozással és a dollár euróval szembeni leértékelődésével is magyarázható. A konszolidált államháztartás nettó külső adósságának csökkenését ugyanakkor lassította, hogy az időszakban a jegybanksi devizatartalékok mérséklődtek a devizahitelek forintosításához és a Budapest Bank állami felvásárlásához szükséges megnövekedett devizaigényhez kötődően. Emellett a vállalati szektor adósságának mérséklődése is hozzájárult a nettó külső adósság csökkenéséhez. A bankrendszer GDP-arányos nettó külső adóssága a II. negyedévben ugyanakkor nem változott érdemben: bár a tranzakciók mérsékeltek, az átértékelődés fékezte a mutató korrekcióját.

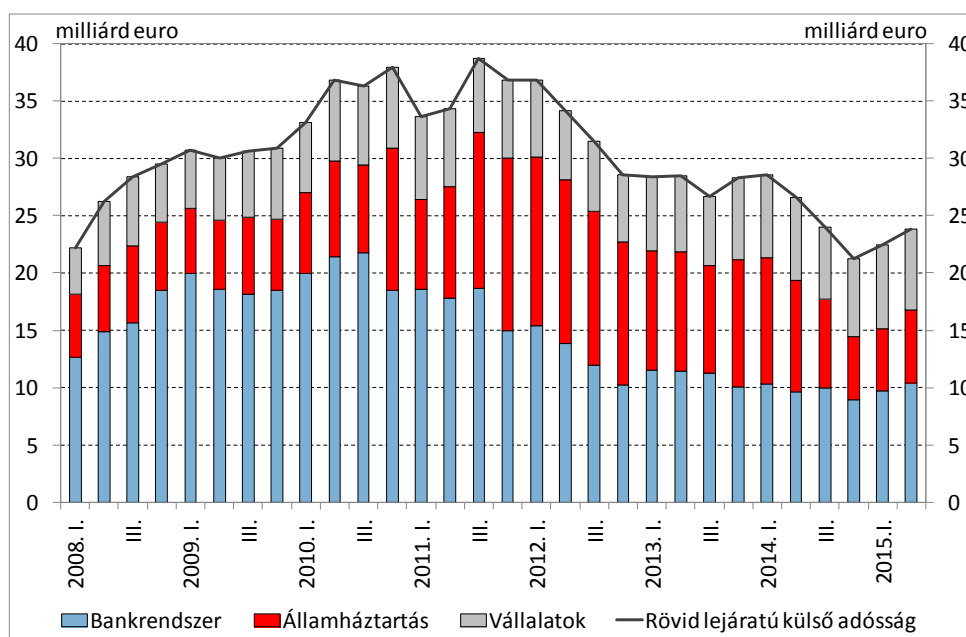
20. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság (GDP-arányos értékek, tulajdonosi hitel nélkül)



A bruttó külső adósság a II. negyedév során tovább mérséklődött, az időszak végén a GDP 85 százaléka körül alakult. A bruttó külső adósság csökkent a negyedév során, mely elsősorban az államháztartás adósság típusú forrásainak kiáramlásához – a külföldiek állampapír-állományának csökkenéséhez – köthető. Az államháztartás külső adósságának csökkenését ugyanakkor némiképp lassította a bankrendszer és a vállalati szektor bruttó adósságának a forint gyengülése miatti emelkedése. E folyamatok eredményeként az ország bruttó külső adósságának GDP-hez viszonyított aránya a nettó külső adósságnál kisebb mértékben csökkent.

A gazdaság hátralévő futamidő szerinti rövid lejáratú külső adóssága 1,4 milliárd euróval 23,8 milliárd euróra emelkedett a II. negyedévben, ami döntően az államháztartás – korábban is várt – berövidülő adósságának emelkedéséhez köthető, de a bankok forrásbevonása is hozzájárult. Az államháztartás rövid külső adóssága – a berövidülő adósság emelkedése és az eredeti futamidő szerinti adósság csökkenése mellett – közel 0,9 milliárd euróval nőtt az I. negyedév végéhez képest. Az államháztartás rövid külső adósságának növekedése a berövidülő adósság emelkedésére vezethető vissza, ami döntően a 2016 áprilisában esedékessé váló EU-hitel lejáratához köthető. Fontos hozzátenni, hogy a külföldi szereplők jelentős kötvényeladása az állam berövidülő adósságállományát lefelé változtathatta, így az államháztartás berövidülő adóssága a korábban vártnál alacsonyabb szinten tetőzhet. Az államháztartás eredeti futamidő szerinti rövid külső adóssága – a marginállomány csökkenése és a külföldiek diszkontkincstárjegy-eladása mellett – mintegy 0,5 milliárd euróval mérséklődött. A bankszektor rövid külső adóssága 0,7 milliárd euróval emelkedett, ami döntően a bankrendszer rövid lejáratokon megvalósuló forrásbevonásához kapcsolódott. A vállalati szektor rövid külső adóssága ugyanakkor enyhén mérséklődött a II. negyedévben.

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



3.2. A tartalékmegfelelés alakulása

2015 II. negyedévében – elsősorban a jelzáloghitelek forintosításához kapcsolódó swapeszközök lehívása miatt – csökkent a devizatartalék állománya. 2015 II. negyedévének végén a nemzetközi tartalék 34,8 milliárd eurót tett ki, ami 2,1 milliárd eurós csökkenést jelent a 2015. március végi 36,9 milliárd eurós értékhez képest. A devizatartalék csökkenésében az elsődleges szerepet a jelzáloghitelek forintosításához kötődő jegybanksi devizaswapok lejáratára és lezárására játszotta.⁵ Az MNB lehetővé tette a devizatenderekhez kapcsolódó devizaswapok lejárat előtti részleges,

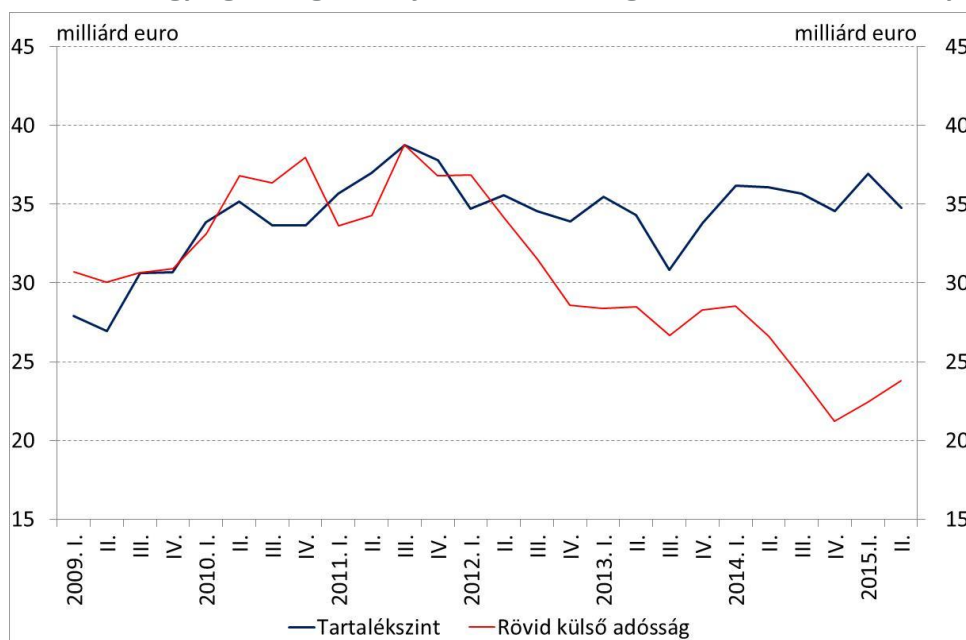
⁵ A jelzáloghitelek forintosításához kapcsolódóan a hitelintézetek az MNB-nél FX-swap és CIRS eszközökkel görgetik az árfolyam-pozícióik zárásához szükséges, az MNB által devizaeladási tendereken rendelkezésükre bocsátott devizalikviditást. A csereeszközök 2017 végéig folyamatosan és fokozatosan járnak le – vagy külön lezárási tender keretében válnak lezárhatóvá –, ami a devizatartalék terhére történő elszámolást is elnyújtja erre az időszakra.

majd teljes lezárását. A bankok előbb 2015 áprilisában az elszámolási és a forintosítási tendereken megvett deviza értékének 20 százalékáig zárhatták le a legkésőbb 2016 márciusában lejáró, feltétel nélküli devizaswapjaikat. Júniustól kezdve az MNB további lezárasos tendereket tartott, melyeken már korlátozás nélkül lehetett lezárni lejárat előtt a feltétel nélküli swapokat. Összességében a II. negyedévben a lezárt feltétel nélküli swapoknak mintegy 0,6 milliárd eurós, a swaplejáratoknak pedig közel 1,4 milliárd eurós tartalékcsoökkentő hatásuk volt. További tartalékcsoökkentő tételt jelentett a Budapest Bank megvásárlásához az állam számára nyújtott devizalikviditás, illetve a devizatartalék átértékelődése, amit részben ellentételezett az EU-források beáramlásának tartaléknövelő hatása.

A devizatartalék csökkenése mellett a rövid lejáratú külső adósság emelkedett, ami a rövid külső adóssághoz viszonyított többlet-devizatartalék apadását eredményezte. A devizatartalék csökkenése mellett a rövid külső adósság állománya 1,4 milliárd euróval emelkedett, ami összességében a rövid külső adósság és a devizatartalék közötti különbséget szűkülését jelentette. Ugyanakkor mind a devizatartalék, mind a rövid külső adósság változása nagyrészt várható volt korábbi információk alapján, így ez nem jelentett meglepetést a tartalékmegfelelésre vonatkozóan. A rövid külső adósság emelkedését az államháztartás berövidülő adósságához és egyes pénzügyi intézmények forrásbevonásához köthető tételek emelték.

