

## Nagy Márton - Kóczián Balázs – Koroknai Péter

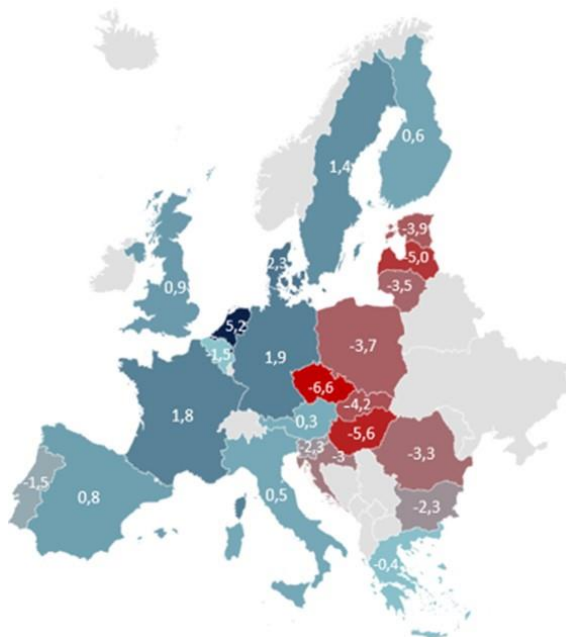
### A negatív profitegyenleg eltűntetése

A profitegyenleg hiánya meghatározó szerepet tölt be a hazai GDP és GNI közötti különbségben. Szakmai cikkünkben megvizsgáljuk, hogy mekkora a profitegyenleg hiánya, milyen tényezőkből fakad, és hogy kiegyenlítésének mekkora tőkeszükséglete van. Ezt követően sorra vesszük, hogy a nem pénzügyi vállalatok forrásainak növekedése mennyi forrást biztosíthat a profitegyenleg kiegyenlítéséhez, és hogy ezen források bővülése hogyan hatna a szektor forrásszerkezetére. Végül rávilágítunk arra is, hogy a profitegyenleg kiegyenlítésének elengedhetetlen feltétele a gazdasági felzárkózás fennmaradása is.

#### A profitegyenleg kettéválasztja Európát

A hazai szektorok rendelkezésére álló jövedelemének (GNI) értéke tartósan elmarad a GDP-től, aminek hátterében – a külső adósság csökkenésével párhuzamosan jelentősen mérséklődő kamatkiadás miatt – elsősorban a profitegyenleg hiánya áll. Ez azt jelenti, hogy a külföldi vállalatok által Magyarországon megtermelt jövedelem meghaladja a hazai tulajdonú, külföldön működő vállalatok jövedelmét. A különbség mértéke 2018-ban 7,5 milliárd euro, a GDP 5,6 százaléka volt. A profitegyenleg hiánya nem csak Magyarországra jellemző: az EU országait áttekintve elmondható, hogy az EU-hoz 2004 után csatlakozott országokban a mutató jellemzően hiányt, míg a régebbi tagországokban általában többletet mutat. A profitegyenleg hiánya (és a GNI GDP-nél kisebb értéke) azt is jelenti, hogy a hazai termelésből származó jövedelem részben nem hazai jövedelemtulajdonosokhoz kerül.

1. ábra: A profitegyenleg értéke Európa országaiban (2018, GDP arányos mutatók)



