



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2018
OKTÓBER

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2018
OKTÓBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8693 (nyomtatott)

ISSN 2064-874X (on-line)

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

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

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

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

A jelentés a 2018. szeptember 20-áig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

Összefoglaló

A 2018 második negyedévi folyamatok a **külső sérülékenység további csökkenését** jelzik. Az erős belső kereslet mellett a **külső finanszírozási képesség a GDP 4, a folyó fizetési mérleg aktívuma 2,5 százalékot tett ki. Hazánk ezen mutatói régiós összevetésben továbbra is kiemelkedők.** A jelentős mértékű külső finanszírozási képességgel összefüggésben a **nettó külső adósság historikusan alacsony szintre, a GDP 10 százaléka alá mérséklődött.**

A reálgazdasági megközelítés szerint **az áru- és szolgáltatásegyenleg többlete a GDP 7 százaléka körül alakult.** A korábbiaknál némileg mérsékeltebb többlet főként az áru egyenleghez köthető, miközben a szolgáltatásegyenleg kismértékben javult. Az áru egyenleg alakulása mögött elsősorban az importintenzív beruházások bővülése és a lakossági fogyasztás élénkülése, kisebb részben a cserearány romlása áll. Emellett a **transzferegyenleg többlete is enyhén csökkent,** amely az EU-transzferek visszafogott felhasználásához volt köthető. A munkavállalói jövedelmek és a kamatkidadások hasonló mértékben, de ellentétes irányban hatottak a **jövedelemegyenleg hiányára, ami így stabilan alakult.**

A **gazdaság finanszírozási képessége a finanszírozási oldal alapján is mérséklődött, ami döntően a külső adósság folytatódó csökkenéséhez kötődött,** miközben a tranzakciókból eredően az FDI-források – a korábbi évek azonos időszakában jellemző jelentős csökkenéssel szemben – nem változtak érdemben. **A nettó külső adósság csökkenése az államhoz kötődött,** amelyet részben ellensúlyozott a vállalatok és bankok nettó külső adósságának enyhe emelkedése. Az államháztartás nettó adósság pozíciójának folytatódó javulásában a külföldi követelések – bővülő devizatartalékhoz és EU-forrás felhasználáshoz kötődő – emelkedése és a külföldiek forint állampapír-állományának csökkenése egyaránt szerepet játszott.

A **nettó külső adósság historikus mélypontjára, a GDP 10 százaléka alá csökkent, ami az ország külső sérülékenységének további csökkenését jelzi.** A mutató süllyedését az adósság törlesztése mellett az állományok – hozamemelkedéshez köthető – ártértékelődése és a nominális GDP bővülése is támogatta. **A gazdaság bruttó külső adóssága a GDP 60,3 százaléka volt.** A **devizatartalék a rövid külső adósságnál gyorsabban bővült, így a tartalék a korábbinál nagyobb mértékben haladja meg a befektetők által elvárt, biztonságosnak tartott szintet.**

A **szektorok megtakarítása szerint a külső finanszírozási képesség enyhe mérséklődése** azzal magyarázható, hogy a háztartások finanszírozási képességének emelkedését meghaladta az állam és a vállalatok finanszírozási igényének bővülése. Az **államháztartás finanszírozási igénye az előző negyedévhez képest enyhén emelkedett,** azonban továbbra is visszafogott. A **lakosság emelkedő nettó pénzügyi megtakarítása** úgy alakult ki, hogy a nettó hitelfelvétel növekedését meghaladta a pénzügyi eszközfelhalmozás emelkedése. Az időszakban a likvid befektetési eszközök mellett tovább **nőtt a háztartások állampapír-állománya,** amelyen belül a hosszú lejáratú papírok részarányának növekedése a megújítási kockázat csökkenése, és így a **gazdaság külső sérülékenységének mérséklődése felé hat.**

Kiemelt témánkban ismertetjük, hogy – a becsléseket felváltó tényadatok alapján – 2017 során is bővült a külföldi tulajdonú vállalatok eredménye. A **vállalati nyereség emelkedésében** a gyorsuló exportdinamika és a társasági adó mérséklődése mellett egyedi vállalati hatások is szerepet játszhattak. A külföldi vállalatok **a megtermelt jövedelmük közel kétharmadát újra Magyarországon fektették be,** miközben a külföldre fizetett osztalék aránya tovább mérséklődött, ami historikusan magas újrabefektetési rátát eredményezett. A jövedelemegyenleg hiányát ugyanakkor csökkentette, hogy **a rezidensek tulajdonában lévő külföldön működő vállalatok nyeresége – az előző évet követően – ismét emelkedett.** A régiós összehasonlítást tekintve az elmúlt évek folyamatos emelkedésének köszönhetően **a Magyarországon megfigyelt befektetett tőke arányos nyereséghányad már meghaladja a szlovák és lengyel szintet,** miközben továbbra is hazánkban a legkisebb a jövedelemarányos osztalékfizetés. A külföldi vállalatok nyereségemelésének ellenére a magyar GNI-GDP-rés viszonylag alacsony.

Tartalom

1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg	9
1.2. Jövedelemegyenleg	12
1.3. Transzferegyenleg.....	12
1.4. Régiós kitekintés.....	13
2. Finanszírozási megközelítés	14
2.1. Nem adósság jellegű források	15
2.2. Adósságjellegű források	16
3. Állományi mutatók alakulása.....	19
3.1. A nettó és bruttó külső adósság alakulása	19
3.2. A rövid külső adósság alakulása	21
3.3. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása	22
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés.....	23
5. A külföldi tulajdonú vállalatok nyeresége	25
5.1. Bevezetés	25
5.2. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelme a fizetési mérlegben.....	25
5.3. A bankok és nem pénzügyi vállalatok jövedelmezőségének összehasonlítása	26
5.4. Mi áll a vállalati nyereség alakulásának hátterében?	27
5.5. A külföldi tulajdonú vállalatok adózott eredménye	30
5.6. A közvetlentőke-befektetés állomány alakulása	31
5.7. Nemzetközi összehasonlítás	32

Keretes írások jegyzéke

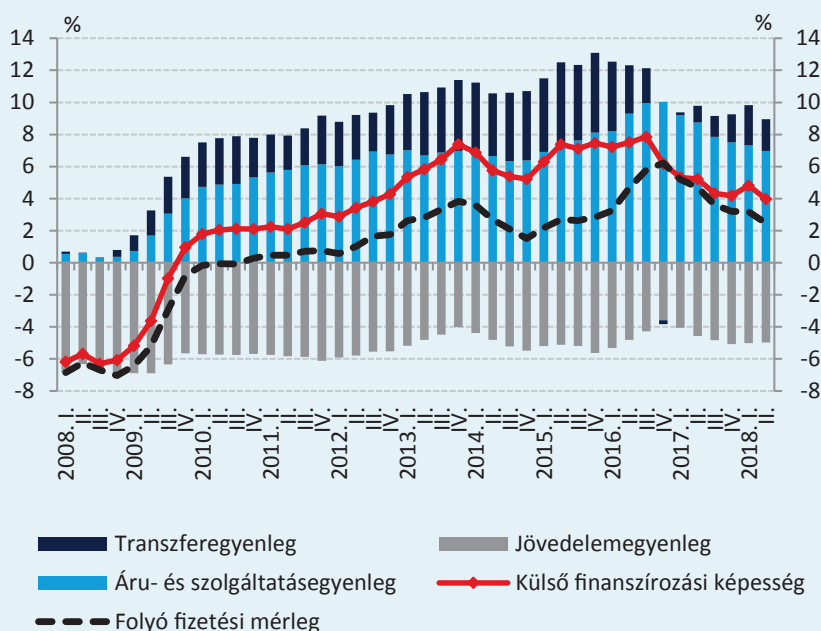
1. keretes írás: Revízió a fizetési mérlegben	7
---	---

1. Reálgazdasági megközelítés

2018 második negyedében a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége a reálgazdasági megközelítés alapján a GDP 4,0 százalékát, a folyó fizetési mérleg többlete a GDP 2,5 százalékát tette ki. A külső egyensúlyi mutatók alakulásában elsősorban az áru- és szolgáltatás egyenleg játszott szerepet, aminek háttérében az élénk lakossági fogyasztás és a bővülő beruházások húzódtak meg. Az EU-transzferek visszafogott felhasználása mellett a negyedév során kismértékben csökkent a transzferegyenleg többlete. A jövedelem egyenleg hiánya az első negyedévhez képest nem változott jelentősen, továbbra is a GDP 5 százalékát tette ki.

2018 második negyedében Magyarország a reálgazdasági megközelítés szerinti négy negyedéves külső finanszírozási képessége a GDP 4,0 százalékát, míg a folyó fizetési mérleg többlete a GDP 2,5 százalékát tette ki (1. ábra). A szezonálisan igazított adatok szerint a második negyedévben a külső finanszírozási képesség 1,2 milliárd eurót tett ki, ami a folyó fizetési mérleg 800 millió eurós és a tőke mérleg 400 millió eurós többlete mellett valósult meg. A külső finanszírozási képesség alakulásában a második negyedévben a külkereskedelmi többlet mérséklődése és az alacsonyabb transzferegyenleg is szerepet játszott, miközben a jövedelem egyenleg hiánya nem változott érdemben.

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



* Jövedelem egyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem.
 Transzferegyenleg: tőke mérleg, egyéb elsődleges és másodlagos jövedelem.
 A külön nem jelölt ábrák forrása az MNB.

1. keretes írás: Revízió a fizetési mérlegben

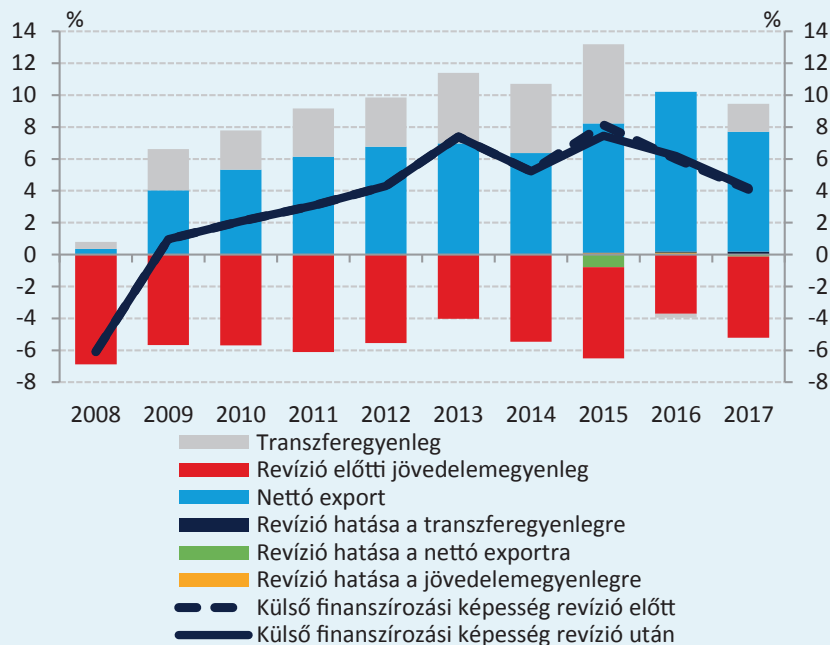
A fizetési mérleg adatközlésében visszamenőlegesen módosultak a fizetésimérleg-adatok, ami a 2015-ös finanszírozási képességet a korábban közölt adatokhoz képest a GDP 0,8 százalékával mérsékelte, míg a 2016-17-es évet nem befolyásolta érdemben (2. ábra). Számos a fizetési mérlegben szereplő adat a szeptemberi adatközlésig előzetes adatnak tekinthető: többek között a külföldi tulajdonú vállalatok nyereségére vonatkozóan is a szeptemberi adatközléskor ismerhetjük meg a végleges éves számokat. Vagyis a 2017-es jövedelmi adatok a jelenlegi, 2018. szeptember 20-i fizetésimérleg-publikációval a revízió keretében jelentek meg először. Ezen kívül az áru- és szolgáltatás egyenleg, a transzferegyenleg, valamint kisebb mértékben a külföldön átmenetileg dolgozók jövedelmeinek egyenlege is megváltoztak. Ezek a változások ugyanakkor az elmúlt évek külső egyensúlyi folyamatairól alkotott képünket nem változtatták meg érdemben. A legfontosabb változások az alábbiak:

– Az áru- és szolgáltatásegyleg többlete 2015-ben nagyobb mértékben mérséklődött a nemzeti számlához kapcsolódó forrás és felhasználás táblák integrációjához kötődően, ami a finanszírozási képességben is tükröződött. Az adat 2017-es, valamint 2018. első negyedévi elmozdulása szintén a KSH nemzeti számla statisztikájával összhangban történt.

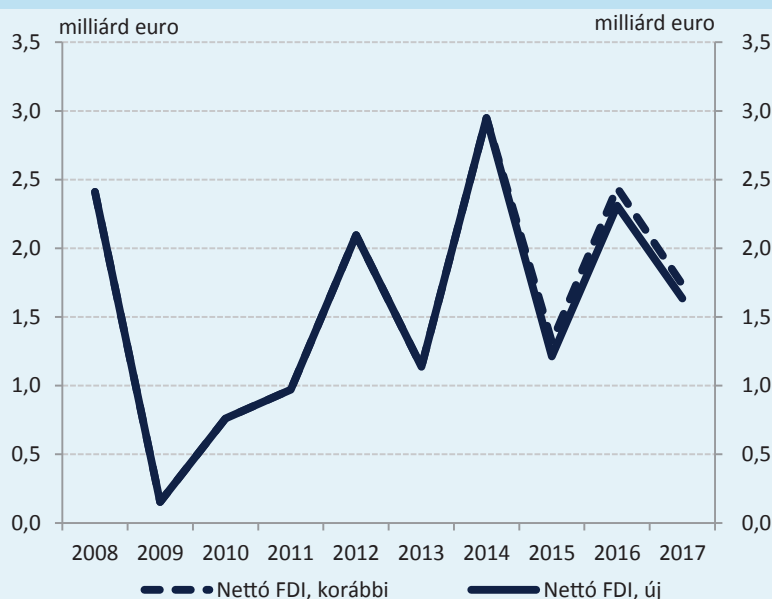
– A vállalati nyereségről beérkező kérdőíves tényadatok alapján a külföldi tulajdonú vállalatok jövedelemegyenlege 2017 során mintegy 20 millió euróval volt alacsonyabb, mint a korábbi becslés. Ez az eltérés ugyanakkor a bruttó száraz vártnál nagyobb emelkedése mellett alakult ki.

Összességében a külső finanszírozási képesség a reálgazdasági tranzakciók alapján az előzetesen közölt adatokhoz képest 2015 során a GDP 0,6 százalékaival mérséklődött, míg 2016-2017 során nem változott érdemben. A felülről számított finanszírozási képesség 2015-ös mérséklődése a két megközelítés szerint számított finanszírozási képességek közötti különbséget — vagyis a tévedések és kihagyások egyenlegét — csökkentette. A 2018 első negyedévre vonatkozó adatokban az áru- és szolgáltatásegyleg többlete mérséklődött.

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



A fizetési mérleg revíziójának hatására a nettó FDI-beáramlás 2017-ben 100 millió euróval alacsonyabb lett az előzetes adatközléshez képest. A 2017-re vonatkozó közvetlentőke-befektetési adatok csak minimálisan változtak meg. A fizetési mérleg statisztikák szeptemberi revíziójakor a beérkező vállalati kérdőívek általában jelentősen módosítják a külföldi vállalatok nyereségére vonatkozó adatokat, és így a közvetlentőke-befektetések értékét. A 2017-es évet tekintve a közvetlentőke-befektetések egyenlegét ez az elmozdulás mindössze 20 millió euróval növelte. Ennek hatását azonban ellensúlyozta, hogy a szokásos revíziók keretében megváltozott a közvetlentőke-befektetéseken belüli részesedések egyenlege. Ez mintegy 130 millió euróval mérsékelte a beáramló FDI egyenlegét 2017-ben, így a nettó FDI-beáramlás mintegy 100 millió euróval mérséklődött az előző adatközléshez képest. Ezek eredményeként a közvetlentőke-befektetések nettó beáramlása 1,6 milliárd eurót, nagyjából az előző két év átlagának megfelelő nagyságot tett ki 2017-ben (3. ábra).

3. ábra: A revíziók hatása a nettó FDI-befektetésekre


2018 első negyedévének revíziói főként az adósságtételek tranzakcióit érintették, ami mérsékelte a fizetési mérleg hibáját. Az első negyedévben az adósság nettó kiáramlása 0,3 milliárd euróval bővült a revíziók hatására, amit a közvetlentőke-befektetések kisebb beáramlása is támogatott, így a nettó finanszírozási képesség alulról számítva 0,4 milliárd euróval haladta meg az előző adatközlésben szereplőt. Ezzel szemben a felülről számított finanszírozási képesség — főként az áru- és szolgáltatásegyenleg kisebb többletének köszönhetően — 0,2 milliárd euróval mérséklődött. Így összességében a fizetési mérleg két megközelítése szerinti finanszírozási képesség közötti különbség az év első negyedévében 0,6 milliárd euróval mérséklődött.