A devizatartalék mértéke továbbra is érdemben meghaladja a befektetők által elvárt szintet. A befektetők és a jegybank által is kiemelten követett Guidotti-szabály alapján a devizatartalék 2015 II. negyedévében is jelentősen meghaladja a rövid külső kötelezettségállományt. Kiemelendő, hogy a forintosításhoz kötődő devizacsere-eszközök további, 2017 végéig mintegy 7 milliárd eurós tartalékcsokkenést okoznak majd, ami a rövid külső adósságállomány csökkenésében a hitelintézetek alkalmazkodásával fog megjelenni. Emellett az egyik legfontosabb tartalékbefolyásoló tényezőként az EU-transzferek várhatóan továbbra is pozitív egyenlege a devizatartalék növekedésével jár együtt, ám ez az adósságállományt – feltételezve azok belföldi felhasználását – nem érinti, a kettő eredőjeként javítva a rövid külső adósságon alapuló tartalékmegfelelési mutatókat.

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

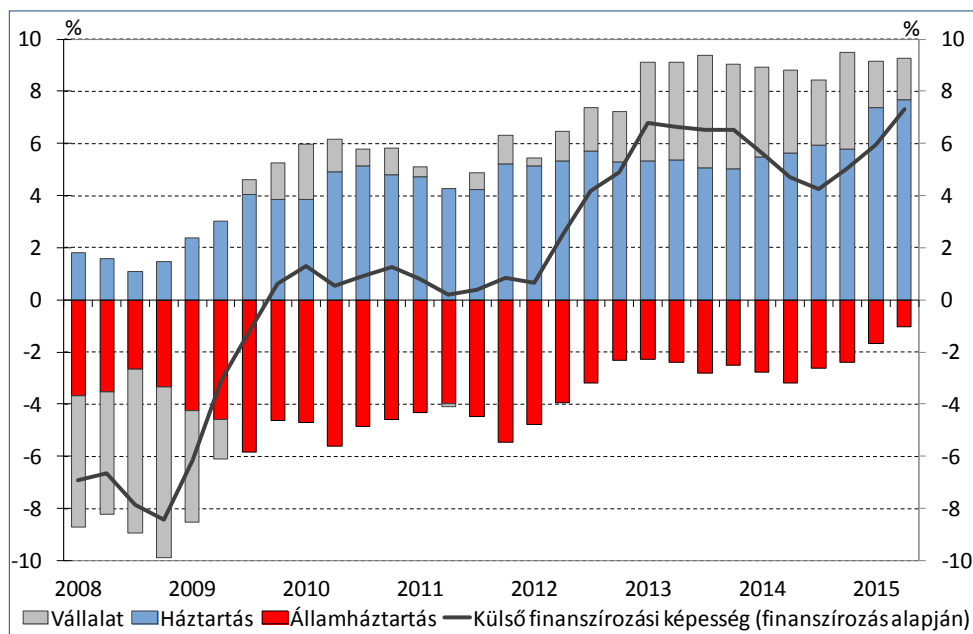


4. SZEKTOROK MEGTAKARÍTÁSA SZERINTI MEGKÖZELÍTÉS

A gazdaság nettó finanszírozási képessége tovább emelkedett 2015 II. negyedévében, ami az államháztartás csökkenő finanszírozási igényével magyarázható, miközben a devizahitelek elszámolása átrendezte a háztartások és vállalatok megtakarítói pozícióját. Az állam csökkenő finanszírozási igénye a magasabb adóbevételek mellett a kamatkiadások mérséklődéséhez köthető, miközben az eredményszemléletű hiányt nem befolyásolja a korábban említett EU-transzferek miatti előfinanszírozás. A magánszektor finanszírozási képessége nem változott érdemben, de a szektorok közötti megoszlás módosult: a pénzügyi vállalatok finanszírozási képességének csökkenése és a háztartások nettó megtakarításának emelkedése a devizahitelekkel kapcsolatos elszámolásra vezethető vissza. A háztartások finanszírozási képessége az egyszeri hatások kiszűrése után is magas. A II. negyedévben a lakosság pénzügyi eszközei között az állampapírok bővülése volt a legjelentősebb, míg a korábban népszerű befektetési jegyek stagnáltak. A lakosság állampapír-vásárlása a havi adatok alapján július-augusztus folyamán is számottevő volt, ami az állam külső adósságának további csökkenését teheti lehetővé.

2015 II. negyedévében a GDP 7,3 százalékára nőtt a gazdaság négy negyedéves nettó megtakarítása, ami az államháztartás historikusan alacsony finanszírozási igényére vezethető vissza (23. ábra). Az államháztartás négy negyedéves finanszírozási igénye a II. negyedévben mindössze a GDP 1 százalékát tette ki, ami historikusan is alacsony érték. Ez többek között bevételi oldalon a bérek és foglalkoztatás bővülése miatt emelkedő adóbevételekkel, valamint a fehéredés miatt bővülő áfabevételekkel állhat összefüggésben. Kiadási oldalon az állam fokozatosan mérséklődő kamatkiadását érdemes kiemelni, aminek hatása tovább nőhet az állomány fokozatos átárazódása miatt. A magánszektor finanszírozási képessége ugyanakkor nem változott érdemben: míg az elszámolások miatt a háztartások nettó megtakarítása tovább nőtt, addig a pénzügyi vállalatoké a veszteségek miatt átmenetileg⁶ csökkent.

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

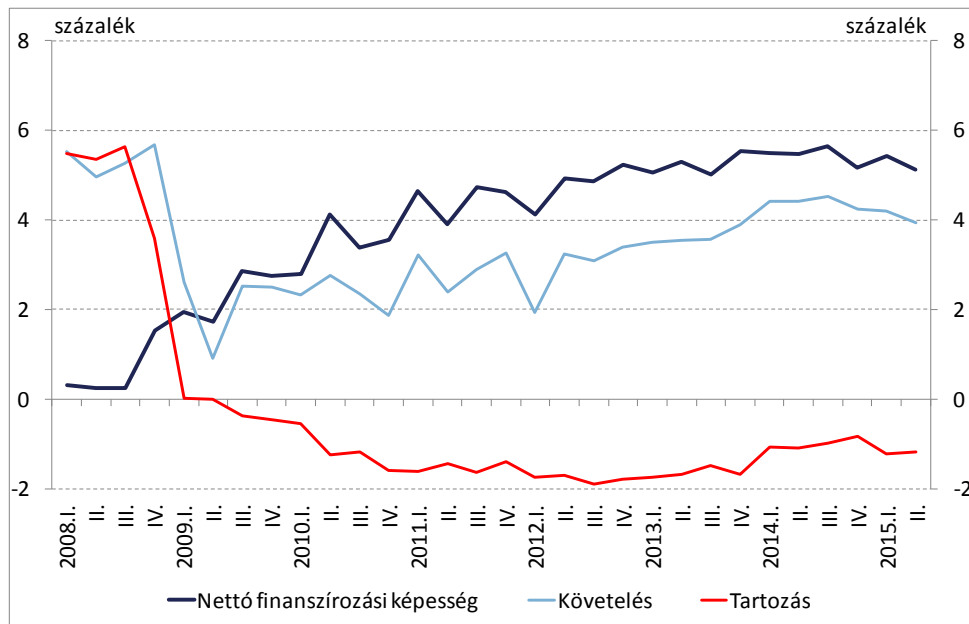


A háztartások pénzügyi megtakarítása az alapfolyamatok szerint a GDP 5 százaléka körül alakulhatott, azonban az alapfolyamatok megítélését nehezíti az elszámolásokkal kapcsolatos folyamatok pontos ismeretének hiánya. A háztartások alapfolyamatok szerinti magas nettó megtakarítása mögött a válság után emelkedő óvatossági megtakarítás, az elmúlt években fokozatosan bővülő foglalkoztatottság és az emelkedő reáljövedelmek, illetve a

⁶ A végelszámolás alá kerülő bankoknál elhelyezett lakossági betétek csökkenése a statisztikákban nem része a lakosság pénzügyi tranzakcióinak, míg a Betétbiztosítási Alap által kifizetett kártérítés igen. Így a kártalanítás hatására a lakossági megtakarítások a kártalanítás összegével nőttek.

továbbra is visszafogott hitelkereslet húzódik meg. A devizahitelek I. negyedéves forintosítása – a csökkenő árfolyamkitettséggel összefüggésben – mérsékelheti a lakosság óvatossági motívumokhoz kapcsolódó megtakarításait, aminek hatására a lakosság nettó megtakarításai enyhén mérséklődhetnek, de továbbra is a válság előtt megfigyelt szintnél jóval magasabban alakulhatnak.