Forrás: IMF, saját számítás

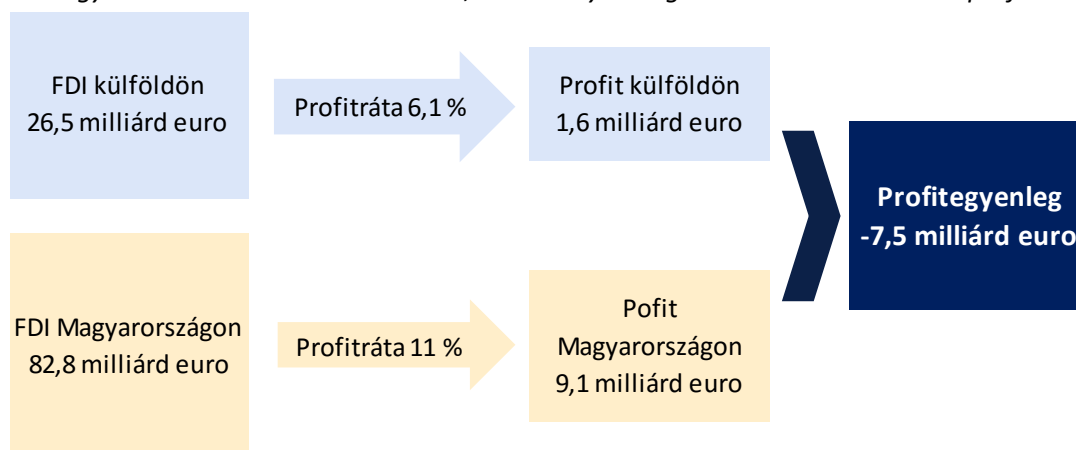
A profitegyenleg alakulása közvetett módon részben az adott gazdaságok megtakarításának nagyságára, illetve a felhalmozott tőke állományára és a tőke megtérülési rátájára vezethető vissza. Egyrészt a magasabb jövedelem magasabb megtakarítási rátát és nagyobb felhalmozott vagyont tesz lehetővé, ami a hazai beruházási lehetőségek finanszírozásán túl külföldi befektetések forrásául is szolgálhat. Másrészt csökkenő határhasznok feltételezése mellett a magasabb tőkeállománnyal rendelkező országokban a beruházások

meztérülése és azon keresztül a megtakarításokon elérhető hozamok relatíve alacsonyabbak, mint egy felzárkózó, fejlődő gazdaságban, aminek hatására a fejlett országok megtakarításai magasabb megtérülési rátát keresve az unióhoz később csatlakozott országokba áramolhattak. Ezekben az országokban az alacsonyabb tőkeállomány viszonylag magasabb profitrátát eredményezhet, így a fejlett országok befektetői számára kedvező befektetési célt jelenthetnek. Ez ugyanakkor azt is jelenti, hogy a gazdasági felzárkózással és magas belső megtakarítással összhangban a jelenleg hiányt mutató országokban is nőhet a tőkeállomány, ami a külföldi kifizetések növekedését, és így a profitegyenleg emelkedését, és végső soron a GNI és GDP közötti rés záródását eredményezi majd.

### A profitegyenleg két lábon áll

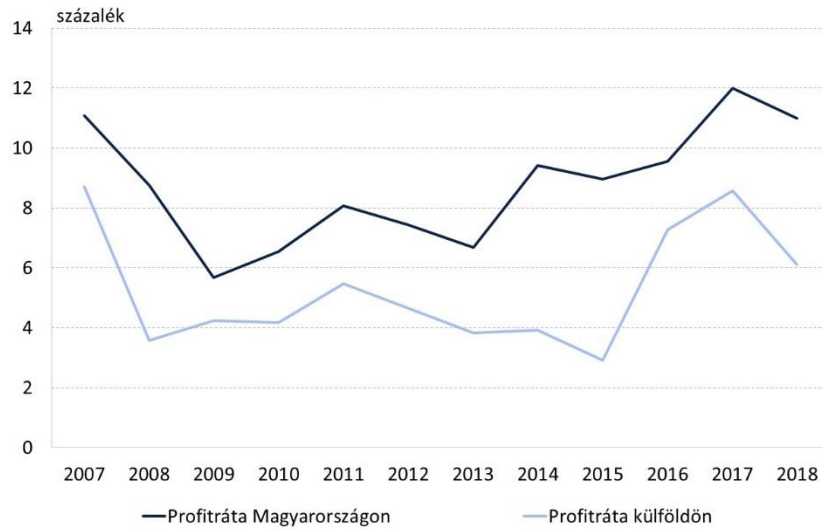
A profitegyenleg értékét a Magyarországon működő külföldi és a külföldön működő hazai vállalatok nyereségének értéke határozza meg – attól függetlenül, hogy a nyereséget kifizették-e osztalékként vagy visszaforgatták az adott vállalatba. A fizetési mérleghez kapcsolódó állományi adatok alapján a nyereség értéke mellett a befektetett tőke nagyságáról is képet kaphatunk. Ezek szerint a Magyarországon működő külföldi vállalatok tőkeállománya mintegy 56 milliárd euróval haladta meg 2018-ban a külföldön működő hazai vállalatokét, így a befektetések állománya meghatározó volt a profitegyenleg hiányára vonatkozóan.