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

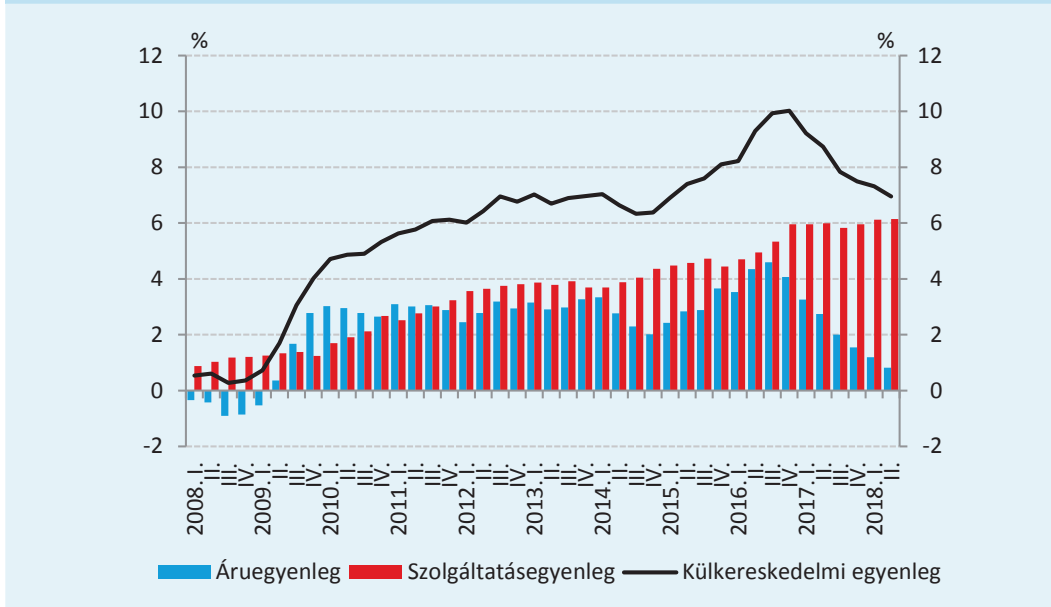
	2015	2016	2017	2018. I. n.év
I. Finanszírozási képesség változása a reálgazdasági megközelítésből (1+2+3)	-0,8	0,2	0,1	-0,2
1. Áru- és szolgáltatásegyenleg	-0,9	0,0	-0,2	-0,2
2. Jövedelemegyenleg	0,1	0,1	0,0	0,0
3. Transzferegnyenleg	0,0	0,1	0,2	0,1
Folyó fizetési mérleg	-0,8	0,2	0,1	-0,2
II. Finanszírozási képesség változása a finanszírozási oldalról (-5+...+8)	0,1	0,2	-0,1	0,4
5. Közvetlentőke-befektetés	0,1	0,1	0,1	0,2
6. Portfolió részvény	0,0	0,0	0,1	0,0
7. Pénzügyi derivatívák	0,0	0,0	0,0	0,0
8. Nettó adósság	0,0	0,0	-0,3	0,3
Tévedések és kihagyások egyenleg (I.-II.)	-0,9	0,0	0,2	-0,6

1.1. Külkereskedelmi egyenleg

A külkereskedelmi többlet a GDP 7 százalékát tette ki, ami az áru egyenleg többletének csökkenésével összefüggésben enyhe mérséklődést jelent (4. ábra). A külkereskedelmi többlet 2018 második negyedévében a GDP 7 százalékát tette ki. Az egyenleg mérséklődése az áru egyenleghez volt köthető, míg a szolgáltatásegyenleg kismértékben javult a második negyedévben. Az áru egyenleg csökkenését a korábbi negyedévekhez hasonlóan elsősorban az importintenzív beruházások

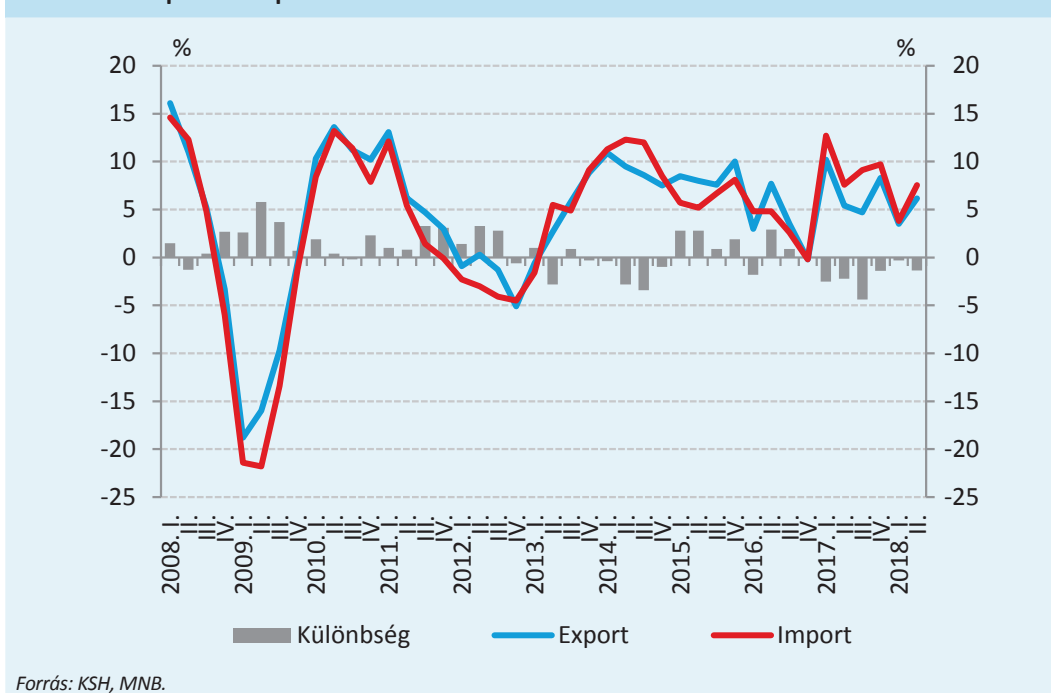
bővülése, a lakossági fogyasztás növekedése, illetve kismértékben a romló cserearány magyarázta. A szolgáltatásegyenleg többlete az előző negyedévhez hasonlóan a GDP 6,1 százalékát tette ki, aminek eredményeként az éves külkereskedelmi egyenlegen belül a szolgáltatások nettó exportjának részaránya megközelítette a 90 százalékot – miközben a teljes kivitelnek csak mintegy 20 százalékát adja a szolgáltatás-export. A magas szolgáltatásegyenleget a második negyedévben is támogatta a turizmus és a szállítási szolgáltatások tovább emelkedő többlete.

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



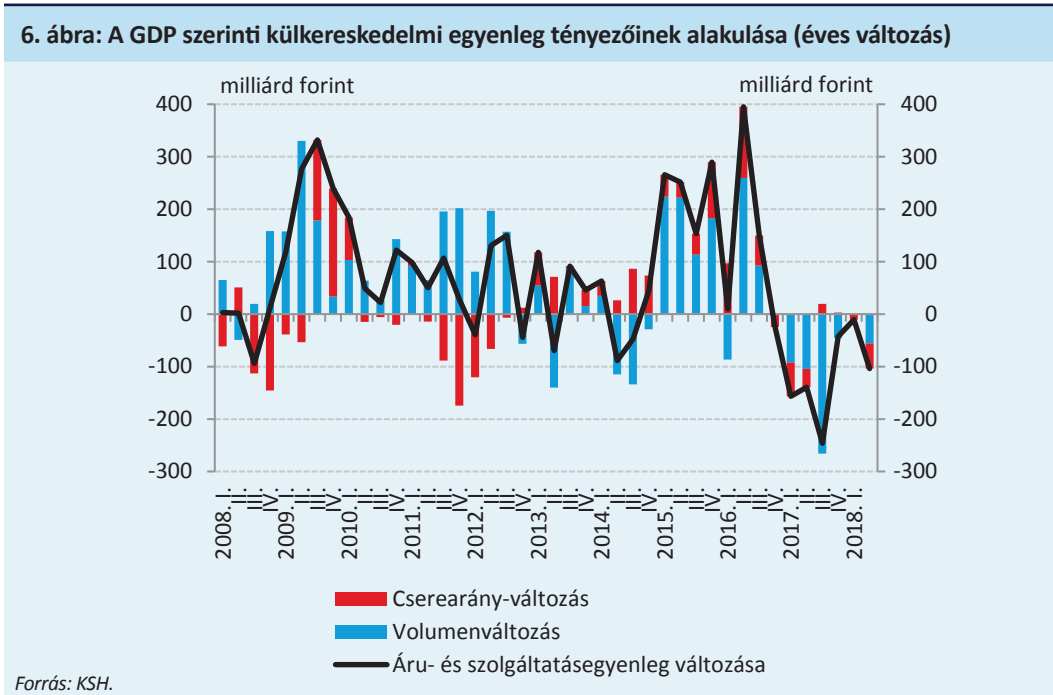
Az import éves reálnövekedése a korábbi időszakokhoz hasonlóan 2018 második negyedévében is meghaladta az export bővülését (5. ábra). Az emelkedő fogyasztás és a kapacitásbővítő beruházások növekedése következtében a behozatal éves reálnövekedése 7,5 százalékra emelkedett a vizsgált időszakban. Az exportnövekedés – az importhoz hasonlóan – gyorsult a második negyedévben, ugyanakkor ennek mértéke elmaradt a behozatalétól, így a nettó export kismértékben csökkent. Az exportdinamika növekedésében szerepet játszhatott a szolgáltatás-szektor tovább javuló teljesítménye mellett a vegy- és fémipari termelés dinamikus emelkedése, valamint a készletből történő értékesítés is.

5. ábra: Az export és import éves reálnövekedése

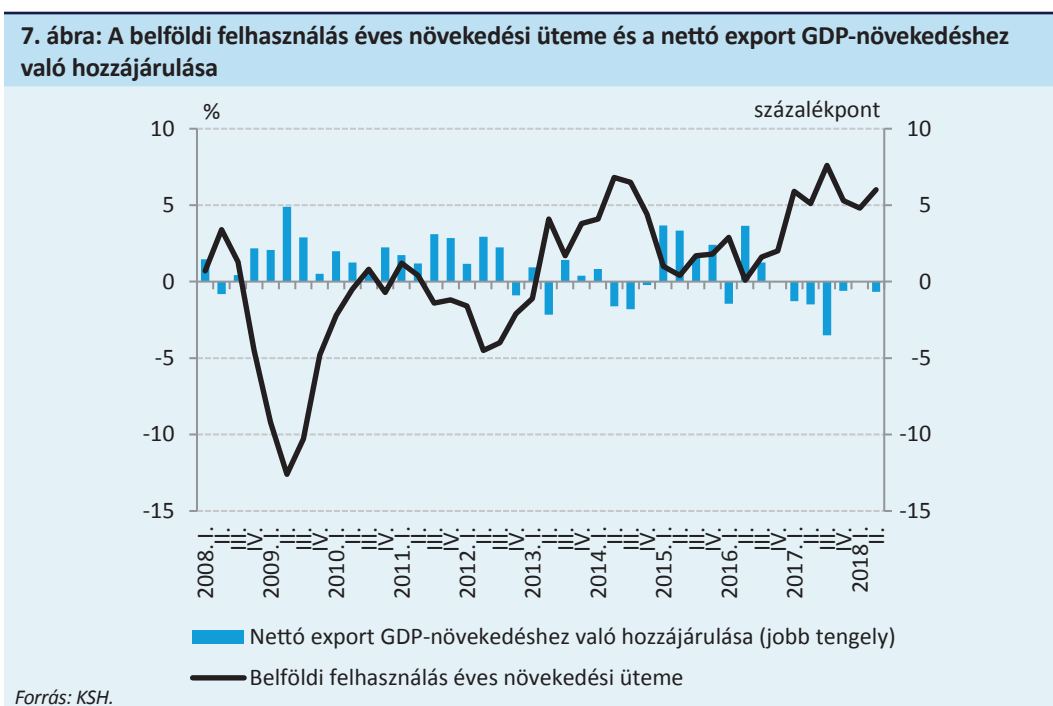


Forrás: KSH, MNB.

A külkereskedelmi többlet második negyedévi mérséklődésében a volumenváltozás mellett a cserearány-változás is szerepet játszott (6. ábra). 2017 előtt a visszafogott nyersanyagárak miatt Magyarország cserearánya jelentősen javult, ugyanakkor az elmúlt másfél évben az emelkedő olajárak következtében a cserearány többnyire rontotta a külkereskedelmi egyenleget. Az emelkedő olajár hatását az év elején még nagyjából ellensúlyozta az egyéb exporttermékek árának kedvező alakulása. A második negyedévben az áru- és szolgáltatásegyenleg 100 milliárd forintot meghaladó éves mérséklődése a volumenváltozás és a cserearány-hatás hasonló mértékű csökkenése mellett alakult ki.

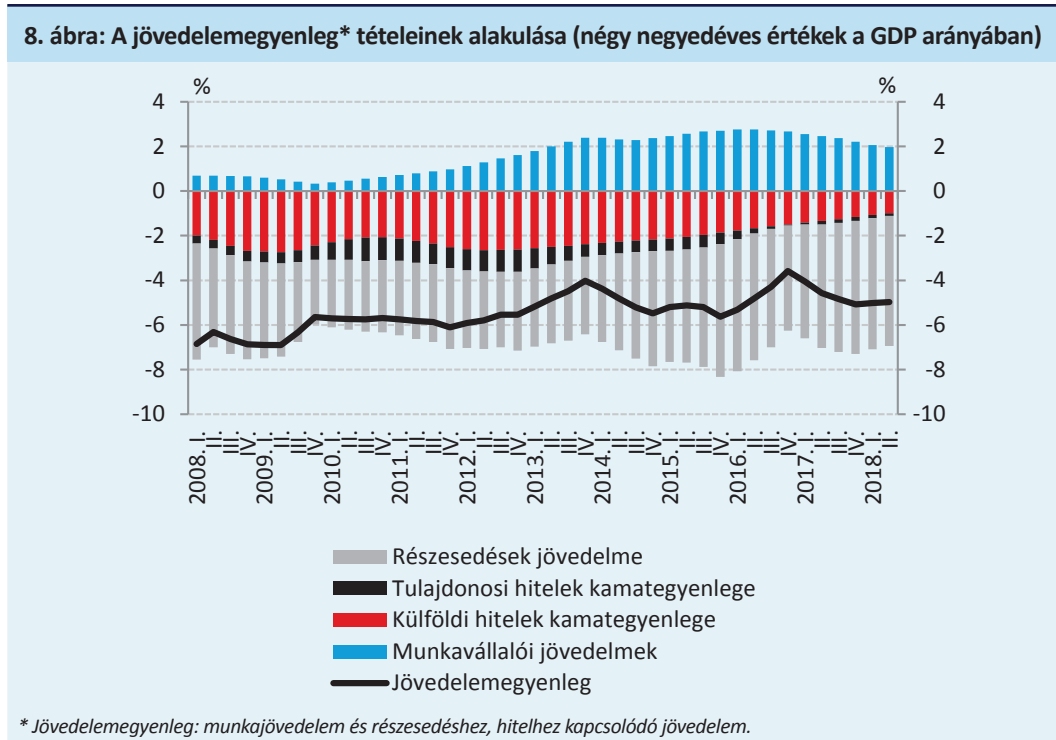


A belföldi felhasználás éves növekedési üteme az előző negyedévekkel szemben újból emelkedett, miközben a nettó export növekedési hozzájárulása negatívvá vált (7. ábra). A második negyedévben a gazdasági növekedés forrása teljes mértékben a háztartások élénk fogyasztása, valamint a bruttó állóeszköz-felhalmozása volt. A fogyasztási kiadások bővülésében jelentős szerepe volt a tartós és féltartós termékek vásárlásának, ami tükröződött az áruegyenleg mérséklődésében is. Mivel az export növekedése elmaradt az importétól a második negyedévben, a nettó export összességében negatívan járult hozzá a GDP-növekedéshez.



1.2. Jövedelemegyenleg

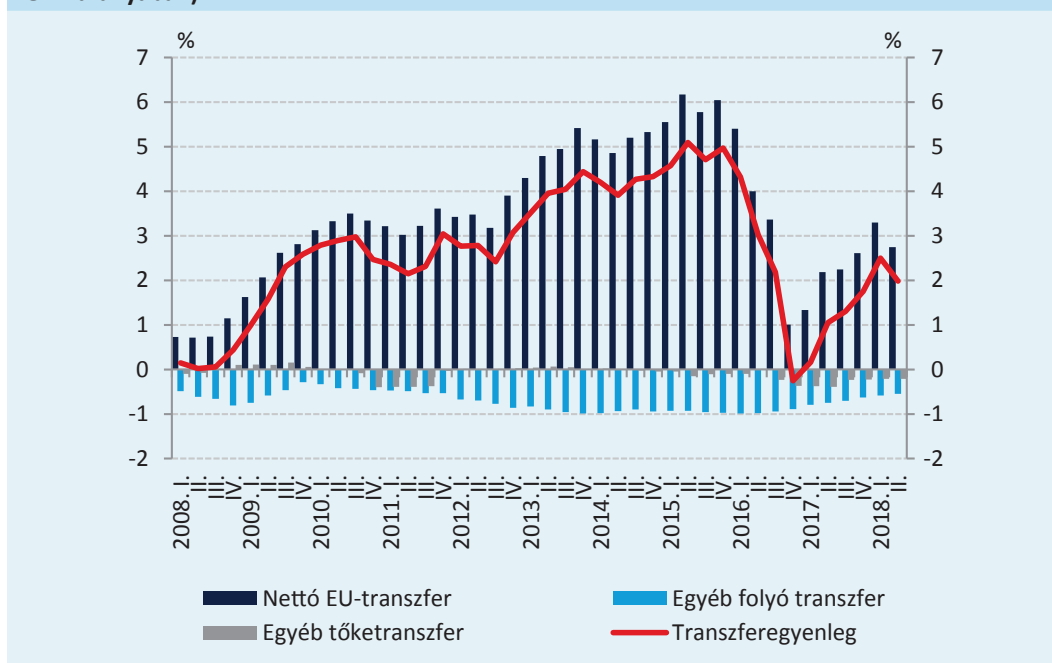
A jövedelemegyenleg hiánya stabilan alakult 2018 második negyedévében, ami a munkavállalói jövedelmek és a kamatkifizetések hasonló mértékű, de ellentétes irányú mérséklődése mellett alakult ki (8. ábra). A második negyedévben – az előző negyedévvel megegyezően – nem változott érdemben a jövedelemegyenleg hiánya. A munkavállalói jövedelmek korábbi időszakokban tapasztalt mérséklődése a második negyedévben is folytatódott, ugyanakkor ennek hatását kompenzálta külföldi hitelek kamategyenlegének javulása. A külföldi tulajdonú vállalatok nyeresége – az előzetes adatok alapján – nem változott a második negyedévben, továbbra is a GDP 6 százalékát teszi ki, amivel továbbra is a legjelentősebb tétel a jövedelemegyenlegen belül. Fontos hangsúlyozni, hogy a külföldi vállalatok 2017-es eredményére vonatkozóan a szeptemberi adatközléssel állnak rendelkezésre tényadatok, amelyek a korábbi becsléshez hasonló értéket mutatnak (a külföldi vállalatok nyereségével kapcsolatban részletesebben lásd a jelentés kiemelt témáját).



