



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS



2019
OKTÓBER

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

*Levelek 27
Bethlen Gábor*



FIZETÉSI MÉRLEG JELENTÉS

2019
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 közgazdasági elemzésekért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt a Monetáris politika és pénzügyi elemzés igazgatóságán készült. A jelentés készítésében részt vettek: Boldizsár Anna, Nagy-Kékesi Zsuzsa, Kóczyán Balázs, Koroknai Péter, Simon Dániel, Sisak Balázs és Varga Márton. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

A jelentés a 2019. szeptember 20-áig terjedő időszak releváns információit dolgozta fel.

Összefoglaló

Magyarország külső finanszírozási képességének négy negyedéves értéke **2019 II. negyedévében** – enyhe csökkenést követően – **a GDP 1,6 százalékát tette ki**. Ezzel az értékkel a magyar gazdaság külső finanszírozási képessége továbbra is **meghaladja a régió országaiban tapasztalt szintet**. A folyó fizetési mérleg változását a stabilan növekvő exportértékesítések mellett az **erős beruházási folyamatokból következő importigény alakítja**.

A reálgazdasági tranzakciók oldaláról vizsgálva a külső finanszírozási képesség **mérséklődése mögött** – a hosszú távú gazdasági növekedést megalapozó – szerkezeti változás, az **erős beruházásnövekedés** és kapacitás-bővülés miatt növekvő importigény állt. A folyamat eredményeként a **beruházási ráta 27 százalék fölé, historikusan magas szintre emelkedett**. Az **EU-transzferek stabilan magas felhasználása** mellett a transzferegenleg nem változott érdemben. A finanszírozási képesség többi komponensét **tekintve a szolgáltatásnyerő ágazatok aktívuma továbbra is jelentős, a jövedelemnyerő ágazatok hiányának mérséklődése** pedig 2019 második negyedévében is folytatódott, ami továbbra is a külföldre fizetett kamatkifizetés csökkenésének köszönhető.

A negyedéves adatközléssel egyidejűleg sor került revízióra is, amelynek hatására **a folyó fizetési mérleg 2018-ban a GDP arányban 0,5 százalék körüli hiányt mutat**. Az alacsonyabb folyó fizetési mérleg egyenleg irányába több tényező hatott. Egyrészt az éves GDP felülvizsgálatához kötődően **mérséklődött a külkereskedelmi egyenleg**. Másrészt **a másodlagos jövedelmek (viszonylatlan folyó átutalások) egyenlege is csökkent, ami a külföldön dolgozók hazautalásaira vonatkozó becslési módszertan változásából ered**. Harmadrészt a jövedelemnyerő ágazatok hiánya is enyhén magasabb: a hazánkban működő külföldi tulajdonú vállalatok jövedelme **enyhén magasabb** volt a becslésnél, illetve az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozók jövedelme is **enyhén csökkent**. A folyó fizetési mérleg 2018-as adatának **revízió miatti csökkenése azonban nem járt a külső finanszírozási képesség érdemi mérséklődésével**, mivel a vállalatok tőkebefektetése nagymértékben növelte a tőkemérleg egyenlegét. A revízió a korábbi évekre vonatkozóan is csökkentette a két külső egyensúlyi mutatót, ugyanakkor **nem befolyásolta a külső adósságmutatók elmúlt években bekövetkezett süllyedését**.

A finanszírozási adatok alapján a **négy negyedéves finanszírozási igény a GDP 0,5 százalékát tette ki**, ami az adósságjellegű források kiáramlásának mérséklődése és a nem adósság típusú források jelentős mértékű beáramlása mellett alakult ki. **A negyedéves adatot tekintve a külföldi források szerkezete változott az előző negyedévekhez képest**: részben a jellemzően a második negyedévben kifizetett osztalék miatt **csökkent a külföldiek közvetlen befektetése, amellyel párhuzamosan – a korábbi negyedévek jelentős adósságcsökkenése után – a gazdaság adósságjellegű forrásai kismértékben emelkedtek**. Az adósság típusú nettó forrásbeáramlás döntően a külföldiek állampapír-vásárlásához kötődött, miközben a bankrendszer tovább mérsékelte külső adósságát.