2. ábra: A magyar közvetlentőke-részesedések, az elért nyereség és az ezekből számított profitráták (2018)



A profitegyenleg hiányát az is növeli, hogy a Magyarországon működő külföldi vállalatok jövedelmezősége jelentősen meghaladja a más országokban tevékenykedő hazai tulajdonú vállalatokét. Ennek hátterében vélhetően a hatékonyabb, multinacionális vállalatok állhatnak, akik Magyarországon – a hazai kifizetések megtérüléséhez képest – magas jövedelmezőséget érnek el. Ezzel szemben – nemzetközi összevetésben – még a külföldön terjeszkedő hazai vállalatok is „apró halnak” tűnhetnek az olyan cégóriásokhoz képest, mint például az Alphabet, az Apple vagy mint a General Electric. Ennek is szerepe lehet abban, hogy ezen vállalatok valószínűleg alacsonyabb hatékonysággal és kisebb megtérüléssel képesek csak működni. Ennek eredményeképpen a megtérülésekben korábban említett különbség hosszabb időszakra visszatekintve is fennáll.

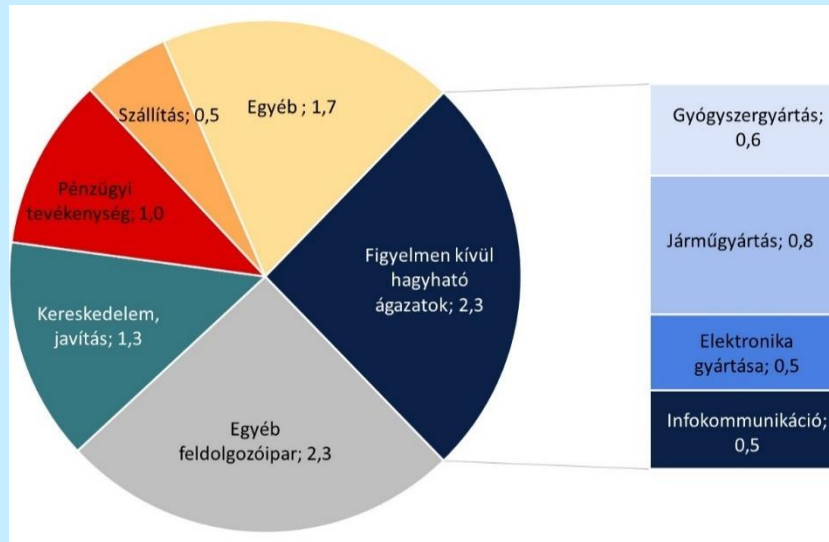
3. ábra: A közvetlentőke-részesedéseken elért profitráták alakulása Magyarországon



*Keretes írás: Mekkora profitegyenleg releváns gazdasági szempontból*

A teljes profitegyenleg hiányának egy részét felzárkózási szempontok alapján nem célszerű kiegyenlíteni: a hiány egy része ugyanis olyan vállalatokhoz és ágazatokhoz kötődik, melyeknek kifejezetten magas az export-árbevétele (vagyis végső soron nem a hazai szektorok elől vonnak el jövedelmet), jelentős K+F kiadásokkal rendelkeznek, vagy várhatóan a jövő növekedésében játszanak majd kiemelt szerepet. Ide sorolható ágazatok lehetnek például a gyógyszeripar, a járműgyártás, az elektronikai termékek gyártása és a telekommunikációs ágazatok – ezek nyeresége Magyarországon 2018-ban mintegy 2,3 milliárd eurót tett ki.