1.3. Transzferegnyenleg

2018 második negyedévében enyhén csökkent a transzferegnyenleg többlete, ami a visszafogottabb EU-transzfer felhasználáshoz kötődött (9. ábra). Az EU 2007-2013-as költségvetési ciklushoz tartozó források lezárása miatt a transzferegnyenleg 2016-ban visszaesett, majd az új ciklushoz tartozó transferek beáramlásának köszönhetően 2017-ben folyamatosan javult az egyenleg. 2018 első negyedévében jelentős volt az EU-források felhasználása, a második negyedévben azonban a visszafogottabb forrásbeáramlás következtében enyhén mérséklődött a transzferegnyenleg. A vizsgált időszak végén a nettó EU-transzfer beáramlás a GDP 3 százalékát tette ki, ami továbbra is elmarad a 2016 előtt tapasztalt szinttől, ugyanakkor jelentősen hozzájárul Magyarország kedvező külső egyensúlyi pozíciójához. Az EU transferekkel szemben az egyéb transferek hiánya kis mértékben javult, ami a transzferegnyenleget pozitívan érintette.

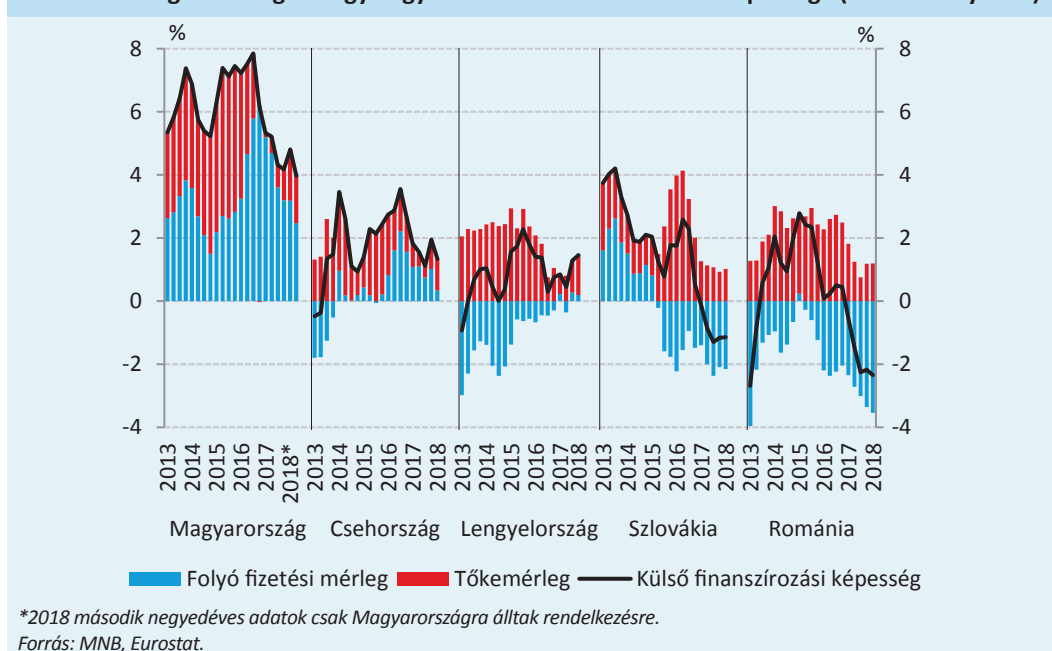
9. ábra: A transferegyenleg tételeinek négy negyedéves alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)



1.4. Régiós kitekintés

Régiós kitekintésben továbbra is kiemelkedően nagy hazánk külső finanszírozási képessége. A folyó fizetési mérleg egyenlege jellemzően mérséklődött, miközben a tőkemérleg az új EU ciklushoz tartozó források felhasználása miatt javult (10. ábra). 2016-ban általában visszaesett a külső finanszírozási képesség, aminek hátterében elsősorban a korábbi ciklushoz tartozó EU-források csökkenése és a folyó fizetési mérleg többletének külkereskedelmi folyamatok által vezérelt mérséklődése állt, ami 2017-ben is folytatódott (utóbbiról részletesen lásd a 2018. januári Fizetési mérleg jelentés speciális témáját). Az új ciklushoz tartozó források beáramlásával összhangban az elmúlt negyedévekben a tőkemérleg alakulása pozitívan érintette valamennyi régiós ország külső egyensúlyi pozícióját. 2018 elején hazánk külső finanszírozási képessége továbbra is jelentősen meghaladta a régióra jellemző szintet, amit leginkább a magas szolgáltatás egyenlegünk és a többi országnál magasabb tőkemérlegünk magyaráz.

10. ábra: A régiós országok négy negyedéves külső finanszírozási képessége (a GDP arányában)

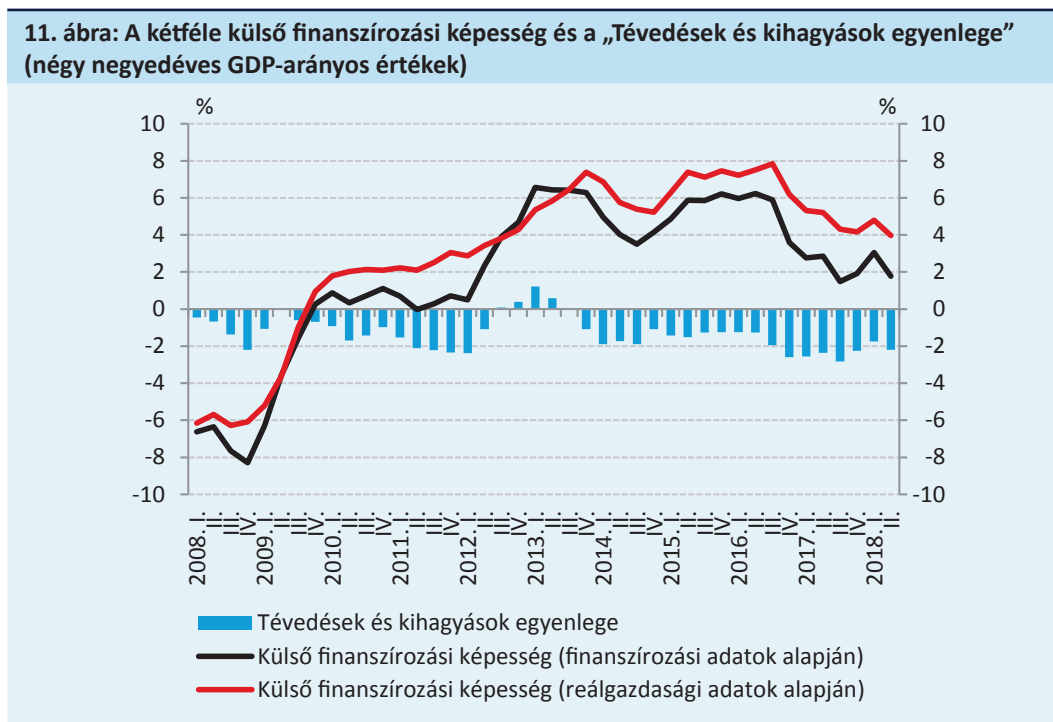


*2018 második negyedéves adatok csak Magyarországra álltak rendelkezésre.
Forrás: MNB, Eurostat.

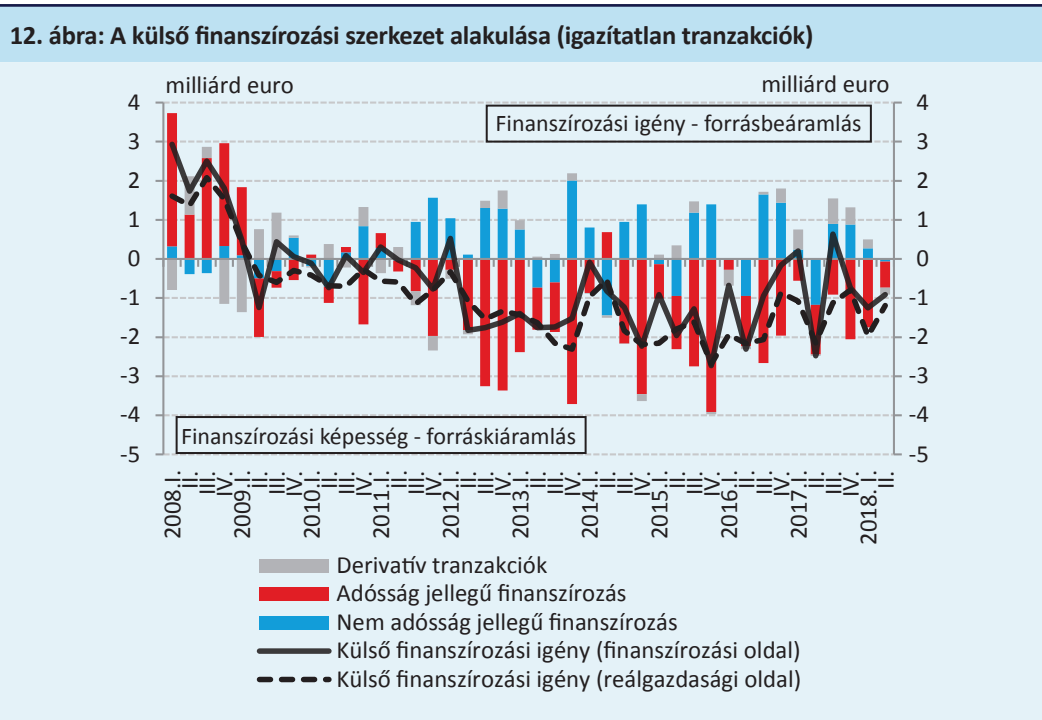
2. Finanszírozási megközelítés

A külső finanszírozási képesség 2018 második negyedében a GDP 1,8 százalékát tette ki. A finanszírozási képesség a pénzügyi mérleg alapján is enyhén mérséklődött, ami döntően a külső adósság előző negyedévinél kisebb csökkenéséhez kötődött. Az FDI-források beáramlása – főként a második negyedévben szokásos osztalékfizetések miatt – csökkent, ugyanakkor nem történt a korábbi évek azonos időszakában tapasztalható hasonló nagymértékű forráskiáramlás. Az adósságcsökkenés az államháztartáshoz kötődött, amelyet részben ellensúlyozott a vállalatok és a bankok nettó külső adósságának enyhe emelkedése. A bankok adósságbeáramlása a szektor külföldi eszközeinek tartozásokat meghaladó csökkenésével állt összefüggésben, amit a jegybanki forintlikviditást nyújtó devizawapok emelkedése mellett a háztartások devizabetéteinek csökkenése is támogathatott. A vállalatok nettó külső adósságának emelkedése a külföldi tartozások bővüléséhez kötődött. Az államháztartás tranzakciókból eredő adósságcsökkenésében a külföldi követelések – részben devizatartalék-emelkedéshez, részben EU-forrás felhasználáshoz kötődő – növekedése és a tartozások csökkenése egyaránt szerepet játszott. Az állam nettó külső adósságának mérséklődéséhez a külföldiek forint állampapír-állományának csökkenése is hozzájárult. A negyedévben történt devizakötvény-törlesztés mérsékelte, a margin betétek növekedése pedig kisebb mértékben emelte az államháztartás bruttó külföldi tartozásait, ugyanakkor e folyamatok – devizatartaléokra gyakorolt hatásuk miatt – a nettó külső adósságot összességében csak kismértékben befolyásolták.

A finanszírozási oldal szerinti négy negyedéves finanszírozási képesség 2018 második negyedében a GDP 1,8 százalékára csökkent (11. ábra). A pénzügyi mérleg alapján számított mutató csökkenése meghaladta a reálgazdasági megközelítés alapján számított külső finanszírozási képességben bekövetkezett változást, így a két mutató közötti különbség emelkedett. A tévedések és kihagyások egyenlege a GDP 2,2 százalékára emelkedett, ami megfelel az elmúlt két év átlagos értékének. Mindez azt jelenti, hogy az ország külső adósság- és tartozásmutatóinak mérséklődése továbbra is alacsonyabb a folyó fizetési- és tőke mérleg által jelzetté.



A második negyedévben a finanszírozási oldal alapján számított külső finanszírozási képesség az előző negyedévi enyhe emelkedés után mérséklődött, mintegy 0,9 milliárd eurót tett ki (12. ábra). A nettó forráskiáramlás döntően az első negyedévinél alacsonyabb adósságkiáramláshoz kötődött, de kis mértékben a nem adósságtípusú források is csökkentek. Az ország nettó külső adóssága a tranzakciókból eredően mintegy 0,7 milliárd euróval csökkent, miközben a nem adósságtípusú források – döntően a portfóliórészvény-kifektetések emelkedéséhez kötődően – közel 0,1 milliárd euróval mérséklődtek a második negyedévben. Az FDI-források nettó beáramlása elsősorban az időszakban szokásos osztalékfizetések miatt csökkent.

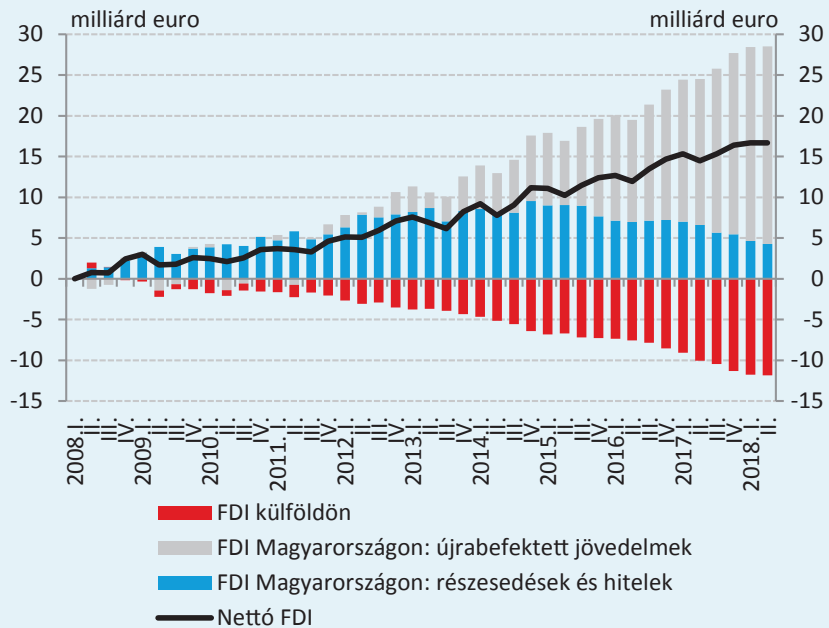


2.1. Nem adósság jellegű források

A nettó közvetlentőke-befektetés a korábbi évek azonos időszakában jellemző jelentős csökkenéssel szemben nulla körül alakult a második negyedévben (13. ábra). A torzító hatások kiszűrése érdekében érdemes az átfolyótőke-tranzakcióktól és az eszközportfólió-átrendeződéstől szűrt adatokat vizsgálni. Ezek alapján a második negyedévben a külföldiek magyarországi befektetéseinek és a hazai vállalatok kifizetéseinek emelkedése is lelassult, amelyek eredőjeként megállt a közvetlentőke-befektetések előző negyedévekben tapasztalt emelkedése. A külföldi vállalatok magyarországi részesei – a kiugró osztalékfizetés¹ részeseit csökkentő hatása következtében – enyhén mérséklődtek, az újrabefektetett jövedelmek emelkedése pedig az ilyenkor szokásos osztalékfizetések miatt lassabb ütemben folytatódott. Az előző évek azonos időszakával ellentétben nem történt érdemi FDI-csökkenés a második negyedév során, ami részben az újrabefektetett jövedelem magasabb mértékének, részben a hazai vállalatok külföldi kifizetéseinek tavalyitól elmaradó emelkedésének eredménye.

¹ Kiugró osztaléknak az eredménytartalékból, (a korábbi időszakok terhére) megszavazott osztalékot tekintjük, amelyet a BPM6 módszertan szerint tőke kivonásként kell elszámolni.