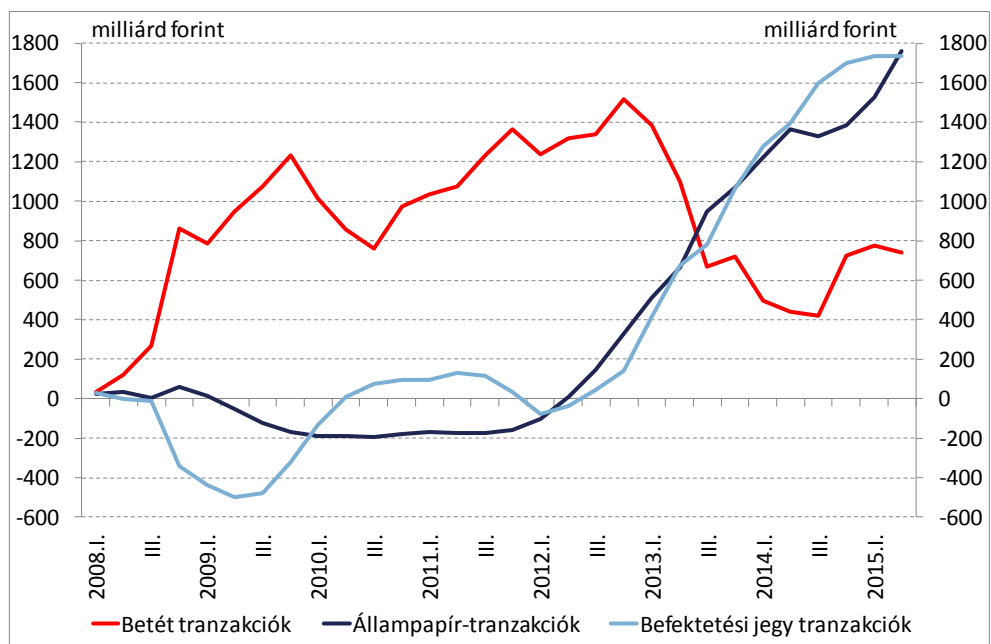
24. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)



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

A II. negyedévben a lakosság pénzügyi eszközei között előtérbe kerültek az állampapírok, amiben jelentős szerepe lehet a lakossági állampapírok számottevő kamatelőnyének. A háztartások portfólióátrendeződése az elmúlt években főként a bankbetétek csökkenése, valamint az állampapírok és befektetési jegyek nagyobb vásárlása mellett alakult ki. A lakosság pénzügyi eszközvásárlásai között továbbra is kiemelt szerepet kapnak az értékpapírok: a lakosság állampapír-állománya a II. negyedév végére meghaladta a 2700 milliárd forintot, ami a korábban említett banki állampapír-vásárlás mellett lehetővé teszi, hogy az állam mérsékelje külső adósságát. A lakossági állampapírok továbbra is őrzik a bankbetétekkel szemben mutatott kamatelőnyüket, aminek hatására számottevő mértékben bővültek a negyedév során. Az állampapírok népszerűségét ezenkívül az egyéb pénzügyi befektetési szolgáltatókkal kapcsolatos bizonytalanság is támogathatta, illetve a lakossági devizahitelekhez kapcsolódó elszámolások következtében visszakapott vagyon egy része is növelhette a háztartások állampapír-állományát. Ugyanakkor a befektetési jegyek árfolyam-emelkedése – vélhetően a kamatciklus várt lezárásával összhangban – érdemben lassult, így a lakosság számára kevésbé vonzó opcióvá válhattak.

25. ábra: A háztartási eszközök kumulált tranzakciói



5. A KÜLFÖLDI TULAJDONÚ VÁLLALATOK JÖVEDELMÉNEK ALAKULÁSA

Kiemelt témaként a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok közvetlen tőkebefektetéseken megtermelt jövedelmének alakulását vizsgáljuk meg. A fizetési mérleg legfrissebb adatai alapján a külföldi tulajdonban lévő vállalatok 2014-es nyeresége jelentősen növekedett, így újra eléri a válság előtt jellemző szintet. Mivel a vállalatok osztalékfizetése még enyhén csökkent is, a megtermelt nyereségből hazánkban újrabefektetett jövedelem nagysága korábban nem tapasztalt szintre emelkedett, növelve ezzel a hazai FDI-állományt. A számottevő mértékű jövedelemnövekedés részben egyes cégek kiugró profitnövekedéséből adódott – amit a tulajdonosváltások is erősítettek –, azonban a jövedelmezőség növekedése az ágazatok szélesebb körében is megfigyelhető volt. A hazai vállalatok jövedelmezőségét költségoldalról az olajárcsökkenés is segíthette, míg a bevételeket a dollár erősödése, illetve egyes cégek terjeszkedése miatti bevételnövekedés is erősíthette. A külföldi vállalatok profitjával kapcsolatban fontos tudni, hogy a fizetési mérlegben nem a vállalatok adózott eredménye jelenik meg, hanem az egyedi tényezőktől és ártértékelődéstől szűrt, „normál üzletmenet” szerinti eredmény. A vállalatok – korrekciók nélküli – adózott eredménye alapján a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége az elmúlt években még magasabb értéket jelezne. Nemzetközi összehasonlításunk azt mutatja, hogy míg korábban a Magyarországon működő külföldi vállalatok megtérülése elmaradt a régiós országoktól, addig a 2014-es jövedelememelkedéssel már elérte a régiós szintet, miközben az újrabefektetett jövedelem aránya hazánkban igen magasnak számít.

5.1. Bevezetés

Kiemelt témánkban a külföldi tulajdonban lévő vállalatok nyereségének alakulását mutatjuk be. A téma aktualitását az adja, hogy a vállalati kérdőívek beérkezésével tényadatok váltják fel a 2014-re eddig csak becsléseken alapuló profitadatokat. A külföldi vállalatok jövedelméről ugyanis az éves beszámolók és kérdőívek feldolgozásáig csak korlátozottan állnak rendelkezésre adatok, így a statisztikákban – a tárgyévét követő év szeptemberéig – a profit mértéke nagyrészt becslésen alapul. A jelenlegi adatközlésben különösen nagy volt a tényadatok eltérése az előzetes becsléstől, ami részben egyedi hatásokra vezethető vissza, részben pedig a külföldi tulajdonú vállalatok javuló jövedelmezőségét tükrözi. Arra is érdemes felhívni a figyelmet, hogy a fizetésimérleg-statisztika csak a vállalatok normál üzletmenethez kapcsolódó eredményét tartalmazza, és az adózott eredményből kiszűri az egyszerűnek tekintett eredménytélételeket. Magyarország esetében ez azt jelenti, hogy a vállalatok ténylegesen rendelkezésre álló jövedelme a fizetésimérleg-statisztikában megjelenőnél alacsonyabb lehet, ami a jövedelemegyenleg alacsonyabb hiányával és magasabb finanszírozási képességgel konzisztens.⁷ A fejezet elején a külföldi tulajdonú vállalatok és bankok jövedelmi helyzetét mutatjuk be, majd megvizsgáljuk a kiugróan nagy 2014-es jövedelemnövekedés hátterét. Ezt követően bemutatjuk, hogyan befolyásolja a fizetési mérlegben megjelenő adatokat, hogy csak a normál üzletmenet szerinti eredményt tartalmazzák. Végül régiós, majd európai uniós összehasonlításban is elemezzük a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok megtérülését, osztalékarányát és ezek alakulását.

5.2. Fizetési mérlegben megjelenő jövedelem

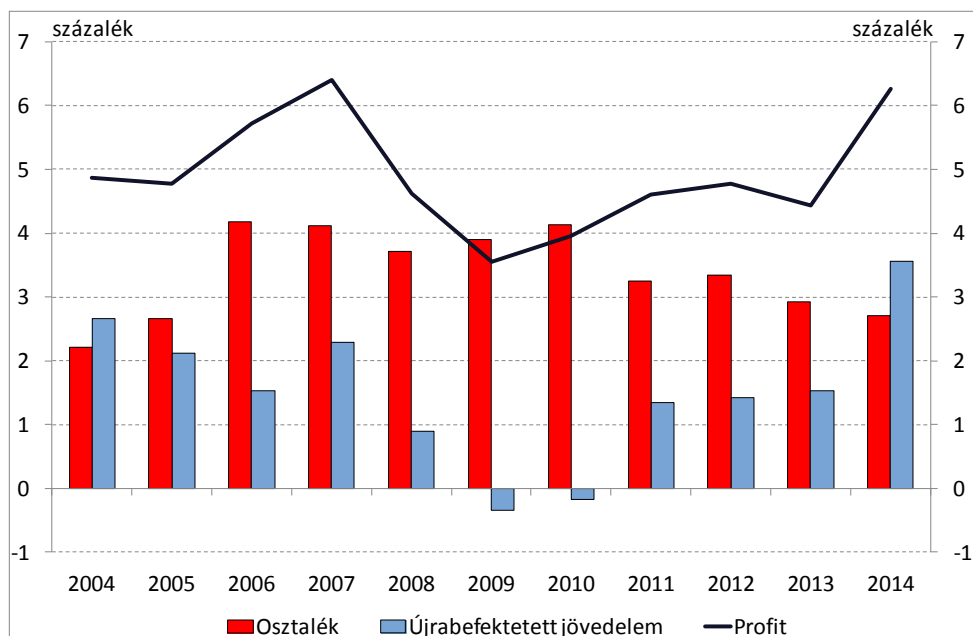
Az elmúlt évben a profit aránya a GDP-hez viszonyítva ismét 6 százalékos fölé emelkedett, ami az újrabefektetett jövedelmek érdemi növekedésében tükröződött. A külföldi vállalatok válság után csökkenő nyeresége elsősorban az újrabefektetett jövedelmet érintette, az osztalékfizetés⁸ változatlanul a GDP 4 százaléka körül alakult. Ez a folyamat azzal állhat összefüggésben, hogy 2008 után a beruházások megtérülésének mérséklődése, a növekedési kilátások romlása a belföldi beruházások csökkenéséhez vezetett, ezért a külföldi tulajdonú vállalatok nagyobb arányban vitték haza nyereségüket. A 2011-től meginduló gazdasági növekedés hatására növekvő profit mellett az osztalékfizetés csökkent, így az újrabefektetett jövedelmek ismét a GDP 1 százaléka fölé emelkedtek. 2014-ben a külföldi vállalatok profitjának – jelentős mértékű, a GDP 2 százalékat megközelítő – emelkedése mögött elsősorban az újrabefektetett jövedelmek emelkedése áll, mely az elmúlt évben több mint a kétszeresére bővült. Mindeközben az osztalékfizetések

⁷ Az egyedi tényezők és az ártértékelődés a fizetésimérleg-statisztikákban tranzakciókon kívüli egyéb állományváltozásként kerülnek kimutatásra.