4. ábra: A magyarországi közvetlentőke-részesedés jövedelmének felbontása főbb ágazatok szerint (2018)



Ezen felül némely (nem pénzügyi) vállalat nyeresége csak látszólag rontja a profitegyenleget. Lehetnek ugyanis olyan vállalatok Magyarországon, akiknek megtermelt nyeresége túlnyomó részben külföldi kamatbevételekből fakad. Ezen vállalatok nyeresége rontja a profitegyenleg hiányát, mivel bevételi oldalon nem vállalati részesedésen elért nyereséggént, hanem kamatbevételeként kerülnek elszámolásra, így a kamat-egyenleget javítják. A releváns profitegyenleg meghatározásához ezen vállalatok nyereségével is érdemes mérni a profitegyenleg hiányát.

A profitegyenleget a felzárkózás szempontjából fontos ágazatokkal és a jövedelemegyenleget ténylegesen nem befolyásoló vállalatokkal korrigálva mintegy 5 milliárd eurós hiány adódik 2018-ra.

### ***Mennyi forrás szükséges a hiány kiegyenlítéshez***

A profitegyenleg kiegyenlítését többféle elméleti pálya mentén is megközelíthetjük. Egyrészt a profitegyenleg kiegyenlítése elérhető tisztán a hazai kifizetések növekedésével, és az azok által termelt jövedelemmel. A 2018-as, 6,1 százalékos megtérülési rátát feltételezve a profitegyenleg hiányának kiegyenlítéséhez a kifizetések mintegy 80 milliárd eurós növekedésére lenne szükség. Ezt az összeget valamelyest mérsékelheti, ha az állam vagy hazai befektetők külföldi tulajdonú vállalatokban szereznek részesedést (mint ahogy pl. az E.On vagy Budapest Bank múltbeli megvásárlása is mérsékelte a profitegyenleg hiányát).

Másrészt elképzelhető olyan elméleti stratégia is, ami a hazai tulajdonú külföldi befektetések és a Magyarországon lévő vállalati befektetések megtérülési rátájának kiegyenlítését célozza. A külföldi megtérülések emelkedését támogathatja a jövőben az egyre fejlettebb vállalati szereplők, nemzeti bajnokok megjelenése, akik külföldön is az eddigi átlagnál magasabb megtérülést érhetnek el. Ha a megtérülési ráták a hazai kifizetések és a külföldi befektetések elmúlt három évének átlagos megtérülési rátáján (mintegy 9 százalékon) egyenlítődnének ki, az azt is jelentené, hogy a profitegyenleg korábban említett, reálgazdaságilag releváns hiánya is alacsonyabb lehet, aminek ellensúlyozásához 30 milliárd euróra lenne szükség.