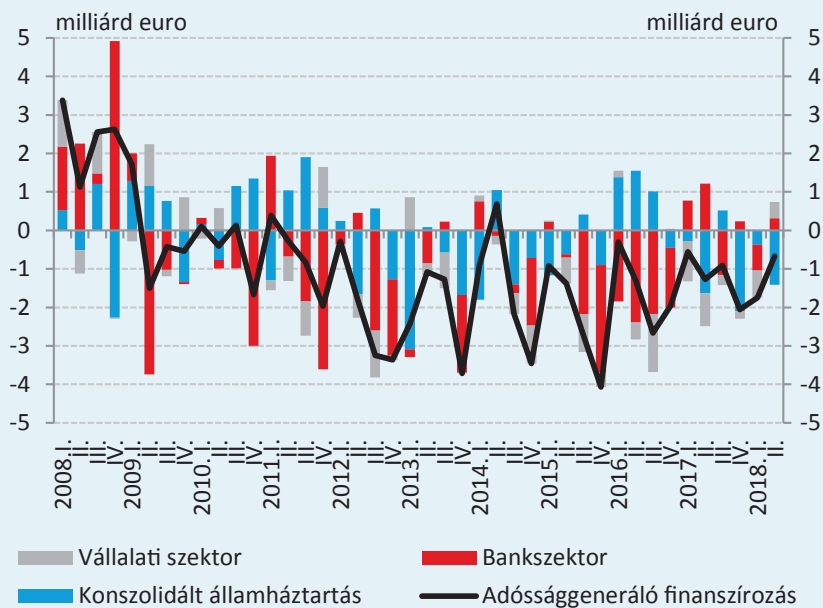
13. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók)



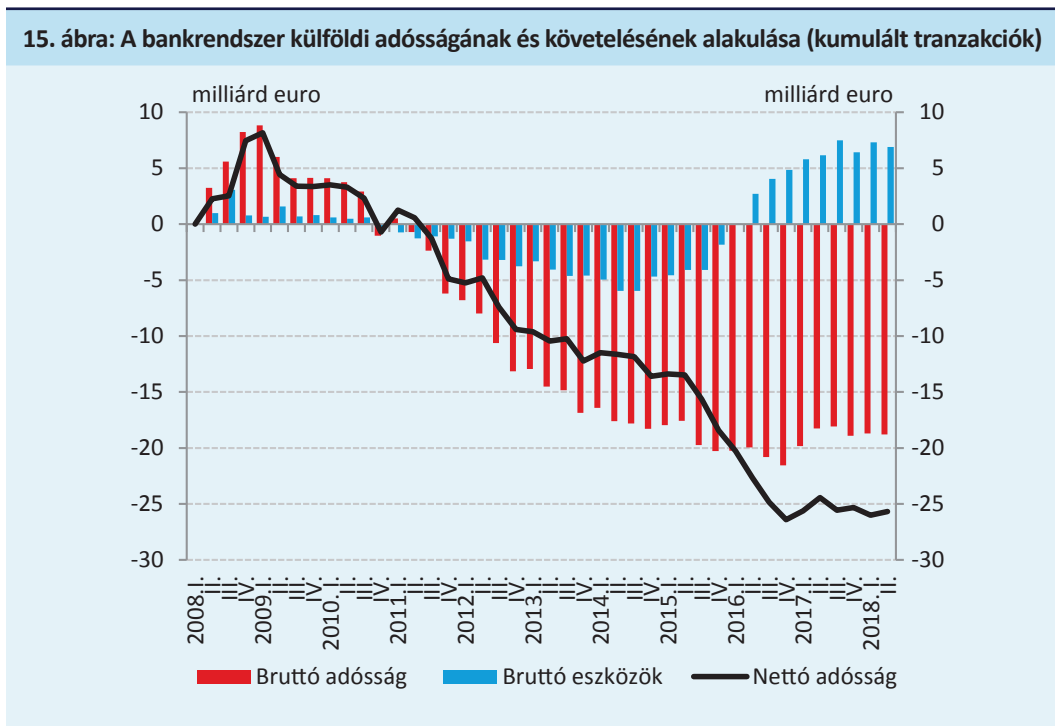
2.2. Adósságjellegű források

A második negyedévben mérséklődött az adósságjellegű források kiáramlása: az államháztartás nettó külső adósságának tranzakciókból eredő csökkenését részben ellensúlyozta a bankrendszer és a vállalatok adósságbeáramlása (14. ábra). A konszolidált államháztartás adósságkiáramlása 1,4 milliárd eurót tett ki, amely döntő részben a forintlikviditást nyújtó jegybanki swapeszközök emelkedésének devizatartalékok növelő hatásához, az EU-transzferek felhasználásához, illetve a külföldiek állampapír-állományának csökkenéséhez kötődött. Az ország külső adósságmutatóinak javulását ugyanakkor fékezte, hogy az első negyedévi csökkenést követően a második negyedévben a bankszektor nettó külső adóssága a tranzakciókból eredően 300 millió euróval, a vállalati szektoré 400 millió euróval emelkedett.

14. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása



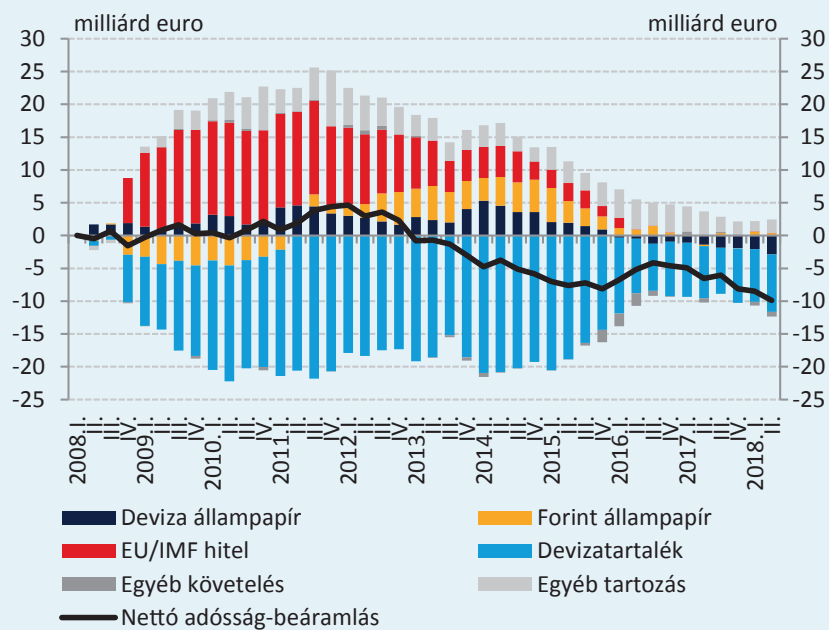
A bankok tranzakciókból eredő adósságbeáramlása elsősorban a szektor külföldi eszközeinek csökkenéséhez kötődött, amit csak részben ellensúlyozott a tartozások enyhe mérséklődése (15. ábra). A bankrendszer külföldi eszközei az előző negyedévi nagyobb emelkedést követően 2018 második negyedévében 400 millió euróval csökkentek, miközben a szektor bruttó külső adóssága – a tranzakciókból eredően – kisebb mértékben, mintegy 100 millió euróval mérséklődött. Ennek eredőjeként a bankok nettó adósságjellegű forrásbevonása 300 millió eurót tett ki. A külföldi eszközök csökkenésében a jegybank forintlikviditást-nyújtó devizaswap állományának emelkedése, illetve a háztartások és vállalatok devizabetéteinek csökkenése játszhatott szerepet. A bankok bruttó külső adósságának mérséklődése az éven túli hitelek emelkedése és a kötvények ezt meghaladó csökkenésének eredőjeként alakult ki, miközben az eredetileg rövid lejáratú források nem változtak érdemben.



Az MNB-vel konszolidált államháztartás adósságjellegű külső forrásai jelentősen csökkentek, amihez a külföldi eszközök növekedése és a külföldi tartozások mérséklődése is hozzájárult (16. ábra). 2018 második negyedévében a tranzakciókból eredően 1,4 milliárd euróval mérséklődött tovább a konszolidált államháztartás nettó külső adóssága. A nettó forráskiáramlást az MNB-vel konszolidált állam külföldi követeléseinek 0,8 milliárd eurós bővülése, és a tartozások 0,6 milliárd eurós csökkenése is támogatta. Az állam külföldi eszközei a devizatartalék 0,7 milliárd eurót meghaladó – elsősorban jegybanki forintlikviditást nyújtó finomhangoló devizaswap eszközökhöz köthető – emelkedése és az egyéb követelések – EU-transzfer felhasználáshoz köthető – 0,1 milliárd eurós bővülésének következtében nőttek. Az állam nettó külső adósságának tranzakciókból eredő mérséklődését a külföldiek forint állampapír-állományának csökkenése is támogatta. A negyedévben történt devizakötvény-törlesztés mérsékelte, a margin betétek növekedése pedig kisebb mértékben emelte az állam bruttó külföldi tartozásait, ugyanakkor ennek hatását több mint ellensúlyozta a devizatartalék változása², így a nettó külső adósságát összességében kisebb mértékben befolyásolták.

² A negyedév során lejáratú devizakötvény egy része belföldi szereplők kezében volt, így a devizatartalékból történő törlesztés miatt az állam külföldi követelése nagyobb mértékben csökkentek, mint a külföldi tartozásai.

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

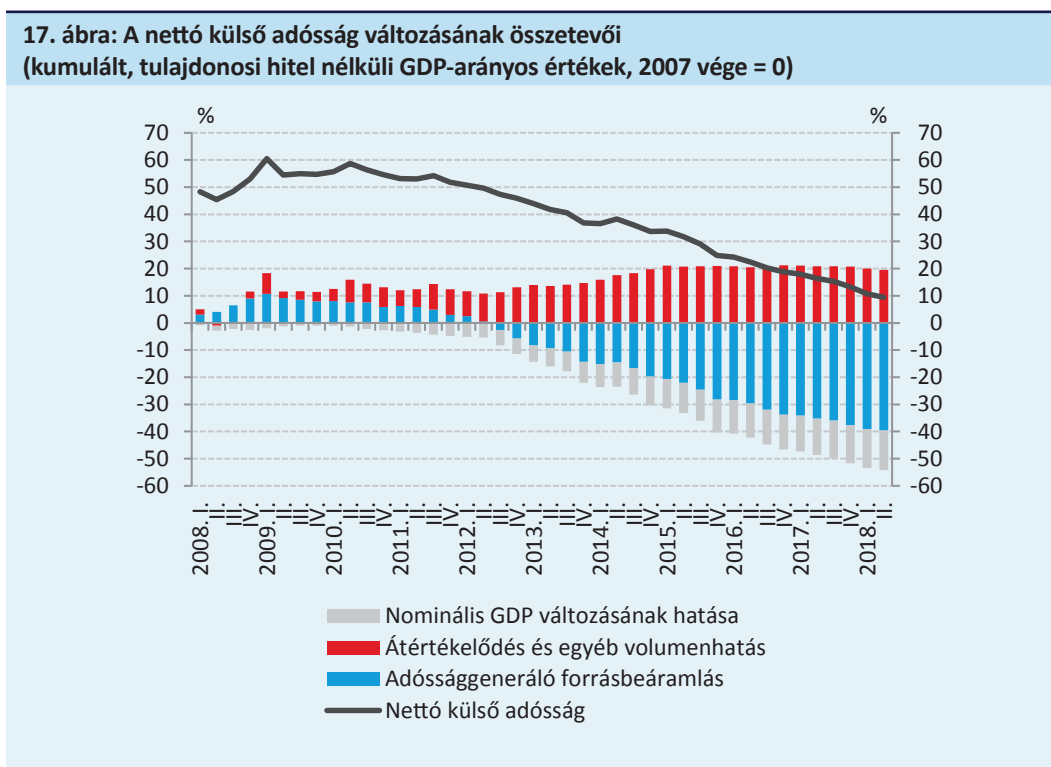


3. Állományi mutatók alakulása

A második negyedévben az adósságjellegű források folytatódó kiáramlásának eredményeként historikus mélypontjára csökkent a nettó külső adósság, miközben átértékelődés hatására a bruttó külső adósságállomány emelkedett. A második negyedévben a nettó külső adósság – 1,3 százalékpontos csökkenés eredményeként – a GDP 9,4 százalékára mérséklődött, miközben a bruttó külső adósság a GDP 60,3 százalékára emelkedett. A nettó külső adósság csökkenését a forráskiáramlás és az állományok átértékelődése közel azonos mértékben támogatta, valamint – e két hatástól érdemben elmaradó mértékben – a nominális GDP változása is ebbe az irányba hatott. A nettó külső adósságállomány átértékelődése ellentétes hatások eredményéhez volt köthető: míg a hozamok emelkedése csökkentette, az árfolyamok átértékelődése növelte a nettó külső adósság szintjét. A nettó külső adósság átértékelődési hatások által is támogatott mérséklődésében – a tranzakciós folyamatokkal összhangban – döntően az államháztartás játszott szerepet, a bankok és a vállalati szektor mutatója nem változott érdemben. A GDP-arányos bruttó külső adósságot tekintve míg a konszolidált államháztartás bruttó külső adóssága mérséklődött, addig a magánszektor bruttó külső adóssága emelkedett. Az ország rövid külső adóssága³ a 2018 második negyedévében kismértékben tovább nőtt és 18,7 milliárd eurót tett ki. A növekedés elsősorban a konszolidált államháztartáshoz köthető, amelynek hatását csak részben ellensúlyozta a bankrendszerrel látott csökkenés. A devizatartalék továbbra is érdemben meghaladja a befektetők által elvárt, biztonságosnak tartott szintet.

3.1. A nettó és bruttó külső adósság alakulása

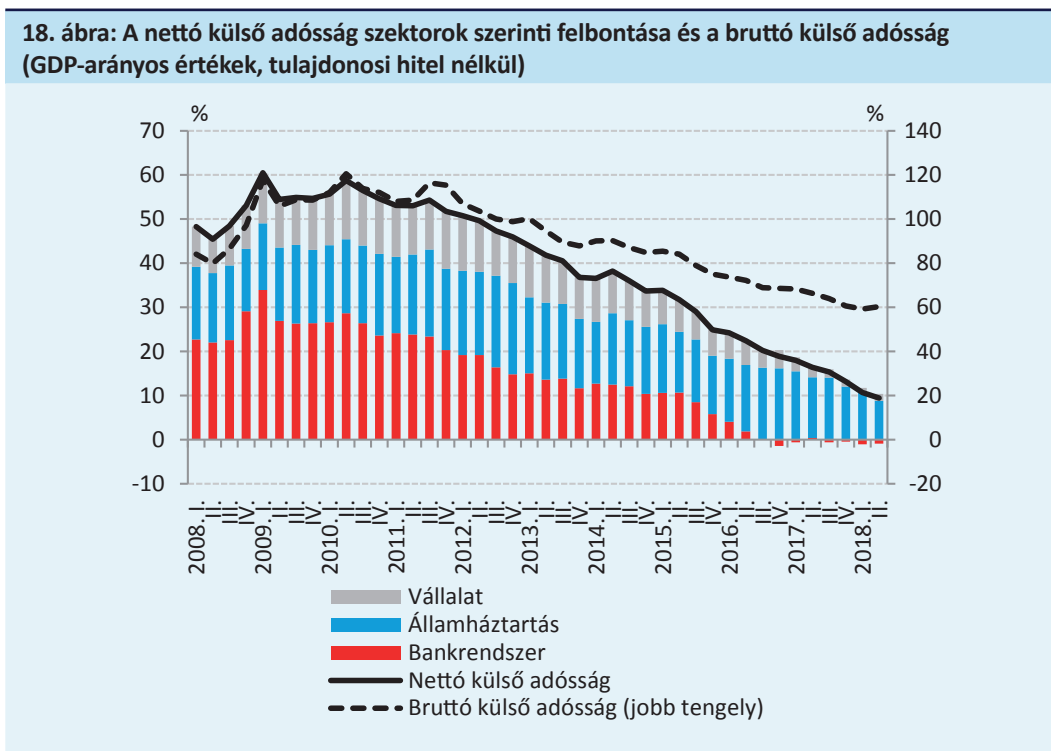
A gazdaság nettó külső adóssága 2018 második negyedévében 1,3 százalékponttal a GDP 9,4 mérséklődött, ami a mutató historikusan legalacsonyabb szintjét jelenti. A csökkenéshez elsősorban az adóssággeneráló források kiáramlása és az állományok átértékelődése járult hozzá (17. ábra). A nettó külső adósságállomány a GDP 10 százaléka alá csökkent, ami az ország tovább mérséklődő külső sérülékenységét jelzi. Az adóssággeneráló források elmúlt években tapasztalható kiáramlása a második negyedévben is folytatódott, ami a GDP-arányos nettó külső adósságállomány 0,5 százalékpontos csökkenését eredményezte. Az állományok átértékelődése szintén a GDP 0,5 százalékaival, míg a nominális GDP bővülése 0,3 százalékponttal csökkentette az adósságrátát. Az árfolyamok átértékelődése kisebb mértékben növelte, míg a hozamok emelkedése az átárazódó állampapír-állományon keresztül nagyobb mértékben csökkentette a nettó külső adósságot.



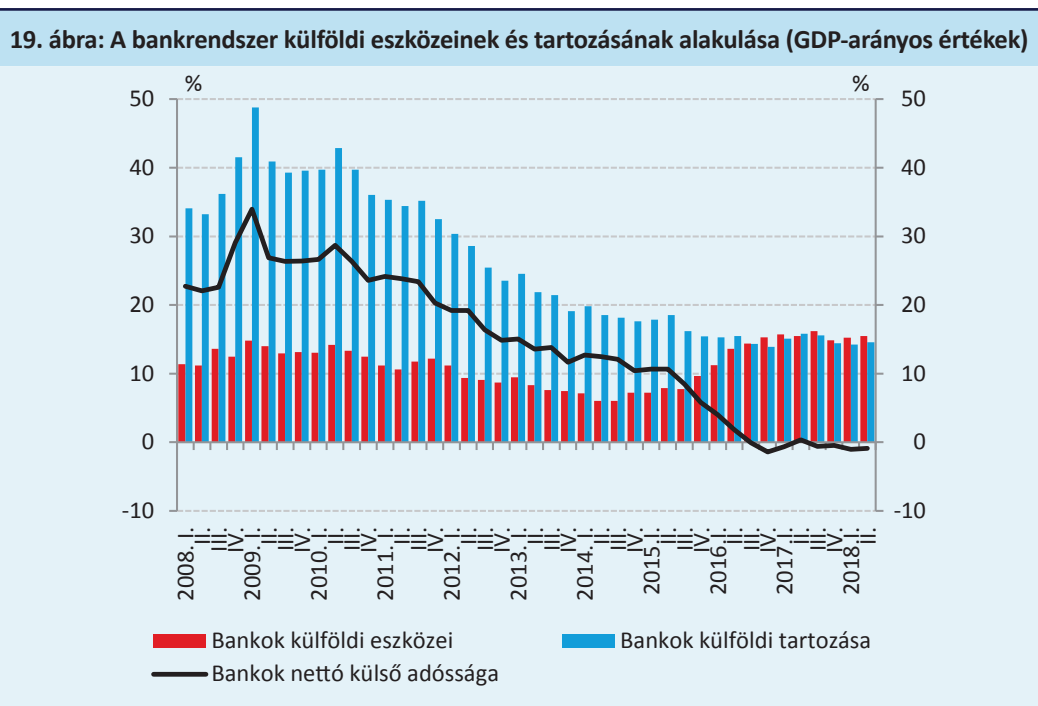
³ Rövid futamidejű külső adósság alatt általában a hátralévő futamidő szerint rövid futamidejű külső adósságot értjük.