⁸ Az osztalékfizetés tárgyalásában a kiugró osztalékot nem vesszük figyelembe, mivel jellemzően a múltban felhalmozott eredménytartálék terhére történő kifizetést jelent, és kevésbé befolyásolja az adott évben megtermelt profit.

mértéke – enyhe mérséklődés után – továbbra is az utóbbi években megszokott 3 százalékos körüli szinten alakult. Ezzel az emelkedéssel a külföldi vállalatok által megtermelt profit már a válságot megelőző szintekre emelkedett, ami a jövedelmek újrabefektetésének korábban nem látott szintekre emelkedésével járt együtt.

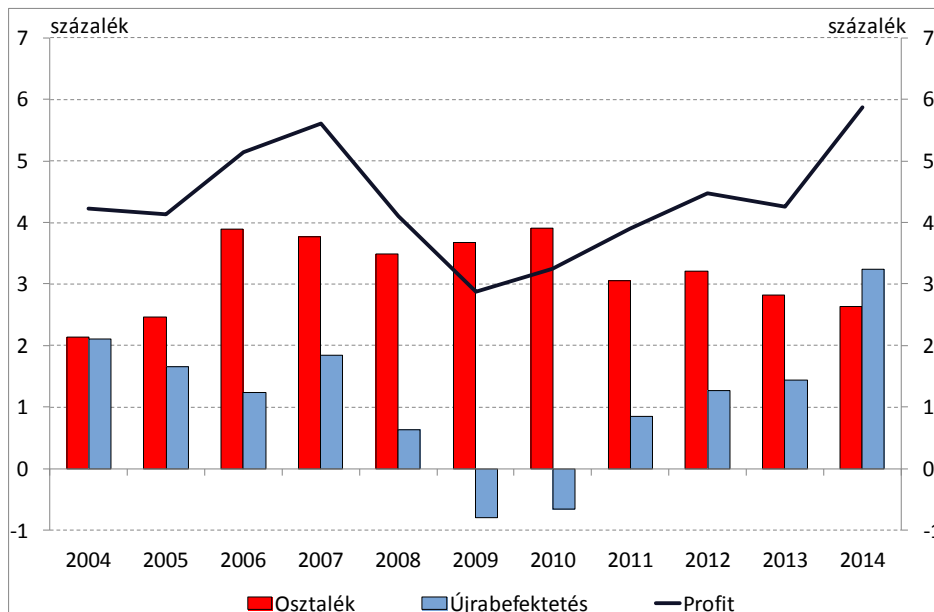
26. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok Magyarországon megtermelt jövedelmének felhasználása (a GDP arányában)



5.2.1. Nem pénzügyi vállalati szektor

A külföldi tulajdonú nem pénzügyi vállalatok nyeresége jelentős mértékben emelkedett 2014-ben, ami az osztalékfizetések enyhe csökkenése miatt az újrabefektetett jövedelmek érdemi emelkedését okozta. 2014-ben – hasonlóan a korábbi évekhez – a nem pénzügyi vállalatok termelték a külföldi vállalatok profitjának döntő hányadát (több mint 90 százalékát). Ennek megfelelően a nem pénzügyi vállalatok osztalékfizetése és újrabefektetett jövedelme nagyon hasonlóan alakult az összes külföldi vállalatéhoz. 2014-ben jelentős mértékben nőtt a profit, ami részben egyedi tételek emelkedésére vezethető vissza (lásd később). Az újrabefektetett jövedelem növekedése az osztalékfizetések enyhe csökkenése mellett alakult ki. Mindez, a közvetlentőke-források beáramlásának ismeretében arra utal, hogy bár új befektetések a válságot megelőző évekhez képest ritkábban valósulnak meg külföldi forrásokból, ugyanakkor az itt termelő vállalatok megtermelt profitjuk jelentős részét újra Magyarországon fektetik be. Ezzel az újrabefektetett jövedelmek GDP-arányos összege korábban nem tapasztalt szintre emelkedett.

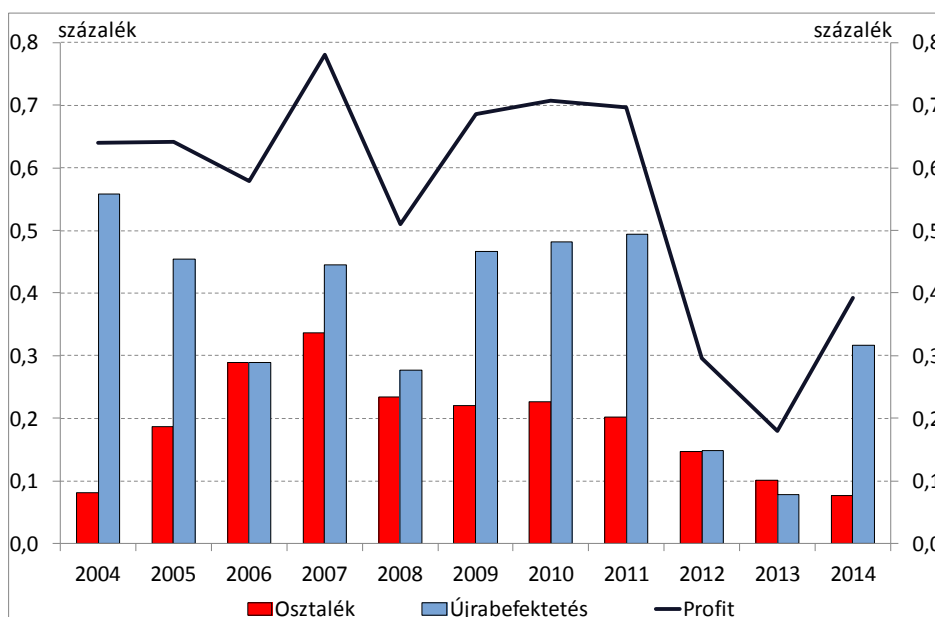
27. ábra: A külföldi tulajdonú nem pénzügyi vállalatok megtermelt jövedelmének felhasználása (a GDP arányában)



5.2.2. Bankszektor

A külföldi tulajdonú hitelintézetek nyeresége – a háztartási hitelek elszámolásához kapcsolódó eredményhatás nélkül – a nem pénzügyi vállalatokhoz hasonlóan érdemi emelkedést mutatott az elmúlt évben, ugyanakkor a vállalatokkal szemben továbbra is elmarad a pénzügyi válságot megelőző évek szintjétől. A hitelintézetek abban is hasonlítanak a vállalatokra, hogy a profitnövekedés az újrabefektetett jövedelmet növelte, az osztalékfizetés ezzel szemben enyhén mérséklődött. A bankok 2014-es nyeresége ezzel együtt jelentősen, mintegy 50 százalékkal elmarad a 2007-es historikus csúcstól. A bankok normál üzletmenet szerinti nyereségességét ugyanis továbbra is csökkentik a mérséklődő kamatmarzsok, a hitelezés visszaesése, illetve a bankadó.⁹ A bankoknál a megtermelt profit számottevő újrabefektetésében szerepe lehet a bankszektor részben a hitelekkel kapcsolatos elszámolás miatti veszteségeinek, valamint a tőkeemfelelési mutatók nemzetközi standardokkal összhangban történő fokozatos szigorításának is.

28. ábra: A külföldi bankok nyeresége, bruttó osztalékfizetése és újrabefektetett jövedelme a GDP arányában

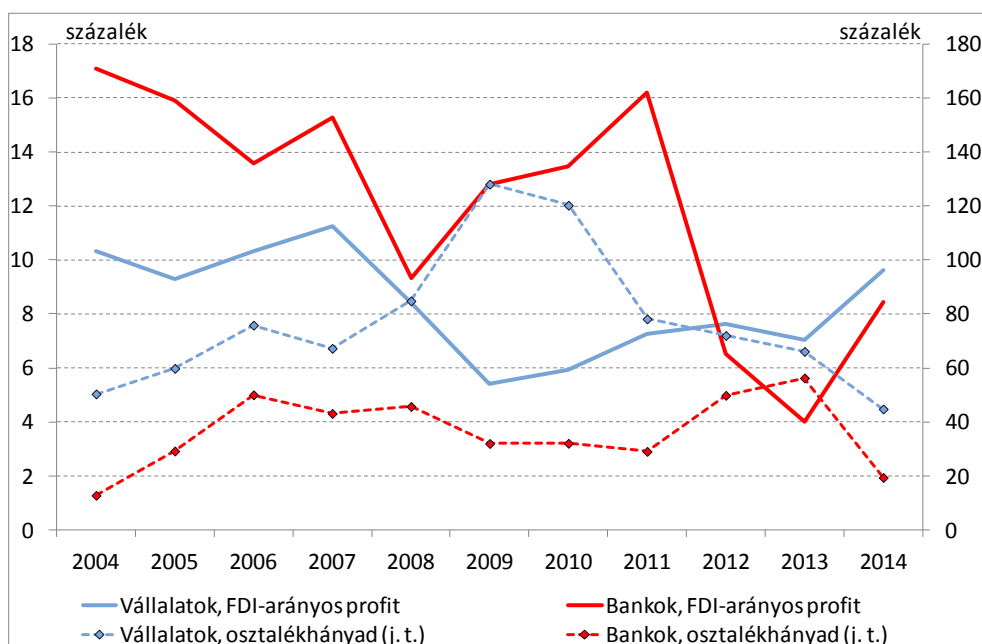


⁹ A bankok jövedelmezőségére szintén hatással lehetett a devizahiteles konverzió, illetve a nem fizető hitelek magas aránya, ami azonban nem befolyásolta a normál üzletmenet szerinti eredményt. Részletesebben lásd az adózott eredményről szóló részt.