### ***A hiány kiegyenlítésének finanszírozása***

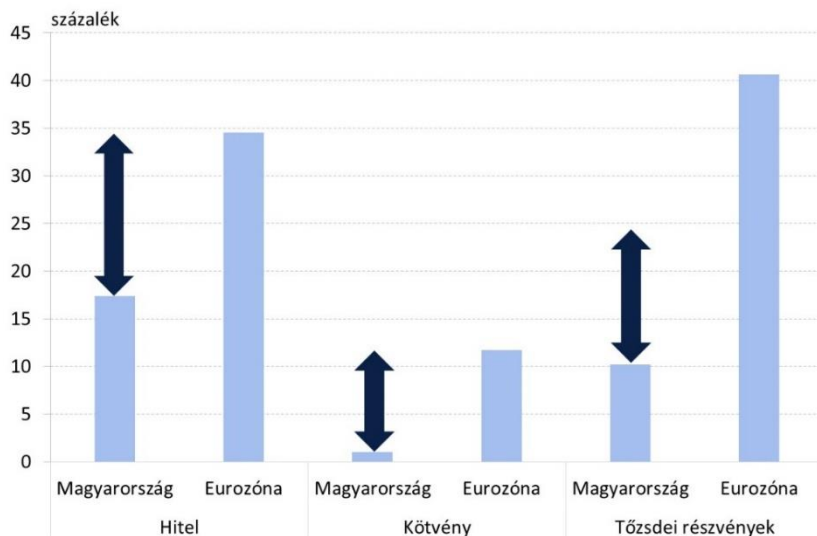
A nem pénzügyi vállalati szektor forrásait tekintve több mutatóban láthatunk lemaradást az Eurozónához képest. Ezen különbségek ledolgozására számítva a következő 20 évben, a kifizetési programhoz szükséges források jelentős része rendelkezésre állhat.

A nem pénzügyi vállalatok belföldi hitelállománya Magyarországon a GDP arányában 17 százalékon állt 2018 végén, míg ennek értéke az eurozónában közel 35 százalék volt. Feltételezve, hogy a hitelpiacon felzárkózunk az eurozóna átlagához, úgy a vállalatok új hitele — a 2018-as GDP-t figyelembe véve — mintegy 25 milliárd euro forrást jelenthet a vállalatok számára.

A hitelek mellett a vállalati kötvények állománya is érdemben elmarad még az eurozóna átlagához képest. A hazai állomány a GDP mindössze 1 százalékát tette ki 2018 végén, míg ugyanennek állománya az eurozóna átlagában 12 százalék volt. Így ha a kötvénypiac felzárkózna az eurozóna átlagához, az a vállalatok számára rendelkezésre álló forrásokat mintegy 15 milliárd euróval növelheti.

Az adósság jellegű források mellett a részesedések bővülésében is jelentős tér állhat rendelkezésre a hazai nem pénzügyi vállalatoknál. A tőzsdei részvényforrások állománya az eurozóna átlagában az Eurostat adatai szerint mintegy négyszeresét teszi ki a hazai állománynak. Feltételezve, hogy a tőkepiacok fejlődése a következő két évtizedben lehetővé teszi, hogy a vállalatok ledolgozzák a különbség felét, úgy a részvényforrások további közel 20 milliárd euróval növelhetik a vállalatok számára rendelkezésre álló forrásokat. Ezt kiegészítheti az is, hogy a magasabb tőkeállománnyal összhangban nagyobb profitból a vállalati jövedelmek tulajdonosai a következő 2 évtizedben tovább 5-10 milliárd eurót újrabefektethetnek, ami szintén a vállalatok rendelkezésére állhat, a kifizetések finanszírozásában.

5. ábra: A nem pénzügyi vállalatok egyes forrásainak kívánatos növekedése (2018, GDP arányos mutatók)