A historikusan alacsony nettó külső adósság második negyedéves csökkenése az államháztartáshoz volt köthető, míg a vállalati szektor mutatója emelkedett, a bankrendszeré pedig nem változott érdemben (18. ábra). Az államháztartás nettó külső adósságának változása a tranzakciókból eredően nagyobb részben a devizatartalék növekedésével, illetve a bővülő EU-transzferek miatt emelkedő külföldi követeléssel volt magyarázható. Emellett a hozamok emelkedése a külföldiek által tartott hosszú állampapírok átárazódásához köthetően csökkentette, míg az árfolyamok átértékelődése növelte az állam külső adósságát. Az átértékelődés nettó külső adósságra gyakorolt hatását mérsékelte, hogy – a devizában fennálló külföldi tartozásokon túl – a devizatartalékon keresztül a külföldi eszközök állományát is befolyásolta. A bankokban megvalósuló enyhe forrásbeáramlás hatását ellensúlyozta az állományi átértékelődés és a nominális GDP nettó külső adósságot csökkentő együttes hatása, így a szektor esetén a GDP-arányos nettó külső adósság gyakorlatilag szinten maradt. A vállalati szektor nettó külső adóssága a tranzakciókkal összhangban emelkedett a negyedév során.

2018 második negyedévében a bruttó külső adósság a GDP 60,3 százalékát tette ki, ami enyhe emelkedést jelent a magánszektor adósságalakulásának eredményeként. Szektorok szerinti bontás alapján, míg a magánszektor bruttó külső adóssága a GDP 1,6 százalékával nőtt, addig a konszolidált államháztartásé a GDP 0,5 százalékával csökkent. Vagyis az állományi mutató emelkedése döntően a magánszektor bruttó külső adósságához, ezen belül is főként a vállalati szektor bruttó külső adósságának bővüléséhez köthető. Az államháztartás bruttó külső adósságát a külföldiek állampapír-állományának csökkenése mellett a hozamok emelkedése is mérsékelte, az árfolyamok átértékelődése azonban ezt a hatást némiképp ellensúlyozta. A magánszektor bruttó külső adósságának növekedésében a vállalati szektor kereskedelmi hitelállományának emelkedése és az állományok átértékelődése is szerepet játszott.

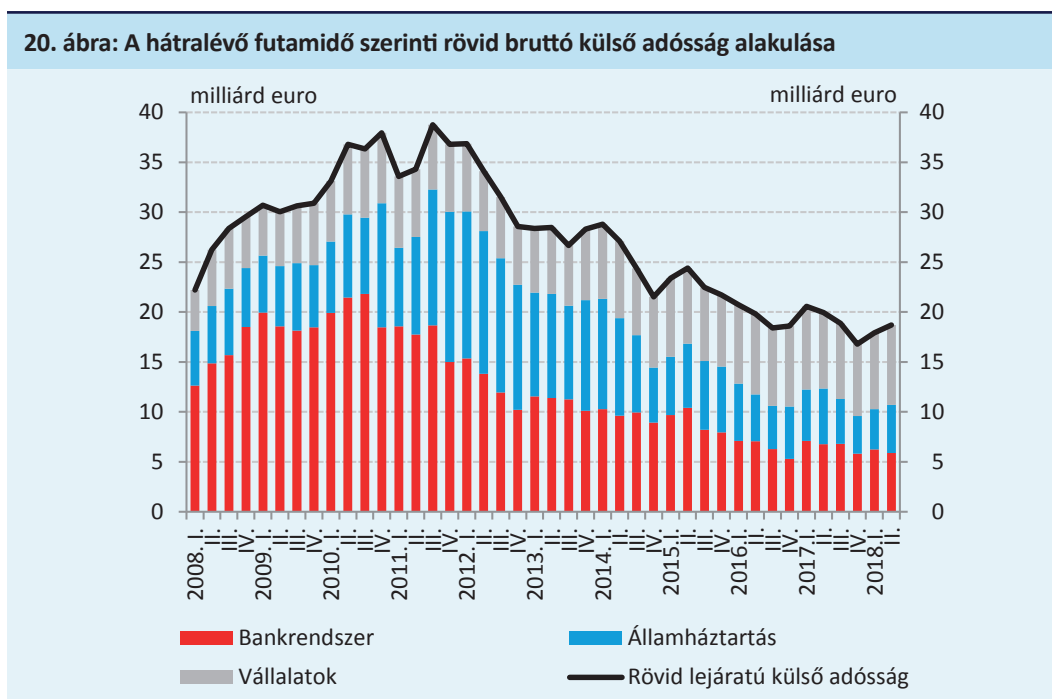


A bankrendszer nettó külső adóssága 2018 második negyedévében az eszközök és források közel azonos bővülésének eredményeképpen nem változott érdemben, így a szektor külföldi követelése továbbra is meghaladják a külföldi tartozásait (19. ábra). A bankszektor stabilizálódó nettó külső adóssága úgy alakult ki, hogy – a tranzakciókkal ellentétben – mind a külföldi eszközök, mind a külföldi tartozások állománya kismértékben emelkedett. A bruttó tartozások a GDP 0,4 százalékát, és a bruttó külföldi eszközök 0,3 százalékot kitevő bővülése döntően az árfolyam átértékelődésére volt visszavezethető.



3.2. A rövid külső adósság alakulása

2018 második negyedévének végén a rövid külső adósság 0,8 milliárd eurós emelkedést követően 18,7 milliárd eurót tett ki (20. ábra). A rövid külső adósság növekedése elsősorban a konsolidált államháztartáshoz köthető, amelynek hatását csak részben ellensúlyozta a bankrendszernél látott csökkenés. Az államháztartás rövid külső adósságának 800 millió eurós emelkedése teljes egészében az eredetileg rövid lejáratú külső adósság bővüléséhez köthető, ami főként a dollárkitettséget euróra fedező marginszámlák dollárerősödés miatt bekövetkező növekedésével magyarázható. A szektor berövidülő állománya nem változott érdemben, mivel az MNV Richter részvényre váltható kötvényének éven belülivé válásának hatását ellensúlyozta egy júniusi eurokötvény lejárata. A bankrendszer rövid külső adóssága 400 millió euro értékben csökkent, ami kisebb részben az eredeti futamidő szerinti rövid, nagyobb részben pedig a berövidülő külső adósság állomány kötvény-lejáratokhoz kapcsolódó mérséklődéséhez kötődik. A vállalati szektor rövid külső adóssága 0,4 milliárd euróval emelkedett, ami a kereskedelmi hitelek bővülésével magyarázható.

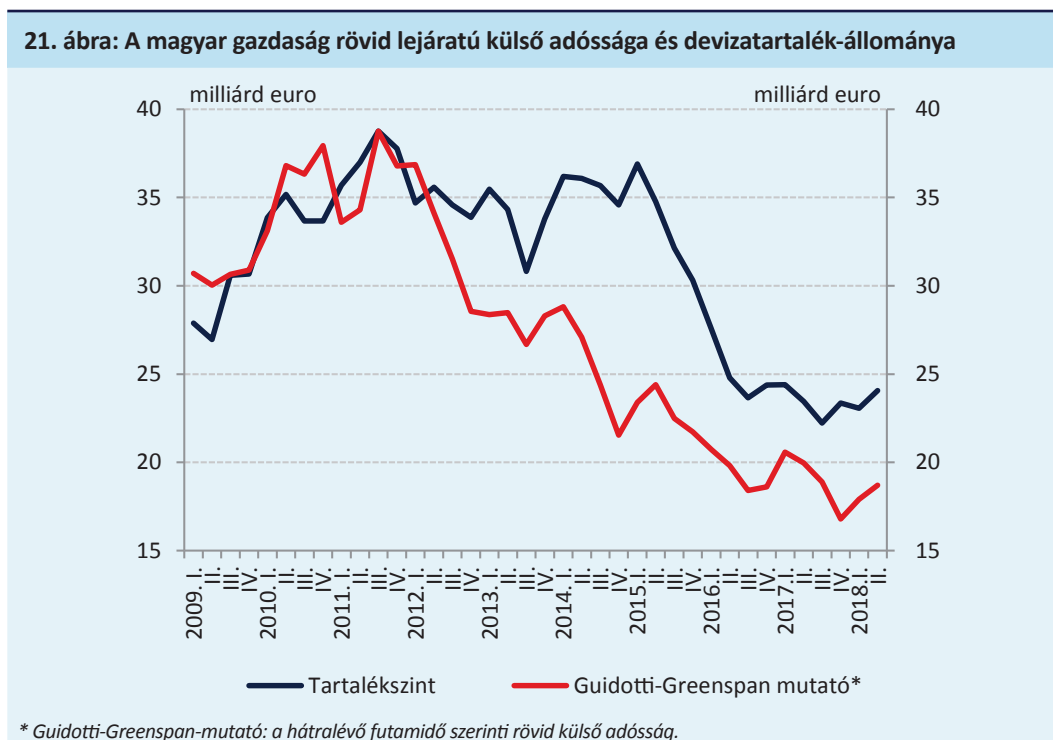


3.3. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása

2018 második negyedében emelkedett a devizatartalék állománya, elsősorban a forintlikviditást nyújtó devizaswap tenderek, valamint az euro főbb devizákkal szembeni gyengülése és a beérkezett európai uniós támogatások hatására. 2018. június végén a nemzetközi tartalék nagysága 24,1 milliárd euro volt, amely 1 milliárd eurós növekedést jelent a 2018. első negyedév végi szinthez képest. A devizatartalék alakulását befolyásoló főbb tételek a következők voltak:

- A forintlikviditást nyújtó devizaswap-eszközök hatása a devizatartaléokra 1,4 milliárd euro volt a második negyedévben.
- Az ÁKK, illetve az MNB fedezési swap-ügyleteihez kötődő marginbetét állományváltozásának tartaléknövelő hatása megközelítette a 600 millió eurót, amely elsősorban az euro – az időszak nagy részében megfigyelt – dollárral szembeni gyengülésével magyarázható.
- További jelentősebb tartaléknövelő tételként jelent meg az egyéb devizák euróval szembeni erősödéséből adódó ártértékelődési hatás, valamint a negyedév során beérkezett közel 300 millió euro értékű európai uniós forrás.
- Az állami devizakiadások tartalékcsökkenő hatása hozzávetőlegesen 1,7 milliárd euro körül alakult, ami leginkább az ÁKK nettó devizafinanszírozásához kapcsolódik. 2018 júniusában egy 10 éves eredeti futamidejű eurokötvény járt le közel 1,3 milliárd euro értékben, de a devizahitelek törlesztése, valamint az ÁKK devizakamat kifizetései és a MÁK egyéb devizakiadásai is a devizatartalék mérséklődésének irányába hatottak.

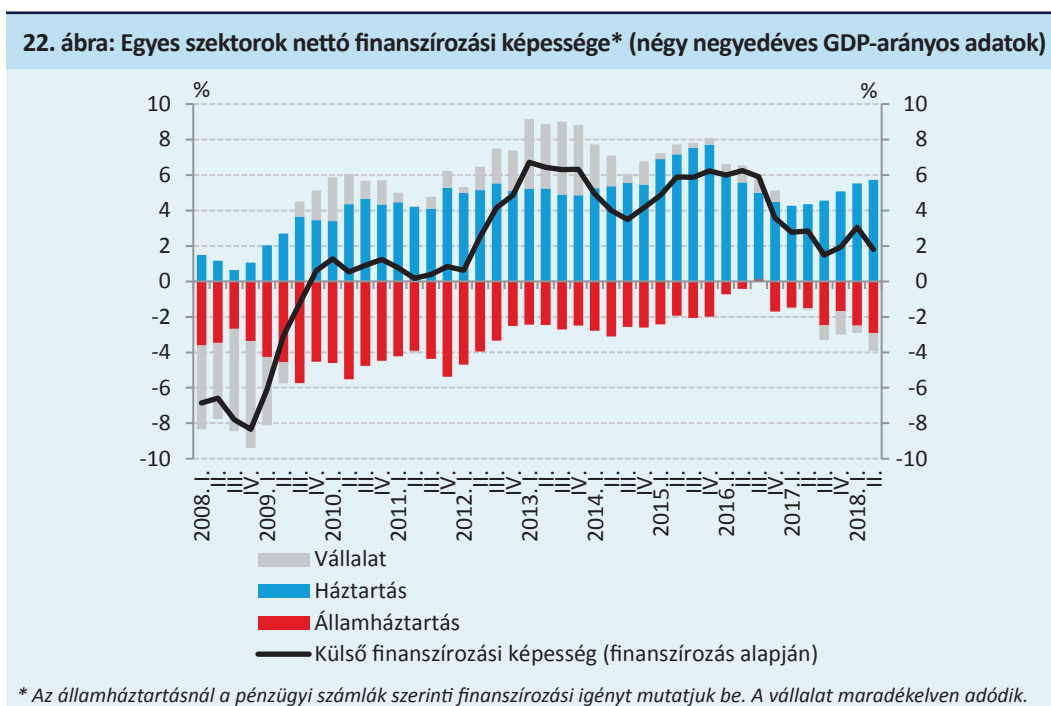
A devizatartalék növekedése és a rövid lejáratú külső adósság ennél kisebb mértékű emelkedése következtében a devizatartalék továbbra is jelentősen meghaladja a befektetők által elvárt szintet (21. ábra). A jegybank és a befektetők által is kiemelten figyelt Guidotti-Greenspan szabály alapján a devizatartalék 2018. június végi 24,1 milliárd eurós értéke jelentős mértékben meghaladja a rövid lejáratú külső adósság 18,7 milliárd eurót kitevő állományát. A devizatartalék 1 milliárd eurós emelkedése mellett a rövid lejáratú külső adósság március végi szintjéhez képest mintegy 0,8 milliárd euróval nőtt. Ennek jelentős része az ÁKK, illetve az MNB margintartozásának emelkedéséhez kötődött, ami a devizatartaléokra gyakorolt fent említett hatás mellett a rövid lejáratú külső adósságot is növeli, így a Guidotti-Greenspan mutató szerinti tartalékmegfelelés szempontjából semleges. A két változás eredőjeként a Guidotti-Greenspan szabály alapján a devizatartalék 2018 második negyedében 5,4 milliárd euróval haladta meg a rövid lejáratú külső adósságállományt, amely továbbra is biztonságos szintet jelent.



4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés

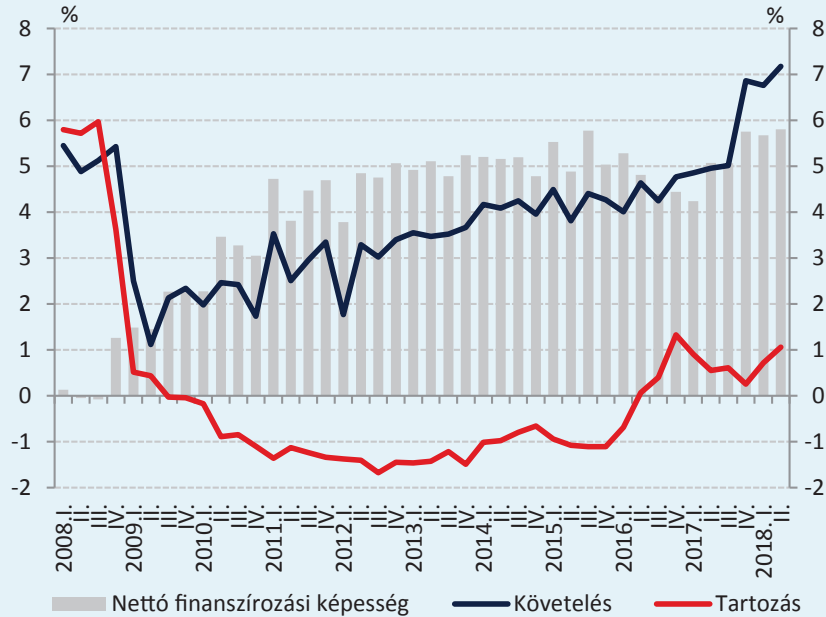
A szektorok megtakarítása szerint a magyar gazdaság négy negyedéves nettó finanszírozási képessége 2018 második negyedévében mérséklődött, és a GDP 1,8 százalékát tette ki. A háztartások finanszírozási képességének emelkedését számottevően meghaladta az államháztartás és a vállalatok finanszírozási igényének a bővülése, ami így a nettó finanszírozási képesség mérséklődésében tükröződött. Az államháztartás finanszírozási igénye az előző negyedévhez képest enyhén emelkedett, azonban továbbra is visszafogottnak tekinthető. A szezonálisan igazított adatok alapján a háztartások nettó hitelfelvétele elsősorban a lakáshitelek, kisebb részt a fogyasztási hitelek bővülése hatására enyhén emelkedett, míg a pénzügyi eszközfelhalmozás továbbra is magas. A lakosság elsősorban likvid pénzügyi eszközeit növelte a negyedévben, de az állampapírok állománya is érdemben nőtt. A 2017 elején előtérbe került hosszú lejáratú állampapírokat továbbra is preferálja a lakosság a rövid papírokkal szemben, ami az átlagos futamidő emelkedése révén a megújítási kockázat csökkenése, így a gazdaság sérülékenységének mérséklődése irányába hat.

A szektorok megtakarítása szerint a magyar gazdaság négy negyedéves nettó finanszírozási képessége 2018 második negyedévében a GDP 1,8 százalékára mérséklődött (22. ábra). A költségvetés négy negyedéves finanszírozási igénye a GDP 3 százaléka közelébe emelkedett, amit a költségvetési szervek saját – beruházási, személyi és működési – kiadásainak bővülése mellett a növekedési adóhitelhez köthető egyszeri tételek elmaradása miatt alacsonyabb bevételek magyaráznak. A vállalatok finanszírozási igénye tovább emelkedett a második negyedévben, ami elsősorban a beruházások folyamatos bővülésével magyarázható. A háztartások négy negyedéves nettó pénzügyi megtakarítása az elmúlt negyedévben a GDP közel 6 százalékára nőtt elsősorban a pénzügyi eszközök bővülésének következtében. Az emelkedő bruttó pénzügyi eszközfelhalmozás összhangban van a feszes munkaerőpiaci környezetből fakadó erőteljes bérdinamikával, míg a kötelezettségek bővülése a hosszú lejáratú, lakáscélú hitelekre vezethető vissza.