5.2.3. A bankok és nem pénzügyi vállalatok jövedelmezőségének összehasonlítása

2014-ben a bankrendszerben és a nem pénzügyi vállalatoknál is nőtt a befektetett tőkearányos profit, azonban a vállalati szektor megtérülése továbbra is magasabb. A vállalatok és bankok osztalékhiánya egyaránt igen alacsony szintre süllyedt. A GDP-arányos profitok esetében azt figyeltük meg, hogy a nem pénzügyi vállalatok által megtermelt profit jelentősen meghaladja a pénzügyi vállalatok eredményét. Az állományarányos profitokat tekintve a külföldi bankok profitrátája 2012-ig meghaladta a vállalatokét, azóta pedig itt is a vállalati profit a magasabb (29. ábra). 2014-ben a külföldi tőkebefektetések emelkedő profitja a vállalatok kisebb és a bankok nagyobb mértékű növekedése mellett alakult ki. A banki profitráta emelkedésénél érdemes megemlíteni, hogy a fizetési mérlegben a normál üzletmenet szerinti eredmény jelenik meg (vagyis például a deviza- és forintHITELESEKkel kapcsolatos elszámolás hatásai ebben az eredményben nem tükröződnek). A vállalati és banki osztalékhiányad egyaránt érdemben mérséklődött (ami a megtermelt profit nagyobb újrabefektetésével ekvivalens), azonban ennek feltehetően eltérő okai vannak. A vállalati profitból fizetett osztalékhiányad mérséklődése arra utalhat, hogy a vállalatok a gazdasági növekedés beindulásával, a kilátások javulásával párhuzamosan befektetéseket valósíthatnak meg, melyet még nem feltétlenül hitelforrásokból finanszíroznak. A banki osztalékhiányad csökkenése pedig arra utalhat, hogy az elszámolásokhoz kapcsolódó veszteségek pótlását a külföldi tulajdonossal rendelkező bankok igyekeztek a leánybank saját forrásaiból biztosítani, miközben a tőkeemelések mértékét ezzel egyidőben igyekeztek mérsékelten tartani.

**29. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok profitja Magyarországon
(tőkearányos profit és a profitból kifizetett osztalék aránya)**



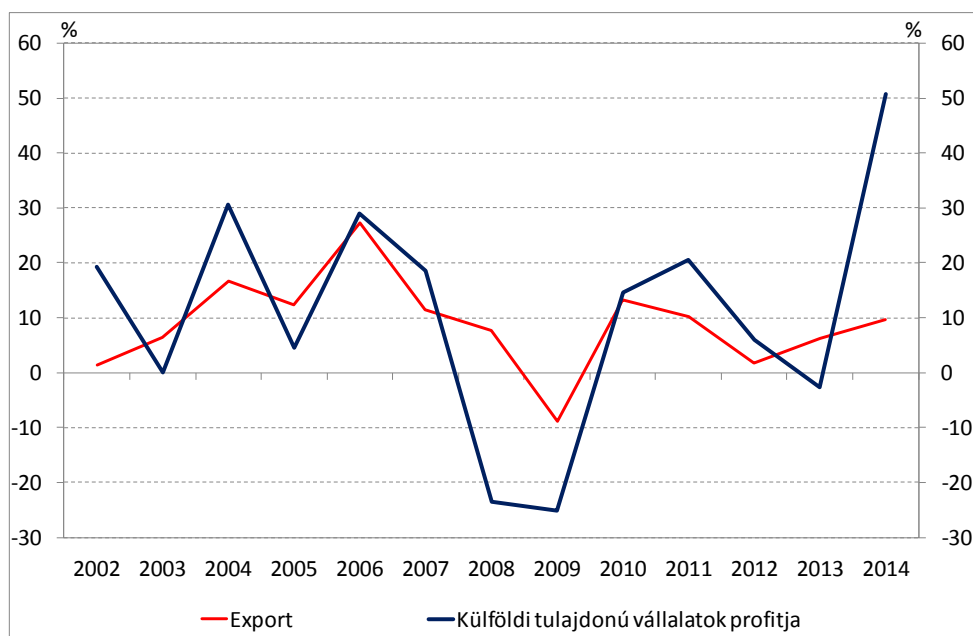
5.2.4. Mi állhat a kiugró mértékű profitnövekedés mögött?

A külföldi tulajdonú vállalatok profitja korábban is változékonnyabban alakult az export növekedéséhez képest, a 2014-es profitnövekedés azonban jelentősen elszakadt az export növekedésétől. A külföldi tulajdonú vállalatok nagy arányban a külkereskedelemben aktív, exportra termelő vállalatok. Ezért indokolt az exportteljesítményből következtetni a profitabilitás alakulására. Az elmúlt években a külföldi vállalatok jövedelmének alakulása viszonylag közel esett az exportnövekedéshez, a frissen publikált vállalatiprofit-adatok azonban az exportnövekedéstől teljesen elszakadó profitbővülést jeleztek (30. ábra). A 10 százalékos exportnövekedéshez képest a külföldi tulajdonban lévő vállalatok adózott profitja 2013-hoz képest 50 százalékkal emelkedett. Továbbá érdemes azt is megjegyezni, hogy a vállalatok osztalékfizetése sem emelkedett 2014-ben, illetve a korábban rendelkezésre álló havi adatok szerint 2015 első felében sem, pedig az elmúlt években szokásos – a válság előtt jellemző szintnek megfelelő – osztalékhiánydot feltételezve a magasabb profit jóval magasabb osztalékfizetéssel járt volna együtt.

A kiugró mértékű profitnövekmény jelentős része néhány vállalathoz köthető, azonban a profitnövekmény általános volt. Ezek az egyedi hatások a teljes, mintegy 650 milliárd forintot kitevő profitnövekmény nagyjából felét magyarázták. Ezek közül a legfontosabbak a következők:

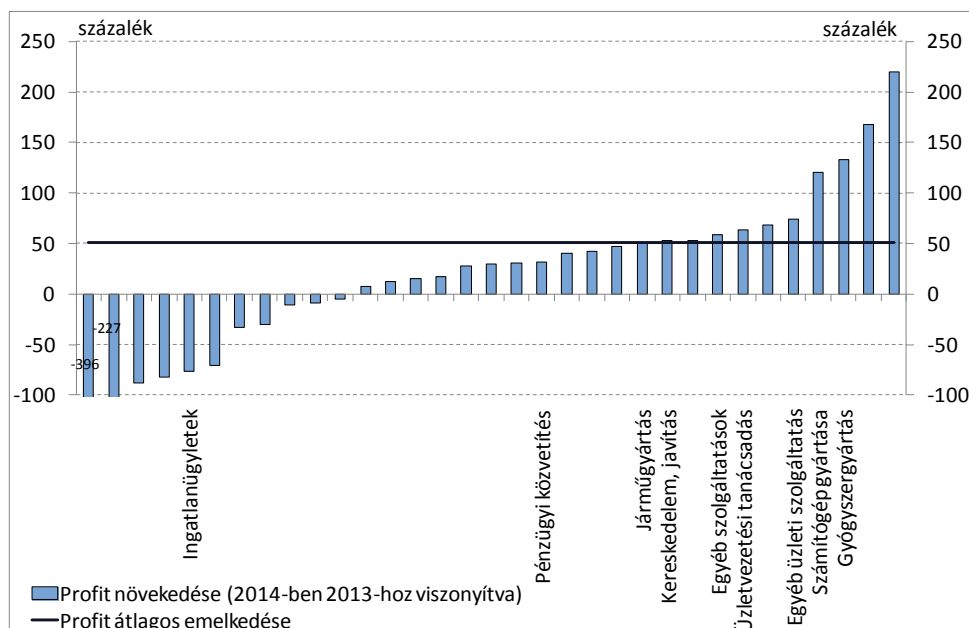
- **Egyedi vállalati profitnövekmények:** Néhány vállalat profitbővülése kiemelkedő mértékű volt, és egyértelműen meghatározta az adott ágazatban megfigyelt profitbővülést. A nyolc legnagyobb – legalább 15 milliárd forintos – profitbővüléssel jellemezhető vállalat profitja összesen 260 milliárd forinttal, azaz a GDP 0,8 százalékával emelkedett. Azt is fontos megemlíteni, hogy ez a növekedés nem feltétlen a jövedelmezőség javulását mutatta: arra is volt példa ugyanis, hogy az egyik vállalat profitját egy üzletágának és egyéb tárgyi eszközeinek értékesítése jelentős mértékben javította. Az egyedi szintű profitnövekedés egy része tehát vélhetően nem bizonyul tartósnak.
- **Összetételhatás:** Sor került olyan tulajdonosváltásokra, amelynek hatására jelentős profittal rendelkező vállalatok kerültek közvetlen külföldi tulajdonba, vagy korábban veszteséggel rendelkezőket adott el a külföldi tulajdonosa. Mindkét típusú tulajdonosváltás a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának emelkedése irányába hatott, amelynek hatása mintegy 90 milliárd forintot, a GDP 0,3 százalékát tette ki.