Forrás: Eurostat, EKB, nemzeti jegybankok

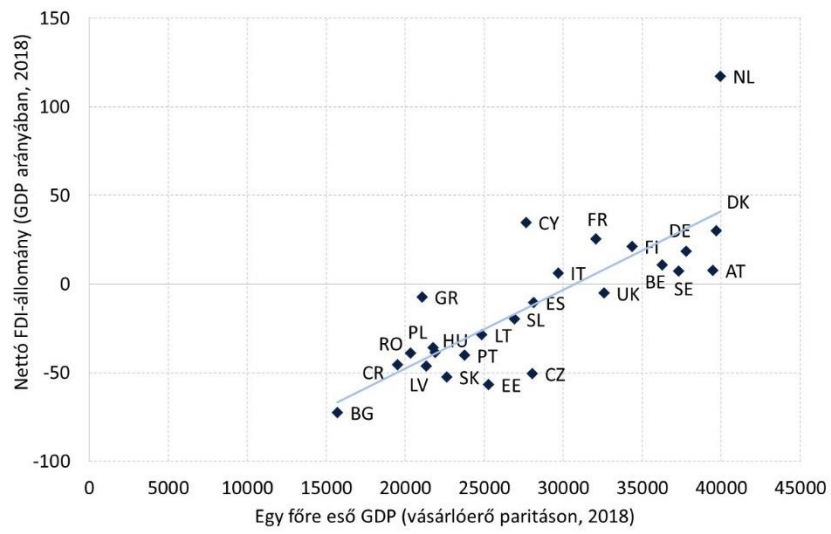
Ezek alapján a nem pénzügyi vállalatok számára a következő 20 évben mintegy 65-70 milliárd euro forrás állhat rendelkezésre, ami a megvalósuló kifizetési stratégia függvényében elégséges lehet a célzandó profitegyenleg kiegyenlítésére.

A nem pénzügyi vállalatokra vonatkozó 2018-as adatok alapján a hazai szektor idegen forrásainak saját tőkéhez viszonyított aránya viszonylag alacsony az Európai Unió országaihoz viszonyítva. A források eddig felsorolt emelkedése részben az idegen források emelkedésével is járnának, de a részvényforrások bővülése a saját tőke emelkedését eredményezné. Ennek eredményeképpen a fent felsorolt forrásbővülések megvalósulása esetén a nem pénzügyi vállalatok idegen forrásainak aránya enyhén emelkedne a saját tőkéhez viszonyítva, de az Európai Unió országok átlagától továbbra is elmaradna.

### Konklúzió

Összességében elmondható, hogy a profitegyenleg kiegyenlítéséhez fontos, hogy folytatódjon a tőke- és hitelpiacok fejlesztése. Emellett ugyanakkor szükség van arra is, hogy növekedési többletünk fennmaradásával folytatódjon a gazdasági felzárkózás a nyugat-európai országokhoz képest. Ennek hátterében az is áll — mint ahogy arra korábban utaltunk — hogy a gazdasági felzárkózáshoz kapcsolódóan emelkedő tőkeállomány Magyarországon is ahhoz vezetne, hogy az újabb befektetések megtérülése fokozatosan mérséklődne. Így a tőkeállomány fejlett országokhoz való felzárkózásával összhangban a hazai beruházók/megtakarítók is egyre nagyobb mértékben fordulnának külföldi, potenciálisan magasabb megtérülésű beruházások megvalósítása felé, amiknek jövedelme a profitegyenleg hiányát mérsékelheti. Ezt jelezheti a nettó FDI tartozásokat és az egy főre eső GDP-t összehasonlító ábra is, ami alapján részben a gazdasági felzárkózás természetes velejárója a kifizetések növekedése, és így a profitegyenleg javulása. Ezt a folyamatot célzott intézkedésekkel támogathatja a gazdaságpolitika is, így meggyorsítva a folyamatot. Évente 2-3 százalékos növekedési többlet fennmaradását feltételezve egy főre eső vásárlóerő-paritáson számolt hazai GDP-nk mintegy 10 év alatt érheti el az Európai Unió átlag 90 százalékát. Ennek megvalósulása esetén a felzárkózás szempontjából releváns profitegyenleg kiegyenlítése — annak forrásigényét is figyelembe véve — mintegy 20 éves horizonton lehet reális.

6. ábra: A nettó közvetlentőke-kifektetések állománya és a gazdasági fejlettség közötti kapcsolat



Forrás: Eurostat, saját számítás

„Szerkesztett formában megjelent a portfolio.hu oldalon 2020. február 17-én.”