A háztartások szezonálisan igazított, alapfolyamatok szerinti nettó pénzügyi megtakarítása a második negyedévben kismértékű emelkedést követően a GDP 5,8 százalékát tette ki (23. ábra). A háztartások szezonálisan igazított nettó hitelfelvétele a GDP 1 százalékára emelkedett a második negyedévben, amihez elsősorban az ingatlanhitelek bővülése járult hozzá, de a fogyasztási hitelek is kisebb mértékű emelkedést mutattak. A lakosság bruttó pénzügyi megtakarítása a GDP 7,2 százalékát tette ki a második negyedévben, amiben elsősorban a banki likvid eszközök és a készpénzállomány jelentős emelkedése játszott szerepet. A lakosság készpénzállománya bővülése közel 300 milliárd forintot tett ki a második negyedévben, ami historikus csúcshoz számított. Emellett a hosszú lejáratú értékpapírok – azon belül leginkább az állampapírok – állománya is bővült.

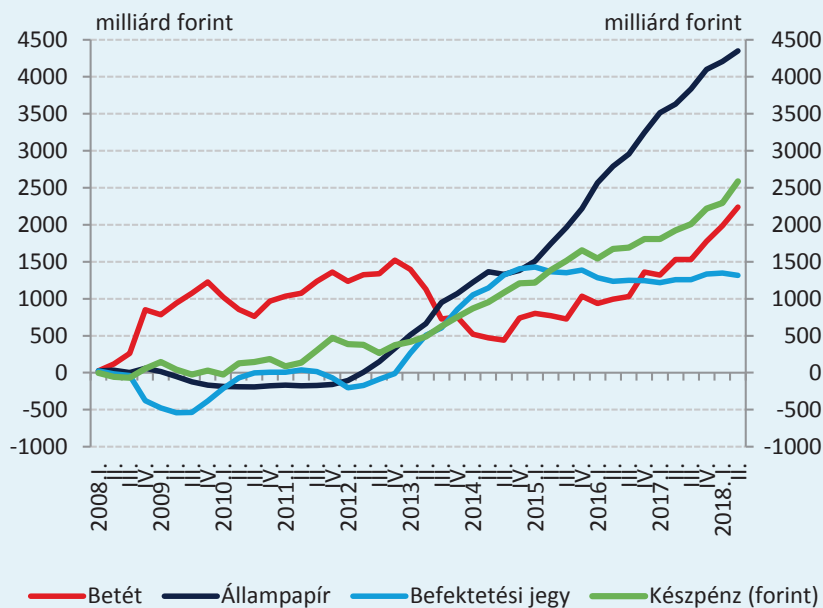
23. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)



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

A második negyedévben a likvid befektetési eszközök mellett az állampapírok emelkedése jellemezte a háztartások bruttó pénzügyi eszközfelhalmozását, utóbbi folyamatosan jelentős szerepet játszik az állam belső forrásokból való finanszírozásában (24. ábra). A lakosság továbbra is érdemben felülsúlyozza pénzügyi eszközein belül a likvid befektetési formákat: a második negyedévben a jelentősen bővülő folyószámlabetéteket is enyhén meghaladó mértékben emelkedett a szektor készpénzállománya. A háztartások állampapír megtakarításainak a növekedése tovább folytatódott: a szektor állampapír-állománya megközelítette az 5300 milliárd forintot. Az elmúlt negyedévben is megfigyelhető a hosszabb lejáratú papírok preferálása a rövid papírokkal szemben, de utóbbi is kismértékű emelkedést mutatott.

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



5. A külföldi tulajdonú vállalatok nyeresége

Kiemelt témánk a külföldi tulajdonú vállalatok⁴ 2017-es jövedelmét mutatjuk be részletesen. A becsléseket felváltó tényadatok alapján 2017 során is nőtt a külföldi tulajdonú vállalatok eredménye. A vállalatok jövedelmezőségének jelentős emelkedésében a 10 százalékos közelébe gyorsuló exportdinamika és a társasági adó mérséklése mellett egyedi vállalati hatások is szerepet játszhattak. A külföldi vállalatok a megtermelt jövedelmüknek egyre kisebb hányadát fizetik ki osztalékként, aminek eredményeként a nyereség közel kétharmadát Magyarországon fektették be újra, és így az újrabefektetés nagysága historikusan magas szintre, a GDP 5 százalékára emelkedett. A szektorális bontást tekintve a bankok nyereségaránya a hitelezés bővülésével és a javuló makrogazdasági környezettel összhangban nagyobb mértékben nőtt, azonban szintjét tekintve elmarad a nem pénzügyi vállalatoknál megfigyelt rátától⁵. Az ágazati bontás szerint 2017-ben a külföldi közvetlentőke befektetések nyeresége az ágazatok széles körében jelentősen emelkedett. A régiós összehasonlítást tekintve az elmúlt évek folyamatos emelkedésének köszönhetően a Magyarországon megfigyelt állományarányos nyereség már meghaladja a szlovák és a lengyel szintet, ugyanakkor a régiós országok közül Magyarországon a legmagasabb az újrabefektetés. A magyar GNI-GDP-rés a külföldi vállalatok eredményének emelkedése ellenére is viszonylag alacsony.

5.1. Bevezetés

A külföldi tulajdonú vállalatok nyereségét bemutató speciális téma aktualitását az adja, hogy a szeptemberi fizetési mérleg adatközlésben a korábbi, becsléseken alapuló 2017-es vállalati jövedelemre vonatkozó adatokat – a beérkező kérdőívek alapján – tényadatok váltják fel. A fizetési mérlegben a tárgyévét követő II. negyedéves adat közzétételéig a külföldi tulajdonú vállalati szektor jövedelme becslésen alapul, amit a szeptemberi adatközlésben a vállalati és banki jövedelmekről készített kérdőívek alapján számított tényadat vált fel.⁶ Vagyis a külföldi tulajdonú vállalati szektor jövedelmezőségéről a szeptemberi adatközlés során áll először rendelkezésre adat. A statisztika alapján a jövedelemegyenlegben szereplő részesedések jövedelmének egyenlege kismértékben elmaradt az előzetes becsléstől, ami a rezidens tulajdonban lévő külföldi vállalatok historikus csúcsra emelkedő jövedelmezősége, valamint a külföldi tulajdonban lévő vállalatok vártnál enyhén nagyobb mértékben bővülő nyereségessége mellett alakult ki. Érdemes azonban figyelembe venni azt is, hogy a fizetési mérleg-statisztika a vállalatok kiugró (egyszeri) eredménytégeitől szűrt, normál üzletmenethez kapcsolódó jövedelmét tartalmazza. Ennek háttérben az áll, hogy a fizetési mérleg módszertana szerint⁷ a nem normál üzletmenetből – például árfolyam-átértékelődésből – származó eredményeket nem tekintik a jövedelmek részének, ezért ezek az állományváltozások között kerülnek kimutatásra. A fejezetben először áttekintjük a külföldi tulajdonú nem pénzügyi vállalatok és bankok jövedelmét, majd a nyereség 2017-es alakulásának háttérét vizsgáljuk meg. Ezt követően bemutatjuk a vállalatok – fizetési mérlegben megjelenő – normál üzletmenet szerinti, valamint adózott eredményét is (5.5. fejezet). Végül régiós összehasonlításban is elemezzük a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok eredményének alakulását, valamint részletesen bemutatjuk a régiós országokban a GNI és GDP közti különbség alakulását.

5.2. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelme a fizetési mérlegben

2017-ben a külföldi tulajdonban lévő vállalatok jövedelmének egyenlege a GDP 7 százaléka fölé emelkedett, ami ismét a magyarországi újrabefektetések bővülése mellett alakult ki, míg a vállalati osztalékfizetések a GDP arányában tovább mérséklődtek (25. ábra). A válságot követő években a külföldi vállalatok GDP-arányos nyeresége a korábban jellemző 6 százalékról 4 százalék alá mérséklődött, amiben jelentős szerepet játszhatott a belföldi és külföldi kereslet – GDP-vel összhangban végbement – lassulása. Ezzel egy időben, a külföldi tulajdonú vállalatoknál csökkent az újrabefektetés, míg a jövedelmek egyre nagyobb részét fizették ki osztalékként a tulajdonosok részére.⁸ Ennek háttérben az is állhatott, hogy a válságot követően jelentősen romlottak a növekedési kilátások, valamint, hogy az anyavállalatok likviditási igénye is a nagyobb arányú osztalékfizetés felé mozdíthatta a folyamatokat. 2014 óta a gazdasági növekedéssel összhangban

⁴ Külföldi tulajdonú vállalatok alatt a közvetlentőke-befektetéseken keresztül nem rezidensek által birtokolt vállalatokat értjük.

⁵ A részesedésekhez viszonyított jövedelmezőséget figyelembe véve.

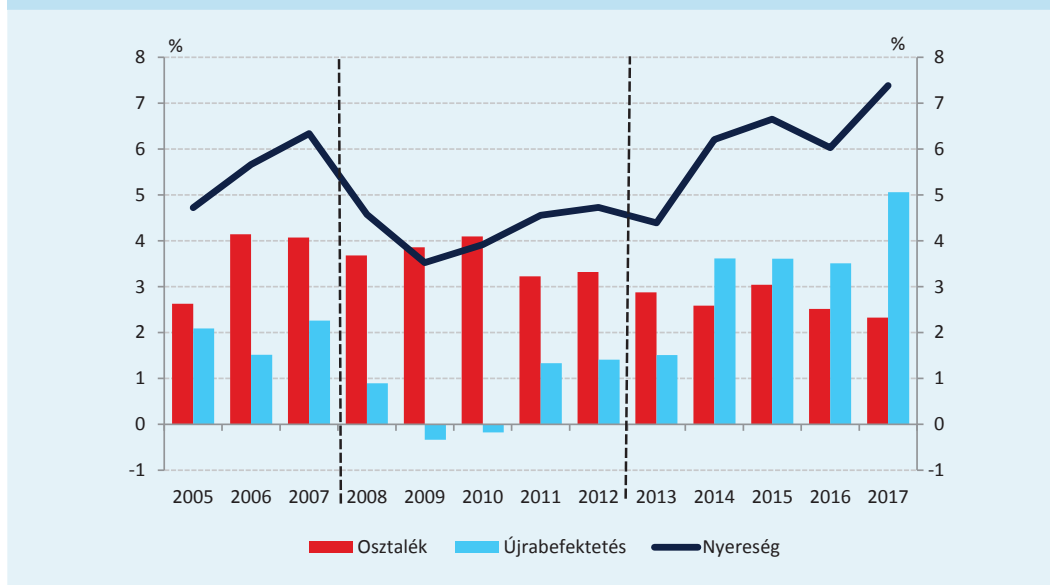
⁶ Részletesebben lásd: Magyarország fizetési mérleg és külfölddel szembeni befektetésipozíció-statisztikái, MNB (2014)

⁷ Balance of Payment Manual, 6th edition

⁸ Itt érdemes megjegyezni azt is, hogy a vállalatok jellemzően előző évi nyereségükből szavaznak meg és fizetnek osztalékokat, így valójában adott év osztalékfizetését az előző évi eredménnyel célszerű összevetni. Azonban mivel a fizetési mérleg adatok között szereplő állományokat az adott évi tranzakciók befolyásolják, ezért az adott évi nyereség az adott évi osztalékfizetéssel mutatjuk be.

felgyorsult a jövedelmek növekedése is, ami a visszafogott osztalékfizetésnek⁹ köszönhetően jelentősen növelte az újrabefektetések értékét. Ez az elmúlt években – az EU-források mellett – jelentős szerepet játszhatott a vállalati beruházások dinamikus bővülésében. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmezőségének emelkedéséhez az export dinamikus bővülését is segítő külső kereslet is hozzájárulhatott. Ezen kívül a vállalati nyereség emelkedését az is támogatta, hogy egyes külföldi vállalatok átszervezték hazai vállalati struktúrájukat, így az általuk termelt nyereség – az újrabefektetés értékétől függetlenül – megjelenik a fizetési mérlegben (erről részletesebben később). Mindez azt eredményezte, hogy a külföldi tulajdonú vállalatok eredménye a GDP 7 százaléká fölé emelkedett, aminek közel 70 százalékát a vállalatok továbbra is Magyarországon fektették be.¹⁰ Az újrabefektetési hányad emelkedése historikusan magas, a GDP 5 százalékára emelkedő újrabefektetett jövedelmet eredményezett. A külföldi vállalatok eredményének jelentős része (továbbra is több mint 90 százalék) a nem pénzügyi vállalati szektorhoz köthető.

25. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmének felhasználása¹¹ (a GDP arányában)



5.3. A bankok és nem pénzügyi vállalatok jövedelmezőségének összehasonlítása

A bankok nyereségaránya a hitelezés bővülésével és a javuló makrogazdasági környezettel összhangban nagyobb mértékben nőtt, azonban szintjét tekintve még továbbra is alacsonyabb a vállalati rátánál. Bár a nem pénzügyi vállalatok jövedelmezősége már a válság előtti szinteket idézi, az osztalékhányad továbbra is historikusan alacsony (26. ábra). A közvetlentőke-részesedések arányában számított eredmény a válság előtt a nem pénzügyi vállalatoknál 10, míg a bankoknál ennél magasabban, 14 százalék közelében alakult. Míg a válságban a nem pénzügyi vállalatok jövedelmezősége visszaesett, addig a bankoknál csak pár évvel később volt megfigyelhető hasonló folyamat, amivel a bankok nyereséghányada a vállalati nyereség alá csökkent. Ezt követően a külföldi bankok normál üzletmenet szerinti jövedelmezősége 2017-ben jelentősen nőtt, és a befektetett tőke arányában mért nyereség 9 százalék közelébe emelkedett. A bővülés háttérében részben a bankok mérlegtisztítása, részben a gazdaság konjunkturális ciklusával összhangban felfutó hitelezés is áll. A nem pénzügyi vállalatok nyeresége a válság első éveiben jelentősen mérséklődött, és 5 százalék közelébe csökkent. A részesedésekhez kapcsolódó jövedelem állományarányos értéke 2013 óta fokozatos emelkedést mutat, és 2017-ben 12 százalék fölé bővült, amiben a társasági adó felső kulcsának csökkentése is szerepet játszhatott. A bankok osztalékhányada a teljes horizonton elmarad a vállalatokétól, vagyis a bankok általában nyereségük nagyobb részét fektetik be újra Magyarországon.

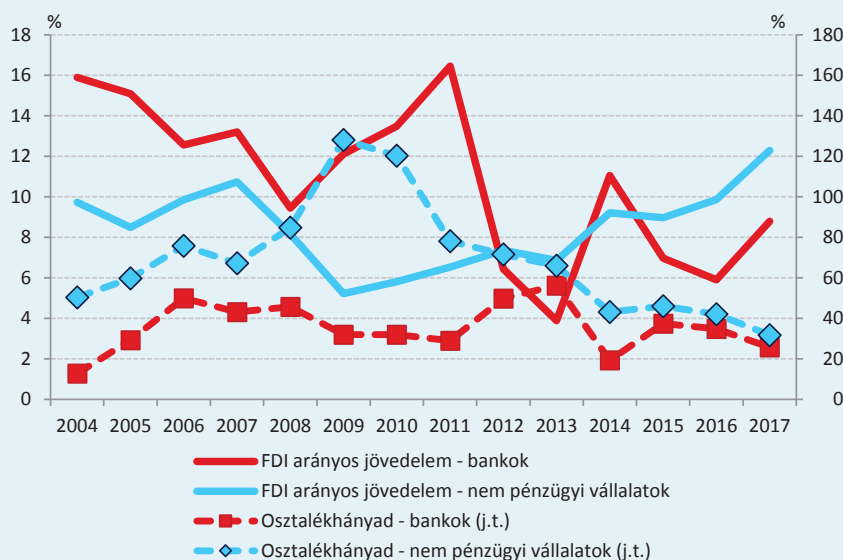
⁹ A kiugró osztalékot is figyelembe véve az osztalékfizetések fokozatos növekedést mutatnak 2014 és 2016 között.

¹⁰ Mivel az újrabefektetett jövedelem a megtermelt nyereség és a kifizetett osztalék különbsége, ezért az alkalmazott COPC-korrektció és a kiugró osztalékok kezelése jelentős hatással van az újrabefektetett jövedelmek értékére (részletesebben lásd a 2017. júliusi Fizetési mérleg jelentést). Ezeket a tényezőket is figyelembe véve az újrabefektetés aránya közel 50 százalékot tenne ki.

¹¹ Az idősorokban elemzési szempontokból törést jelent, hogy 2008-tól kezdve a nyereség (és így maradékelven az újrabefektetett jövedelem) csak a normál üzletmenet szerinti eredményt tartalmazza. Ugyanakkor feltételezhető, hogy a nem normál üzletmenethez kapcsolódó, az árfolyamok jelentős elmozdulásából eredő eredménytétel a válságot követően emelkedhetett meg, így vélhetően a korábbi időszakokkal is összehasonlítható marad az időszak. További törést jelenthet, hogy 2013-tól a nyereségből kiszűrésre kerül a kiugró osztalék, ami ezt követően nem osztalékfizetésként, hanem részesedéscsökkenésként kerül elszámolásra, és így befolyásolja a nyereség felosztását az osztalékfizetés és az újrabefektetés között.

Ez vélhetően részben annak is köszönhető, hogy a bankok külföldi tulajdonosainak a válság során elszenvedett veszteségek pótlása miatt tőkét kellett emelniük, aminek egy részét a megtermelt nyereség biztosíthatta. A nem pénzügyi vállalati osztalékhányad ugyanakkor a válság óta fokozatosan mérséklődik, és 2017-ben már 40 százalék alatt alakult. Ennek hátterében a növekedési kilátások javulása és a vállalati eredmények várható további bővülése állhat, amire alapozva a külföldi tulajdonosok megtermelt jövedelmük egyre nagyobb részét fektetik be Magyarországon.