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



Annak ellenére, hogy számos ágazatban koncentrált volt a profit növekedése, az ágazatok széles körében tapasztalt nyereségnövekedés a külföldi vállalatok jövedelmezőségének általános emelkedésére utal. A külföldi vállalatok teljes profitja 2014-ben mintegy 50 százalékkal emelkedett: a feldolgozóiparon belül a gyógyszer-, a jármű- és az elektronikai termékek gyártása mutatott markáns bővülést 2013-hoz képest. A járműgyártás eredményének érdemi emelkedése valamennyi ágazati szereplőt jellemezte, az elektronikai ágazaton belül ugyanakkor csupán néhány vállalat magyarázta a növekményt. A gyógyszergyártás esetében – a korábban is említett – összetételhatás is tükröződött az adatokban: egy hazai szereplő közvetett külföldi tulajdonból közvetlen külföldi tulajdonba kerülésével számottevő profit jelent meg a – külföldi tulajdonú – feldolgozóiparban. A szolgáltatás ágazatok közül kiemelkedő mértékben emelkedett a kereskedelmi és az egyéb kiegészítő üzleti szolgáltatásokat nyújtó vállalatok profitja. Bár számos ágazatban csökkent a külföldi vállalatok nyeresége, ezek jellemzően kisebb súlyt képviselnek a közvetlentőke-befektetések között. Ezzel szemben a 2 milliárd eurónál nagyobb FDI-állománnyal rendelkező ágazatok nagyobb számmal szerepeltek a nagy jövedelemnövekedést mutató ágazatok között (31. ábra).

31. ábra: A külföldi vállalatok egyes ágazatokban elért nyereségének növekedése 2014-ben

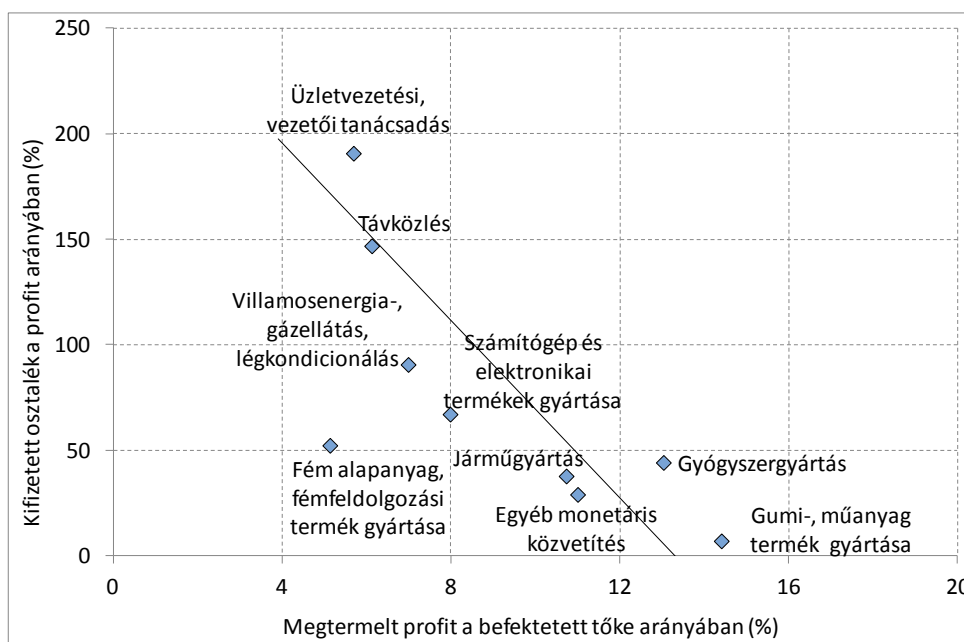


A 2 milliárd eurónál nagyobb FDI-állománnyal rendelkező ágazatokat nevesítettük.

Az exportfolyamatoktól elszakadó, markáns profitbővülést a dollár erősödése és a csökkenő olajárak is támogathatták. A külföldi tulajdonban lévő cégek egy része nem forintban, hanem euróban vagy dollárban számláz, így az árbevételét az árfolyamok elmozdulása is befolyásolhatja. 2014-ben a forint árfolyama mindkét devizával szemben gyengült, amely – még a párhuzamosan megnövekedett költségeket figyelembe véve is – hozzájárulhatott az idegen devizában számlázó vállalatok profitnövekedéséhez. Emellett a mérlegtételek dollárerősödés miatti ártértékelődése a pénzügyi eredmény emelkedésén keresztül járhatott a jövedelem növekedésével (általában az ilyen jellegű eredmény hatását a fizetésimérleg-statisztika nem veszi figyelembe, azonban ha egy külföldi tulajdonú hazai vállalat tulajdonában lévő vállalatnál keletkezik, aki nyereségét átadja, akkor mégis befolyásolhatja a külföldi tulajdonú vállalat profitját). Az olajárak 2014 második felétől megfigyelt meredek csökkenése pedig a vállalatok költségeire lehetett kedvező hatással. A külföldi tulajdonú vállalatok profitabilitásának emelkedése a szolgáltatásegyenleg 2014-ben tapasztalt érdemi emelkedésével is összefüggethetett. A szállítási szolgáltatás exportban figyeltünk meg jelentősebb emelkedést, amelynek háttérében a szállítással foglalkozó külföldi vállalatok sikeres terjeszkedése állhatott.

A közvetlentőke-befektetések ágazati bontását vizsgálva azt figyelhetjük meg, hogy azokban az ágazatokban, ahol magasabb a megtermelt profit, ott a tulajdonosok a megtermelt jövedelem nagyobb részét forgatták vissza. A válságot követő években a régió több országában is azt tapasztaltuk, hogy a külföldiek közvetlentőke-befektetéseire fizetett osztalékok egyes években meghaladták a vállalatok által megtermelt profitot. Ez többek között arra vezethető vissza, hogy ezekben az években a külföldi tulajdonosok számára a kiszáradó pénzpiacok miatt megnehezült a likviditás beszerzése. Emiatt a külföldi befektetések által korábban megtermelt és újrabefektetett eredménytartalékok terhére is fizettek ki osztalékot. Ugyanakkor Magyarországon a külföldiek közvetlentőke-befektetésesei közül a jelentősebb súlyú ágazatokat megvizsgálva láthatjuk, hogy a megtermelt profit és a profitból kifizetett osztalék aránya között ellentétes kapcsolat áll fenn. Vagyis a magasabb jövedelmezőségű ágazatokban a megtermelt profit nagyobb részét visszaforgatják a külföldi befektetők, míg az alacsonyabb megtérülésű ágazatokban megtermelt jövedelmet inkább hazautalják.

32. ábra: A külföldi tőkebefektetések részesedéseinek megtérülése ágazati bontásban, illetve az osztalék és a profit aránya az ágazatokon belül (2008–2014 átlaga*)



*A járműgyártásnál egyedi tényező miatt nem vettük figyelembe a 2011-es évet.

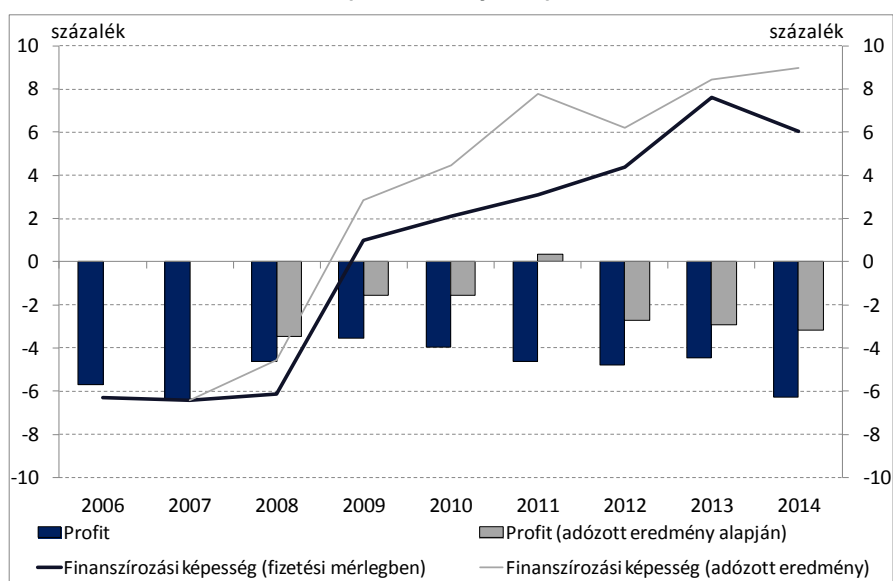
5.3. A külföldi tulajdonú vállalatok adózott eredménye

A nemzetközi előírásoknak megfelelően a statisztikában csak a külföldi tulajdonú vállalatok normál üzletmenet szerinti eredménye jelenik meg. A vállalatok eredménye az általuk kitöltött kérdőívek alapján megbontható statisztikailag is jövedelemnek számító tételre, illetve nem normál üzletmenethez kötődő eredményre (ilyen lehet például az átértékelődésből, terven felüli értékcsökkenésből vagy egyéb volumenváltozásból¹⁰ adódó eredmény). Az egyedi hatásoktól és átértékelődéstől megtisztított adózott eredményt nevezzük normál üzletmenet szerinti eredménynek, és ez kerül be a fizetésimérleg-statisztikába. (A korrekció során figyelembe vett eredménytégekről részletesebben lásd a „Módszertani megjegyzések a fizetési mérleghez és állományi statisztikához” című statisztikai kiadványt.)