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

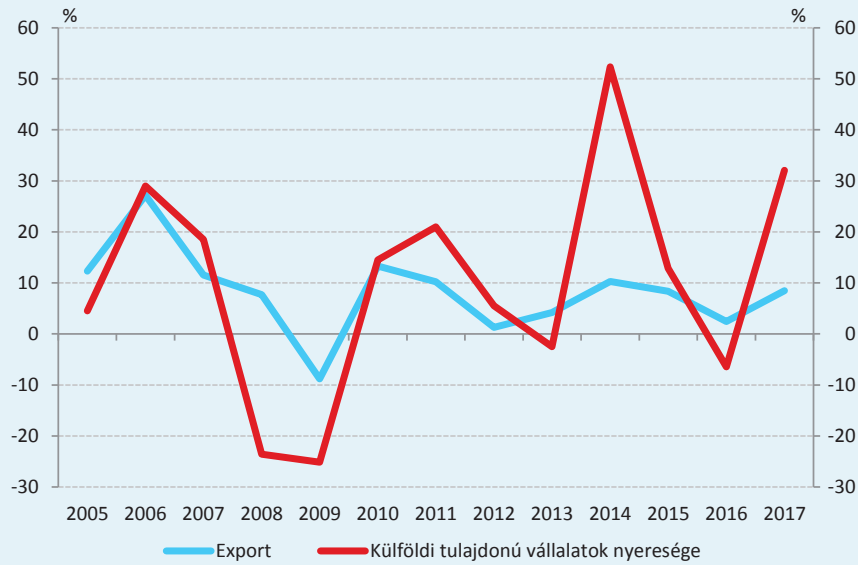


Megjegyzés: A nyereségarány az év végi állományból számított érték.

5.4. Mi áll a vállalati nyereség alakulásának hátterében?

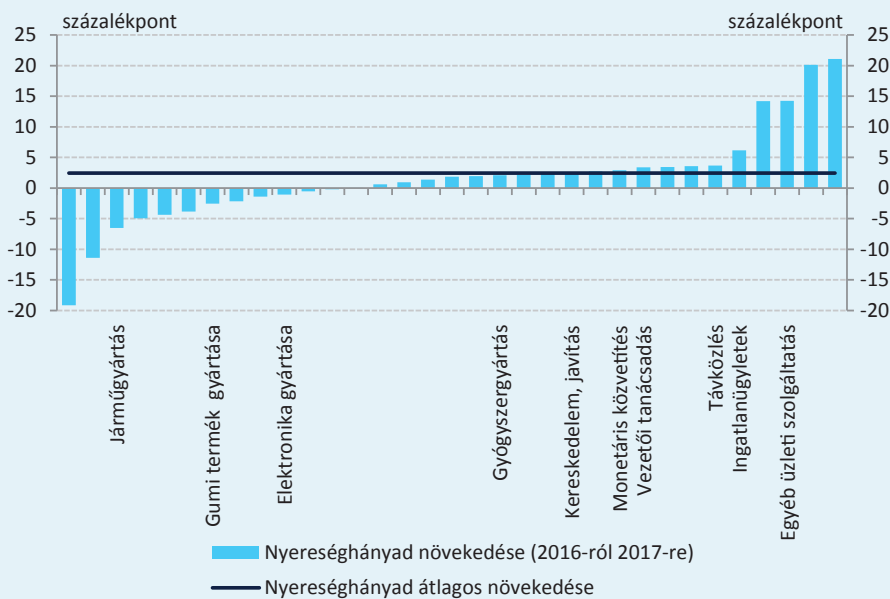
A 10 százalék közelébe gyorsuló expordinamika mellett egyedi vállalati hatások is szerepet játszhattak a vállalatok eredményének kiugró emelkedésében. A külföldi tulajdonú vállalatok jelentős része az exportszektorban tevékenykedik. Ennek megfelelően a múltbeli adatok alapján elmondható, hogy a külföldi vállalatok nyereségessége összefügg a gazdaság exportteljesítményével. Míg a korábbi években (2005 és 2013 között) az együttmozgás nagyon szoros volt, addig az azóta eltelt években az expordinamika inkább csak a vállalati nyereségesség alakulásának irányával kapcsolatban volt iránymutató (27. ábra). 2017-ben is érvényes volt ez az összefüggés: az export dinamikája gyorsult, ami a vállalati szektor nyereségének nagyobb növekedésében is tükröződött. Érdemes ugyanakkor megjegyezni, hogy 2017-ben a vállalati nyereség emelkedésében multinacionális vállalatok szerkezetének átalakítása is szerepet játszott. Néhány Magyarországon termelő vállalat összeolvadt magyarországi leányvállalataival, amik így közvetlen külföldi tulajdonba kerültek, és teljes nyereségük is megjelenik a fizetésimérleg-statisztikákban, attól függetlenül, hogy jövedelmük mekkora része került újrabeftetésre. Ez azért is fontos, mert korábban — mivel közvetlenül egy rezidens vállalat tulajdonában álltak — ha jövedelmeiket teljes mértékben újrabeftették, és így nem fizették ki osztalékként a Magyarországon működő közvetlen külföldi tulajdonban lévő anyavállalatoknak, akkor nyereségük és újrabeftetésük sem jelent meg a fizetési mérleg számaiban, ami hozzájárulhatott az újrabeftetések 2017-ben látott emelkedéséhez.

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



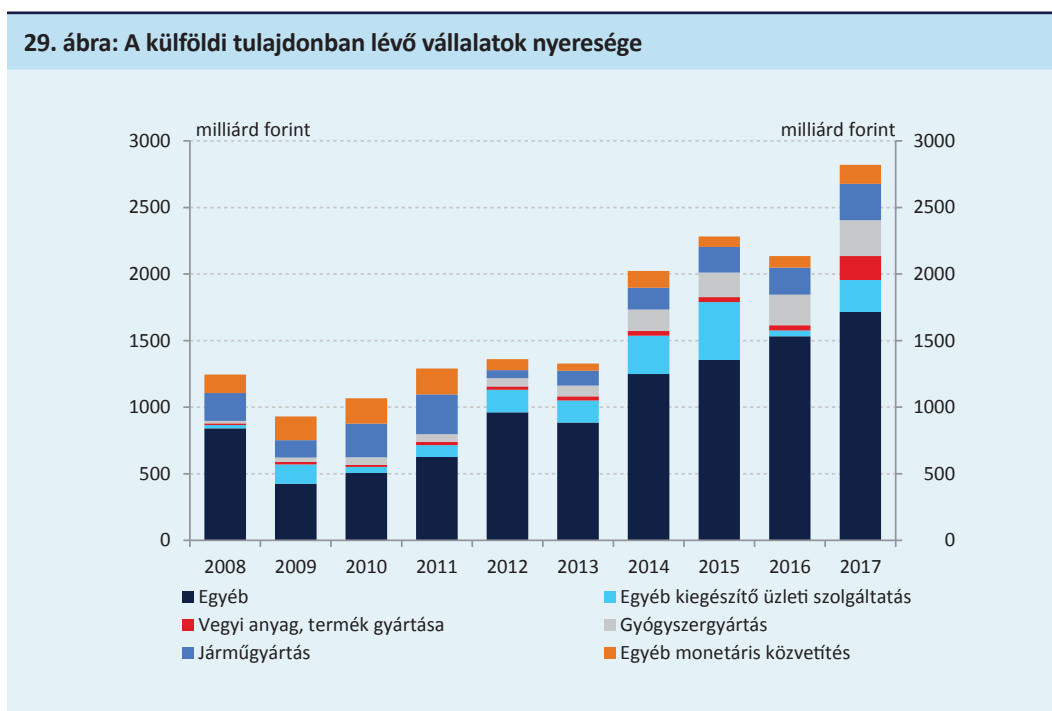
2017-ben számos nagyobb méretű közvetlentőke-befektetéssel rendelkező ágazatban nőtt jelentősen a tőkearányos nyereség, amik közül a korábbi években meghatározó szerepű egyéb üzleti szolgáltatásokat érdemes kiemelni. A külföldi tulajdonú vállalatok közvetlentőke-részesedés arányos jövedelmezősége 2016 és 2017 között átlagosan közel 2,4 százalékponttal emelkedett. A jelentős külföldi befektetéssel rendelkező ágazatok (ahol a külföldi befektetett tőke nagysága meghaladja a 2 milliárd eurót) többségében nőtt a vállalatok eredménye. Érdemes azt is megjegyezni, hogy a legnagyobb bővülést mutató ágazat a vegyipar volt, ahol a ráta több mint 20 százalékponttal emelkedett, azonban ebben is szerepe volt a korábban már említett, multinacionális vállalatoknál megfigyelt szerkezetátalakításnak (28. ábra).

28. ábra: A külföldi vállalatok egyes ágazatokban elért közvetlentőke-részesedés arányos nyereségének növekedése 2017-ben



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

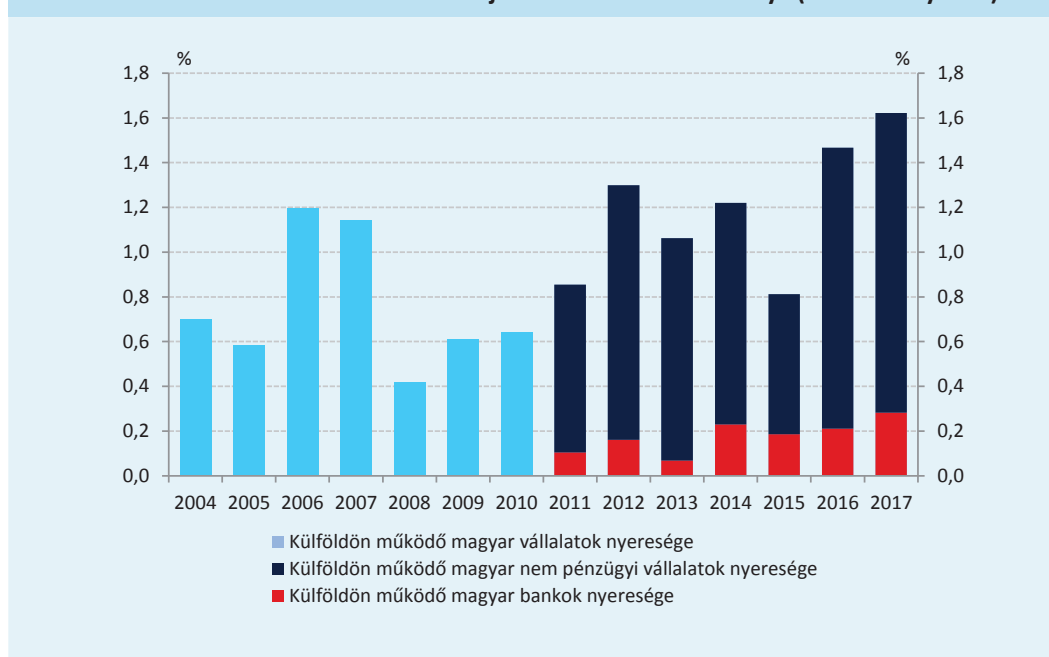
A külföldi közvetlentőke-befektetések nyeresége az ágazatok széles körében emelkedett jelentősen 2017-ben, ami azt jelzi, hogy számos ágazat rendelkezik érdemi külföldi befektetéssel (29. ábra). Míg 2016-ban a vállalati nyereség mérséklődése jelentős mértékben egy ágazathoz volt köthető, addig a jövedelmek 2017-es emelkedése az ágazatok széles körét érintette. Jelentős mértékben nőtt a nyereség a gyógyszergyártás, a vegyi anyag gyártása, a járműgyártás, a banki szolgáltatások, és az egyéb kiegészítő üzleti szolgáltatások ágazatokban is. A befektetések jövedelmezősége az ágazatok széles körében emelkedett az elmúlt évek során, ami arra utal, hogy a külföldiek közvetlentőke-befektetései számos ágazatban jelentősek.



A nettó finanszírozási képességet befolyásoló nyereség nettó egyenlegére a rezidens vállalatok külföldi leányainak nyeresége is hatással van, ami hasonló mértékben kötődött a külföldön működő bankok és nem pénzügyi vállalatok jövedelmének emelkedéséhez (30. ábra). A fizetési mérleg jövedelemegyenlegében¹² a Magyarországon működő külföldi vállalatok jövedelme mellett a külföldön működő, rezidens tulajdonban lévő vállalatok nyereségét is figyelembe kell venni. Ennek GDP-arányos értéke – a 2016-os magas szintről – 2017-ben tovább emelkedett historikusan kiemelkedő értéket érve el. A bevétel emelkedése egyaránt kötődött a külföldön működő bankokhoz és nem pénzügyi vállalatokhoz. A bankok nyereségének emelkedésében szerepe lehetett annak is, hogy 2016 során az OTP horvát és szerb bankokat is felvásárolt, amelyek növelték a csoport 2017-es nyereségét.

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

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

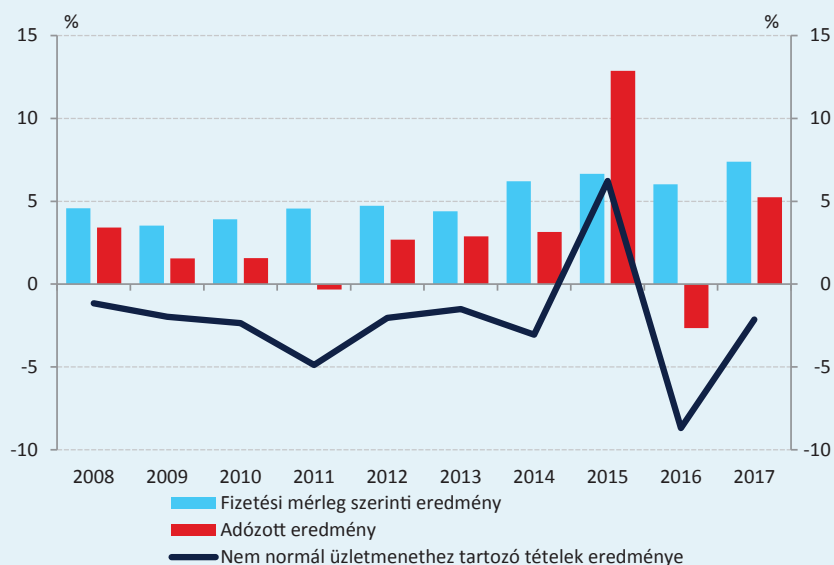


5.5. A külföldi tulajdonú vállalatok adózott eredménye

2017-ben a vállalatok tényleges jövedelme alacsonyabb volt, mint a fizetési mérlegben megjelenő „normál üzletmenet szerinti” jövedelem, ugyanakkor az adózott eredmény nagyobb mértékű növekedést mutatott az egyszeri, 2016-ban összességében veszteséget eredményező tételek kiesése miatt (31. ábra). A nemzetközi előírásoknak megfelelően a statisztikában csak a külföldi tulajdonú vállalatok normál üzletmenet szerinti eredménye jelenik meg – vagyis az egyszeri, jellemzően átértékelődéshez kapcsolódó hatásokat kiszűrik¹³, így a fizetési mérlegben szereplő – normál üzletmenet szerinti – eredmény jóval stabilabb. A nem normál üzletmenethez tartozó tételek a válság óta jellemzően csökkentették a vállalatok nyereségét, így ezen tételek kiszűrése a fizetésimérleg-statisztikában magasabb jövedelemhez és a jövedelem-egyenleg nagyobb hiányához vezetett. 2015-ben ugyanakkor egy belföldön működő multinacionális vállalat egy üzletágának kiugróan magas értéken történő értékesítése miatt a korábbi évektől eltérően a fizetési mérlegben szereplő jövedelem volt alacsonyabb. Ez 2016-ban korrigálódott: míg a külföldi vállalatok fizetési mérleg szerinti eredménye a GDP 6 százaléka közelében alakult, addig az adózott eredmény szerint ennek értéke közel -3 százalékot tett ki, vagyis a vállalati szektor 2016-os vesztesége jelentős mértékben egyszeri tételekhez kapcsolódott. 2017-ben a két mutató közötti eltérés visszatért a múltban megfigyelt értékhez, és a GDP -2 százaléka közelében alakult. Összességében, míg a fizetési mérlegben elszámolt GDP arányos jövedelem csak kisebb mértékben nőtt, addig a külföldi tőkebefektetések adózott eredménye jelentősen emelkedett 2017-ben, és már a válságot megelőző szint közelében alakult.

¹³ Ilyen egyszeri hatásokat jelentenek a vállalatoknál az árfolyam átértékelődése miatti veszteségek; a hitelintézeteknél a kedvezményes árfolyamon végrehajtott végtörlesztés, a lakossági hitelekhez kapcsolódó elszámolások.

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

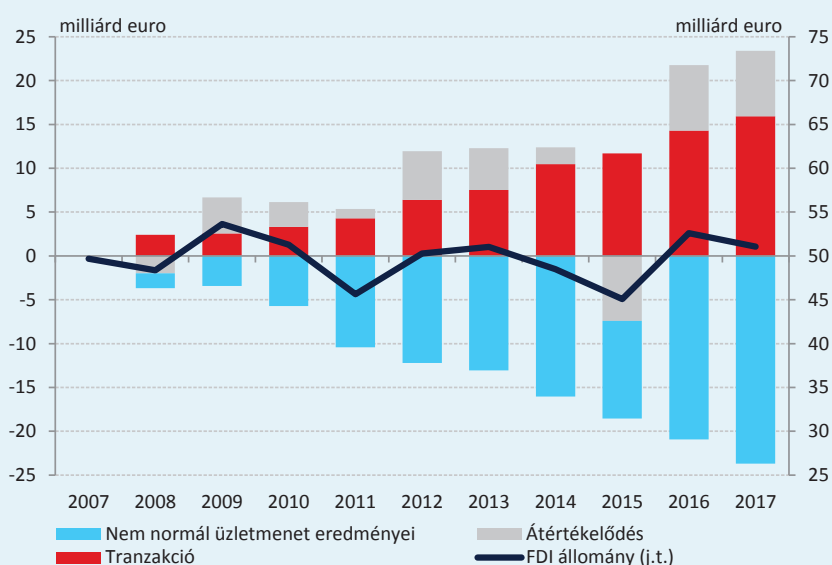


* A külföldi tulajdonú vállalatok által megtermelt nyereség hatása negatív a jövedelemegyenlegre, összhangban a fizetési mérleg jövedelemegyenlegével.

5.6. A közvetlentőke-befektetés állomány alakulása

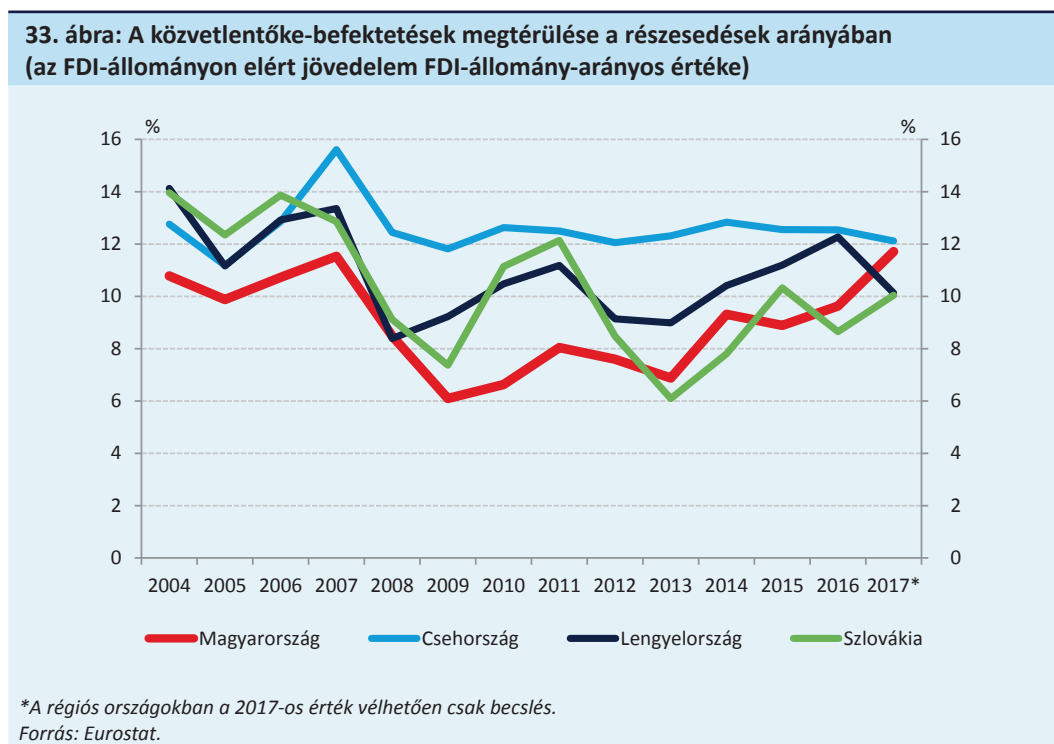
A közvetlentőke-befektetések beáramlását és az átértékelődések állománynövelő hatását egyszeri eredménytételként ellensúlyozták az elmúlt évtizedben, így a számottevő beáramlás ellenére az FDI állomány nem bővült érdemben. Bár a válság óta a tranzakciók alapján több mint 15 milliárd euróval bővült a külföldiek nettó közvetlentőke-befektetése, az állományi adatokban csak ennél jóval kisebb, mindössze 1,4 milliárd eurót kitevő emelkedés figyelhető meg (32. ábra). Ennek hátterében az áll, hogy a fizetési mérlegben, a nem normál működéshez kötődő eredménytétel a COPC korrekció keretében kiszűrésre kerülnek. Ezek a tételek a válság óta — a 2015-ös évet kivéve — a vállalati szektor veszteségeit foglalták magukba. Ezen veszteségek kumulált értéke az elmúlt évtizedben közel 25 milliárd eurót tesz ki. Hasonlóképpen alakult ez 2017 során is: míg a tranzakciók a nettó FDI 1,6 milliárd eurós bővülését mutatják, addig a nem normál üzletmenethez kapcsolódó eredménytétel 2,8 milliárd euróval csökkentették az állományt. Így összességében az FDI beáramlás ellenére az állományi mutatók 1 milliárd eurót meghaladó mérséklődést mutatnak 2017-ben.

32. ábra: A közvetlentőke-befektetések állományváltozásának kumulált tényezői



5.7. Nemzetközi összehasonlítás

Az elmúlt évek folyamatos emelkedésének köszönhetően a Magyarországon megfigyelt jövedelmezőség már meghaladja a régiós átlagot (33. ábra). A közvetlentőke-befektetések régiós megtérülésének vizsgálatához a befektetett tőkéhez viszonyított nyereséget érdemes vizsgálni. A rendelkezésre álló adatok alapján elmondható, hogy 2013 óta a régió összes országában emelkedett a közvetlentőke-befektetések megtérülése. Az arányok együttmozgása már a korábbi években is megfigyelhető volt: Magyarország mellett Szlovákiában és Lengyelországban is mérséklődött a külföldi vállalatok jövedelmének FDI-állományhoz viszonyított aránya a válság kitörését követően és 2011 és 2013 között. Mindez arra utal, hogy a nemzetközi folyamatok jelentősen hatnak a jövedelmezőség alakulására. A visszaeséseket egy 2013-tól kezdődő – Magyarország mellett Szlovákiát és Lengyelországot is érintő – fellendülés követte, amelynek köszönhetően a magyar megtérülési ráta már megközelíti a válság előtt jellemző értékeket, és meghaladja a szlovák és lengyel szintet. Az előzetes adatok alapján az elmúlt évek folyamatos emelkedése Lengyelországban megfordult: a lengyel megtérülés a cseh szintet közelítő szintről a régió legalacsonyabb értékére csökkent. A Csehországban működő külföldi vállalatok nyeresége továbbra is meghaladja a régió többi országában megfigyelt szintet, azonban a többi országhoz képesti különbség jelentősen mérséklődött.

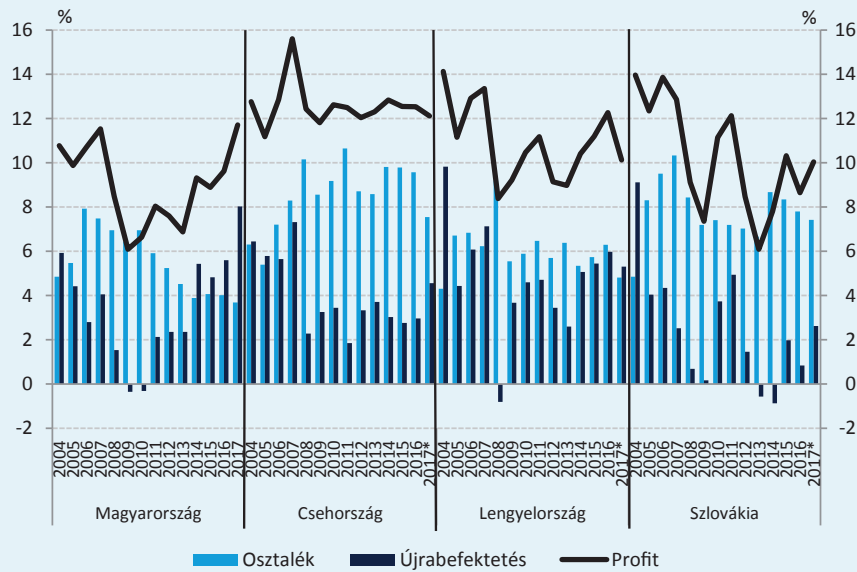


A régiós országokat tekintve Magyarországon a legmagasabb az újrabefektetés: a külföldi tulajdonú vállalatok nyereségüknek már közel kétharmadát újra befektetik (34. ábra). Míg a külföldi vállalatok eredményének kezdeti növekedése a régió országaiban jellemzően az osztalékfizetés emelkedésével járt, addig Magyarországon trendszerűen mérséklődött az osztalékfizetés¹⁴. A 2017-es előzetes adatok alapján ugyanakkor a régió összes országában mérséklődött az osztalékfizetés, amelynek következtében – Lengyelország kivételével – nőttek az újrabefektetések. Lengyelországban a nyereség 2017-es visszaesése bár nagyobb mértékben az osztalékfizetés csökkenésében tükröződött, a jövedelem mérséklődése olyan mértékű volt, hogy az újrabefektetések is csökkentek. Ugyanakkor a régiós újrabefektetések emelkedése ellenére is a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok újrabefektetése a legmagasabb, és továbbra is meghaladják az osztalékfizetés mértékét¹⁵, amely nem jellemző a régió többi országára.

¹⁴ Ebben ugyanakkor 2013-tól részben szerepe lehetett a kiugró osztalékfizetések magyarországi elszámolásának.

¹⁵ A nyereség arányában mért újrabefektetett jövedelmeket növelheti a kiugró osztalékok kezelése is, mivel az eredmény mérséklésén keresztül a jövedelem arányában növeli az újrabefektetett jövedelem szerepét, míg az osztalékét csökkenti. Így ennek is szerepe lehet a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok nyereség arányában magasabb újrabefektetésében.

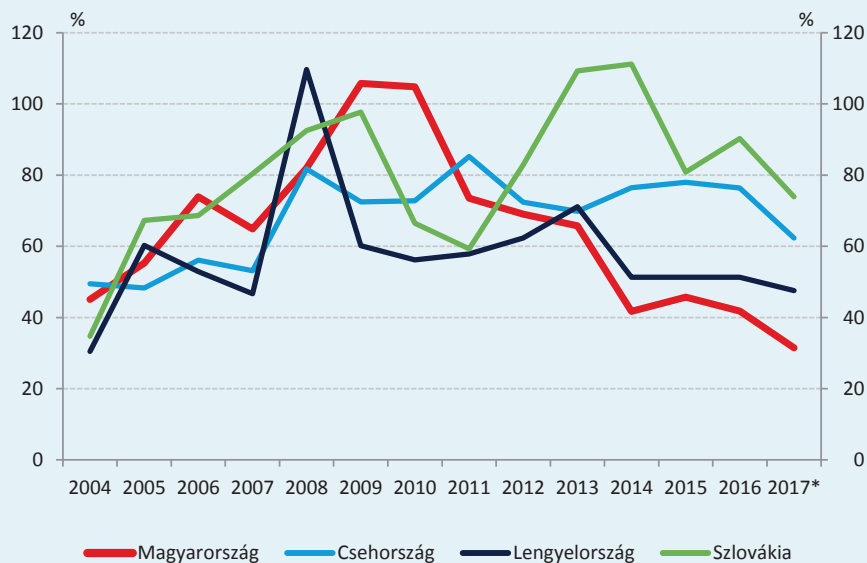
34. ábra: A közvetlentőke-befektetések jövedelmeinek felbontása a régiós országokban (a közvetlentőke-részesedések arányában)



*A régiós országokban a 2017-es érték vélhetően csak becslés.
Forrás: Eurostat.

A régióban továbbra is Magyarországon a legalacsonyabb a jövedelemarányos osztalékfizetés, ami az újrabefektetések magas értékével jár együtt (35. ábra). A válság előtt és a válság első néhány évében nőtt a külföldi vállalatok jövedelemarányos osztalékfizetése, ami a válság éveiben érte el legmagasabb értékét. A külföldi anyavállalatok likviditásigénye – a növekedési kilátások visszaesése mellett – emelkedett, ami azt eredményezte, hogy a vállalatok Magyarország mellett rövid ideig Lengyelországban is nem csak adott évi nyereségük, hanem a korábbi évek nyereségeiből felhalmozott eredménytartalék terhére is fizettek osztalékot külföldi tulajdonosaik számára. Az osztalékfizetési arány 2013-2014-et követően a régió minden országában mérséklődött, ugyanakkor a legnagyobb mérséklődés Magyarországon történt: a külföldi vállalatok Magyarországon megtermelt jövedelmük mindössze 30 százalékát fizetik ki osztalékként. Mindez azt is jelenti, hogy Magyarországon a legmagasabb a külföldi tulajdonú vállalatok újrabefektetése.

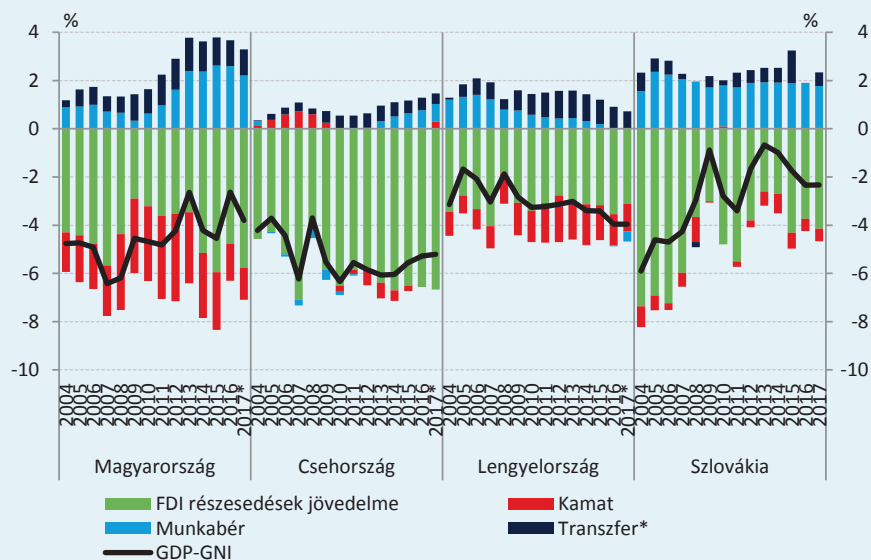
35. ábra: Osztalékfizetések aránya a nyereséghez képest



*A régiós országokban a 2017-es érték még vélhetően becslésen alapul.
Forrás: Eurostat

A magyar GNI-GDP-rés a külföldi vállalatok nyereségének emelkedése ellenére is viszonylag alacsony (36. ábra). A bruttó nemzeti jövedelem (GNI) és a bruttó hazai termék (GDP) közötti különbség a külfölddel kapcsolatos jövedelemfizetésekből áll, amelynek jelentős részét a külfölddel kapcsolatos kamatfizetések és a külföldi vállalatok nyeresége teszi ki – vagyis a külföldi vállalatok jövedelmének alakulása a GNI-GDP résre is hatással van. A régiós országokban a külföldiek közvetlen-tőke-befektetései jellemzően érdemben meghaladják a rezidensek külföldi befektetéseit, ezért a GNI értéke is elmarad a bruttó hazai termék értékétől. A jövedelemkiáramlás a magas külső tartozásállomány miatt Magyarországon és Csehországban volt a legmagasabb a válság előtti években. Ennek hátterében Magyarországon a régiós országoknál magasabb külső adóssághoz kapcsolódó nagyobb kamatfizetés, míg Csehország esetében a külföldi vállalatok magasabb jövedelmezősége állt. A válság kitörését követően jelentősen visszaesett a külföldi vállalatok eredménye, azonban a növekvő kamatkiadások – elsősorban Magyarországon – magasan tartották a GNI és GDP közötti eltérést. A válságot követő növekedéssel párhuzamosan a régió összes országában nőtt a részesedésekhez kapcsolódó jövedelemkiáramlás. Magyarországon az egyre csökkenő kamatkiadások mellett a munkavállalói és a transzferjövedelmek egyenlege is pozitívan járult hozzá a jövedelmek emelkedéséhez, így a rés mérséklődéséhez. Ennek eredményeként az elmúlt években a magyar GNI-GDP-rés jelentősen csökkent, és ma már – a külföldi vállalatok jövedelmének 2017-es emelkedése ellenére – viszonylag alacsonynak számít a régióban.

36. ábra: A GNI és GDP közötti eltérés felbontása (GDP arányában)



*A régiós országokban a 2017-es érték még vélhetően becslésen alapul.

Forrás: Eurostat

Ábrák és táblázatok jegyzéke

1. ábra: A külső finanszírozási képesség tényezőinek* alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	7
2. ábra: A revíziók hatása a jövedelemegyenlegre és a külső finanszírozási képességre, GDP-arányos értékek	8
1. táblázat: A revíziók hatása a külső finanszírozási képesség tényezőire (milliárd euro).....	9
3. ábra: A revíziók hatása a nettó FDI-befektetésekre	9
4. ábra: A külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	10
5. ábra: Az export és import éves reálnövekedése	10
6. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás)	11
7. ábra: A belföldi felhasználás éves növekedési üteme és a nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulása	11
8. ábra: A jövedelemegyenleg* tételeinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	12
9. ábra: A transzferegyenleg tételeinek négy negyedéves alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	13
10. ábra: A régiós országok négy negyedéves külső finanszírozási képessége (a GDP arányában)	13
11. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség és a „Tévedések és kihagyások egyenlege” (négy negyedéves GDP-arányos értékek)	14
12. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)	15
13. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók)	16
14. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása	16
15. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának és követelésének alakulása (kumulált tranzakciók)	17
16. ábra: Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságváltozásának felbontása (kumulált tranzakciók)	18
17. ábra: A nettó külső adósság változásának összetevői (kumulált, tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos értékek, 2007 vége = 0)	19
18. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság (GDP-arányos értékek, tulajdonosi hitel nélkül)	20
19. ábra: A bankrendszer külföldi eszközeinek és tartozásának alakulása (GDP-arányos értékek).....	21
20. ábra: A hátralévő futamidő szerinti rövid bruttó külső adósság alakulása	21
21. ábra: A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és devizatartalék-állománya	22
22. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége* (négy negyedéves GDP-arányos adatok)	23
23. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok).....	24
24. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók)	24
25. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmének felhasználása ¹¹ (a GDP arányában)	26
26. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok nyeresége a közvetlentőke-részesedések arányában Magyarországon és a kifizetett osztalék a nyereség arányában	27
27. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok nyeresége és az export alakulása (változás az előző évhez képest)	28
28. ábra: A külföldi vállalatok egyes ágazatokban elért közvetlentőke-részesedés arányos nyereségének növekedése 2017-ben	28
29. ábra: A külföldi tulajdonban lévő vállalatok nyeresége	29
30. ábra: A külföldön működő rezidens tulajdonú vállalatok eredménye (a GDP arányában)	30
31. ábra: A normál üzletmenet szerinti és az adózott eredmény szerinti nyereség* (GDP arányában)	31
32. ábra: A közvetlentőke-befektetések állományváltozásának kumulált tényezői	31
33. ábra: A közvetlentőke-befektetések megtérülése a részesedések arányában (az FDI-állományon elért jövedelem FDI-állomány-arányos értéke)	32
34. ábra: A közvetlentőke-befektetések jövedelmeinek felbontása a régiós országokban (a közvetlentőke-részesedések arányában)	33
35. ábra: Osztalékfizetések aránya a nyereséghez képest	33
36. ábra: A GNI és GDP közötti eltérés felbontása (GDP arányában)	34

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 ország rész gazdasága és kulturális élete egyaránt fejlődésnek indult – ezt az időszakot általában úgy emlegetik, mint „Erdély aranykora”.

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

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

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

FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2018. október

Nyomda: Pauker–Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.