2014-ben a vállalatok tényleges jövedelme jóval kisebb volt, mint a fizetési mérlegben megjelenő „normál üzletmenet szerinti” jövedelem, és nem is mutatott nagyobb mértékű növekedést. Ez azt is jelenti, hogy a vállalatok profitja az adózott eredmény alapján kevésbé rontaná a jövedelemegyenleget, ami a fizetési mérlegben megjelenőnél nagyobb finanszírozási képességet is jelentene. Mivel a nem normál üzletmenethez tartozó tételek a válság óta jellemzően csökkentették a vállalatok profitját, így ezen tételek kiszűrése a fizetésimérleg-statisztikában magasabb jövedelemhez és a jövedelemegyenleg nagyobb hiányához vezetett (33. ábra). 2014-ben például a – lakossági hitelekhez tartozó elszámolásokkal kapcsolatos veszteségeket is tartalmazó – korrekció a GDP közel 3 százalékát tette ki, ami mintegy háromszorosa a 2013-ban megfigyeltnek. Vagyis míg a külső finanszírozási képesség a fizetési mérlegben a normál üzletmenet szerint mérséklődött, addig a vállalatok adózott eredménye alapján a finanszírozási képesség emelkedése adódott volna. A külföldi tőkebefektetések profitja a normál üzletmenet szerint így jelentősen nőtt 2014-ben, és már a válságot megelőző szint közelében alakult.

¹⁰ Például a bankoknál a lakossági hitelekkel kapcsolatos elszámolások miatti veszteség.

33. ábra: A normál üzletmenet szerinti és az adózott eredmény szerinti profit* és finanszírozási igény (a GDP arányában)



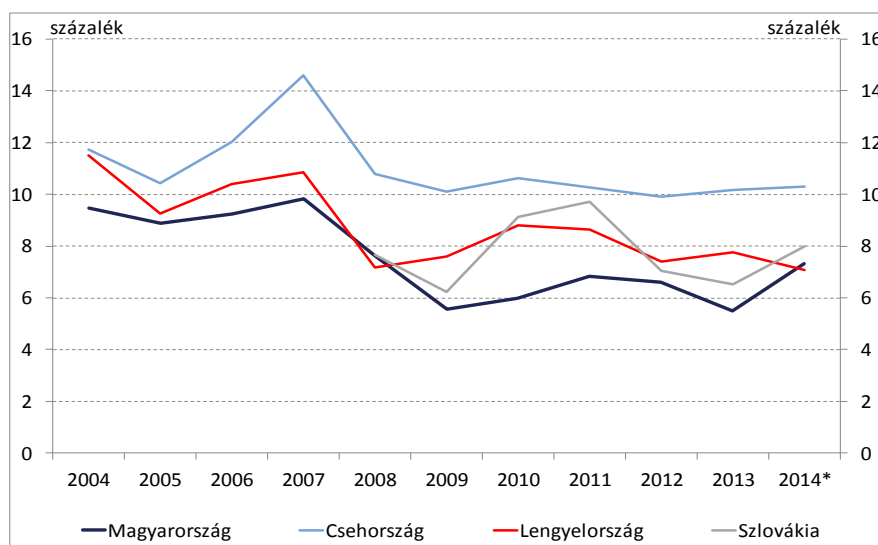
*A vállalatok által megtermelt profitot negatív előjellel szerepeltetjük, hogy a fizetési mérleg jövedelemegyenlegével konzisztens legyen az ábrázolás.

5.4. Nemzetközi összehasonlítás

5.4.1. Régiós összevetés

Régiós összehasonlításban a közvetlentőke-befektetések megtérülése a korábbi években Magyarországon volt a legalacsonyabb – a 2014-es növekedéssel ugyanakkor nagyjából elértük a lengyel és a szlovák szintet (34. ábra). A közvetlentőke-befektetések megtérülését érdemes a hozzánk hasonló adottságokkal rendelkező régiós országokkal összevetni. A válság kitörését követően a közvetlentőke-befektetéseken elért profit – a gazdasági visszaeséssel párhuzamosan – a régió minden országában csökkent (jellemzően 4-6 százalékpont közötti mértékben), ennek ellenére továbbra is Csehországban volt a legmagasabb a külföldi vállalatok tőkearányos profitja, míg hazánkban volt a legalacsonyabb. Ez az eltérés csökkent jelentősebb mértékben tavaly, amikor a hazai megtérülés meghaladta a 7 százalékot, és így nagyjából elérte a régióban jellemző szintet. Azt is érdemes ugyanakkor megjegyezni, hogy a nyugat-európai fejlettebb gazdaságokhoz képest hazánkban jóval nagyobb megtérülés érhető el (lásd később).

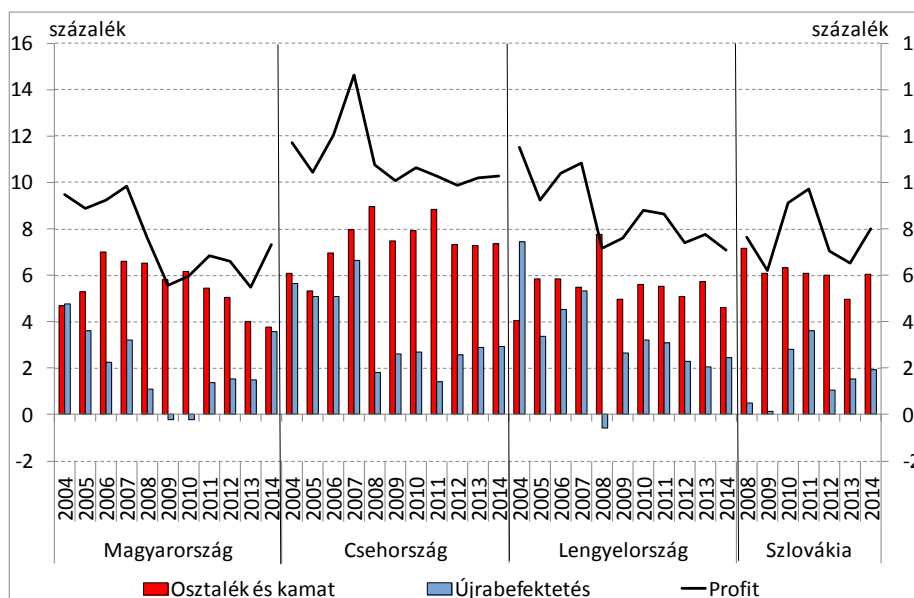
34. ábra: A közvetlentőke-befektetések megtérülése (az FDI-állományon elért profit FDI-állomány-arányos értéke)



Forrás: Eurostat. *A régiós országokban a 2014-es érték vélhetően csak becslés.

2014-ben a Magyarországon működő külföldi vállalatok a profitjuk mintegy felét újrabefektették, ami régiós összehasonlításban igen magas értéknek számít. A közvetlentőke-befektetéseken elért jövedelmen belül az osztalék nagysága viszonylag stabilan alakult a régiós országokban, így a külföldi vállalatok válság után mérséklődő jövedelmezősége döntően az újrabefektetett jövedelmek visszaesését okozta – néhány visegrádi országban pár évig elhanyagolható mértékű volt a jövedelmek újrabefektetéséből származó FDI-növekedés. Ez a folyamat a már korábban leírtakkal állhat összefüggésben: egyrészt a növekedési kilátások romlása a belföldi beruházások csökkenéséhez, így a külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmének csökkenő mértékű újrabefektetéséhez vezetett, másrészt a válság miatt megnehezedett az anyavállalatok finanszírozási helyzete is, ami a magasabb osztalékfizetés irányába hatott. Érdemes megjegyezni, hogy míg a többi országban az osztalékfizetés FDI-állományhoz viszonyított aránya nagyjából változatlan volt az elmúlt években, addig hazánkban – bár az újrabefektetésnél jóval stabilabban alakult – egy csökkenő trend figyelhető meg. A Magyarországon tapasztalt csökkenő osztalékhányad és a 2014-ben jelentősen emelkedő profitráta összességében ahhoz vezetett, hogy a külföldi tulajdonosok a hazánkban elért profit mintegy felét visszaforgatták az itteni vállalkozásukba, ami régiós összevetésben kiemelkedően nagy értéket jelent (35. ábra). Az újrabefektetett jövedelmek magasabb aránya azért is kedvező fejlemény, mert növekvő működőtőke-állományt jelenthet, ami pozitívan befolyásolhatja a növekedési kilátásainkat.

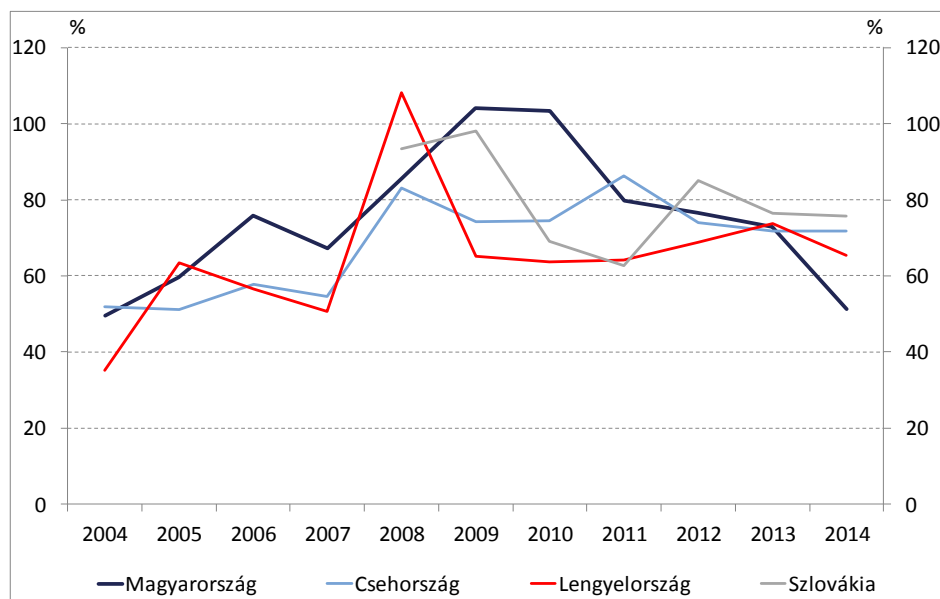
35. ábra: A közvetlentőke-befektetések jövedelmeinek felbontása a régiós országokban (az FDI arányában)



Forrás: Eurostat. A régiós országokban a 2014-es érték még vélhetően csak becslés.

Az elmúlt években Magyarországon a külföldi vállalatok osztalékfizetése folyamatosan csökkent: a válság utáni, a régióban jellemző szintet jelentősen meghaladó 100 százalékos körüli értékről 2011–13 során a régiós átlagra, míg a tavalyi 50 százalékos érték már elmarad tőlük. A válságot követően az összes országban megugrott a profitarányos osztalékfizetés, a hazánkban tapasztalt 100 százalékos körüli érték azonban igen magasnak számított, ami vélhetően a gyenge növekedési kilátásokkal állhatott összefüggésben. 2011-től a régiós szintre csökkent az osztalékfizetés aránya, majd a 2014-es jelentős csökkenés azt jelentette, hogy a Magyarországon működő külföldi cégek profitjuk kisebb részét fizették ki osztalékként a külföldi tulajdonosaiknak, mint a többi visegrádi országban. Míg tehát korábban azt figyelhettük meg, hogy Magyarországon alacsony megtérülés mellett viszonylag magas volt az osztalékfizetés, addig 2014-ben a külföldi vállalatok átlagos megtérülés mellett már viszonylag alacsony mértékű tőkét vontak ki Magyarországról (36. ábra).

36. ábra: Osztalékfizetések a teljes profithoz képest



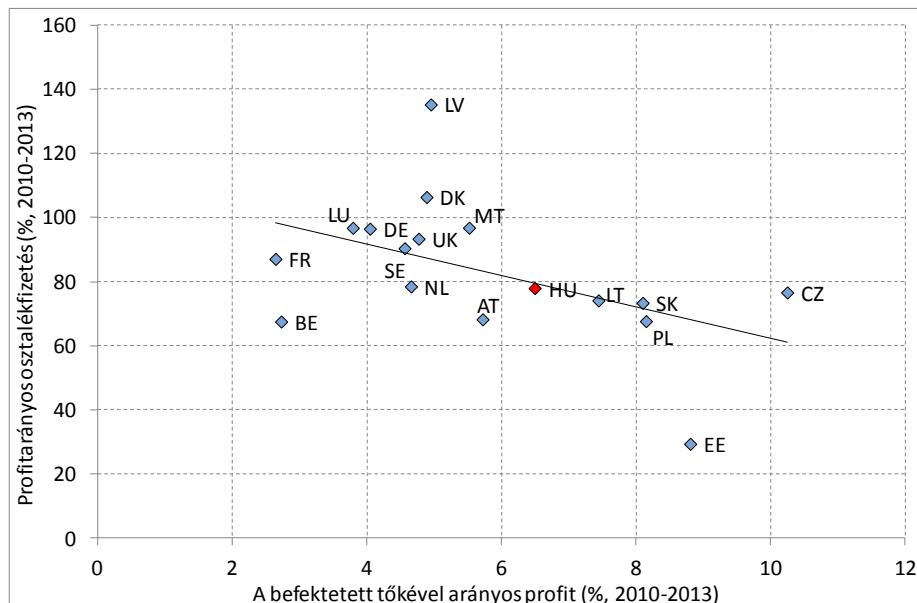
Forrás: Eurostat

5.4.2. Európai uniós összevetés

Az Európai Unióban az figyelhető meg, hogy a magasabb profitot termelő országokban a profit kisebb részét vonja el az anyavállalat osztalékként, és nagyobb részét újrabefektetik. Az Európai Unió országaiban a Magyarországon működő külföldi tulajdonban levő vállalatok ágazati bontásához hasonló trendet láthatunk: a magasabb profitot termelő országokban a megtermelt jövedelem nagyobb részét fektetik be újra a külföldi befektetők az adott országban, ami azt is jelenti, hogy alacsonyabb az osztalékkifizetés (37. ábra). Így összességében a megtermelt jövedelmek újrabefektetésének mértéke is függhet az ország profitabilitásától, ami az ország általánosabban vett tőkevonzó képességét is meghatározhatja.

Az uniós összevetés arra is rávilágít, hogy míg régiós szinten alacsonynak számít a külföldi tulajdonú vállalatok által hazánkban megtermelt profit, addig az unió fejlettebb gazdaságaiban tapasztaltnál jóval nagyobb megtérülés érhető el Magyarországon. Az EU-ban működő külföldi vállalatok nyeresége és osztalékfizetése meglehetősen heterogénnek tekinthető: jelentős ugyanis a különbség az újonnan csatlakozó és a korábbi tagországok között. Míg a fejlettebb országokban viszonylag alacsonyabb tőkemegtérülés érhető el, addig a kelet-közép-európai országokban a profitráta jellemzően magasabb, ami ezen országok felzárkózási folyamataiból, a tőkeszegény gazdaságok magasabb határhasznából természetes módon következik. Az újonnan belépett országok között Magyarországon relatív alacsony a befektetések megtérülése, Csehország esetében azonban kifejezetten magas (37. ábra). Emellett arra is érdemes felhívni a figyelmet, hogy bár Magyarországon az osztalékfizetés aránya régiós szinten magasnak számított, a fejlettebb országokban még ennél is nagyobb mértékű osztalékfizetés volt jellemző.

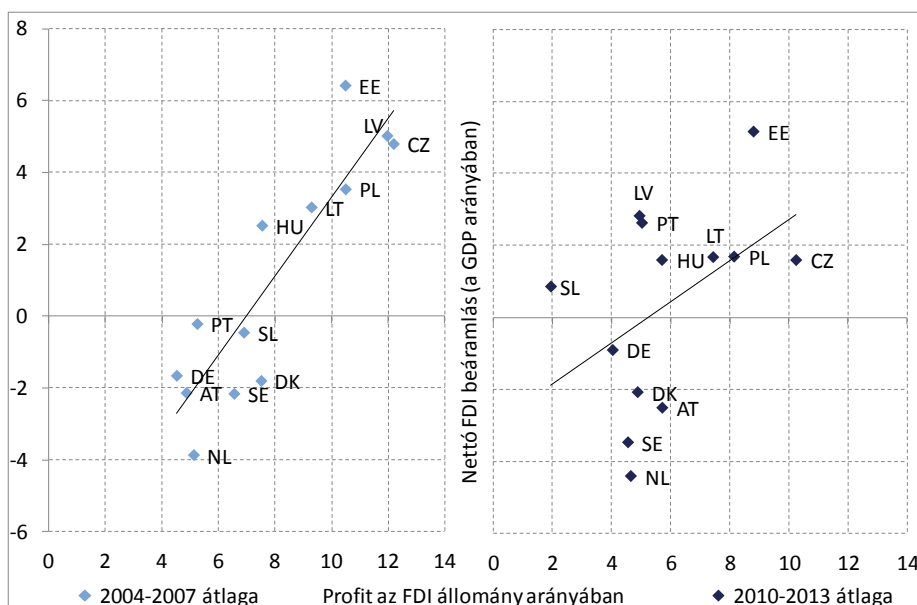
37. ábra: A közvetlentőke-befektetések profitrátája és osztalékfizetése (2010–2013 átlaga)



Forrás: Eurostat

Nemzetközi összevetésben, a válságot megelőző és az azt követő években is elmondható, hogy ott nagyobb a közvetlentőke-befektetések nettó beáramlása ahol a megtérülés magasabb – ugyanakkor a forrásbeáramlás mértéke a válságban mérséklődött. A nemzetközi adatok a válságot megelőző és az azt követő években is azt mutatják, hogy a közvetlentőke-befektetések beáramlása azon országokban nagyobb – vagyis a külföldi befektetők azokban az országokban fektetnek be inkább –, ahol a befektetések magasabb megtérüléssel rendelkeznek. Ebben ugyanakkor az újrabefektetett jövedelmeknek is érdemi szerepe lehet. Érdemes azt is hangsúlyozni, hogy habár a válság nem változtatott az összefüggés irányán, a forrásbeáramlás mértéke azonban csökkent. Ez azt is jelenti, hogy a közvetlentőke-források beáramlása a válság után (a korábbi évekhez képest), hasonló mértékű megtérülés mellett mérséklődött.

38. ábra: A közvetlentőke-források beáramlásának mértéke (a GDP arányában) és a közvetlentőke-befektetések megtérülése



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 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

2015. szeptember

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