A nettó külső adósság a 2011 közepe óta tartó szinte folyamatos mérséklődését követően 2019 II. negyedévében – főként átértékelődési hatások miatt – kismértékben nőtt, és a GDP 8,8 százalékát tette ki. Az emelkedésben csak kis szerepet játszott az adósságjellegű források növekedése, amit a nominális GDP-növekedés nagyjából ellensúlyozott is. Az adósságráta átmeneti emelkedése döntően az állományok átértékelődésével magyarázható: az **állampapírok hozamának csökkenése mintegy 0,7 százalékponttal növelte** a mutatót a második negyedév során. Bár a **hozamok csökkenése fenntarthatósági szempontból kedvező**, a hozamcsökkenés azonban növeli a külföldiek kezében lévő állampapírok értékét is – növelve ezzel a külső adósságráták nagyságát is. Az adósság átmeneti emelkedésével, és az év hátralévő részében várhatóan stabil finanszírozási képességgel összhangban a nettó külső adósság csökkenése 2019-ben is folytatódik. A bruttó külső adósság a GDP 56,2 százalékára csökkent. A mérséklődést támogatta a bankok és a vállalatok adósságfelépítése is. **Az ország külső sérülékenysége szempontjából kiemelten fontos rövid külső adósság közel 1,6 milliárd euróval 17,8 milliárd euróra süllyedt**, ami főként az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság mérséklődéséhez köthető. **A devizatartalék szintje így továbbra is érdemben meghaladja a befektetők által elvárt, biztonságosnak tartott szintet**.

A **megtakarítási folyamatok is a dinamikus gazdasági növekedést támogató szerkezetet** mutatnak. Az erős beruházási aktivitással összhangban, a magyar gazdaság külső finanszírozási képességének mérséklődése 2019 második negyedévében is a **magánszektor négy negyedéves nettó pozíciójának csökkenésére vezethető vissza**, miközben folytatódott a fegyelmezett költségvetési politika az állam finanszírozási igényének további mérséklődését okozta. **A lakosság megtaka-**

rítási rátája változatlanul magas, amit a Magyar Állampapír Plusz megjelenése is támogatott. A lakossági állampapír-portfólió szerkezete az új állampapír (MÁP+) megjelenése miatt a hosszabb lejáratú papírok felé tolódott el.

Kiemelt témaként **a Magyarországon működő külföldi vállalatok jövedelmét** vizsgáltuk meg. A beérkező tényadatok alapján 2018-ban **enyhén mérséklődött** a külföldi tulajdonú vállalatok GDP-arányos nyeresége. A profit mérséklődése mellett **nem változott a tulajdonosok részére kifizetett osztalék értéke**, így a jövedelem visszaesése az újrabefektetések csökkenésében tükröződött. A mérséklődés ellenére **az újrabefektetések mértéke továbbra is magas**: a külföldi vállalatok megtermelt jövedelmük közel 70 százalékát továbbra is Magyarországon fektették be, ami **régiós összevetésben az egyik legmagasabb érték**. A Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok profitjának enyhe csökkenése **a GNI–GDP közötti különbség kismértékű mérséklődésében is tükröződött**: összességében a magyar GNI–GDP rés megfelel a régió átlagának.

Tartalom

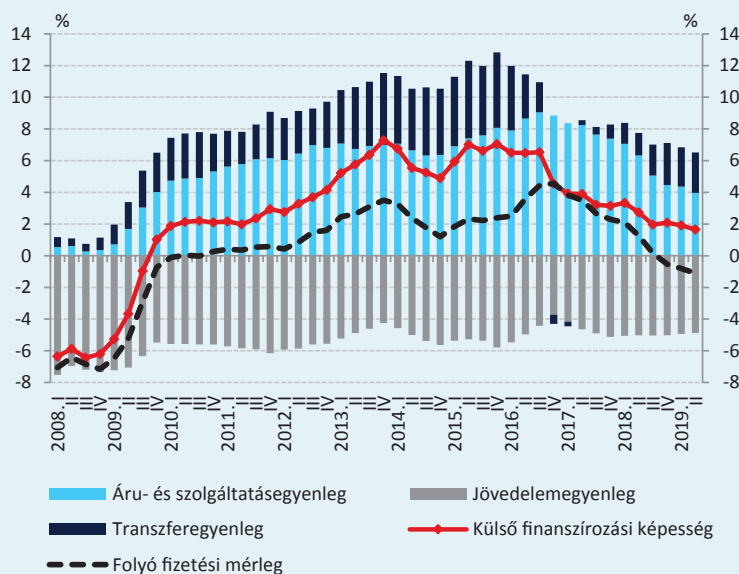
Összefoglaló	3
1. Reálgazdasági megközelítés	7
1.1. Külkereskedelmi egyenleg	9
1.2. Jövedelemegyenleg	12
1.3. Transzferegyenleg.....	12
1.4. Régiós kitekintés.....	13
2. Finanszírozási megközelítés	15
2.1. Nem adósság jellegű források	16
2.2. Adósságjellegű források	17
3. Állományi mutatók alakulása.....	19
3.1. A nettó és bruttó külső adósság alakulása	19
3.2. A rövid külső adósság alakulása	20
3.3. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása.....	21
4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés.....	23
5. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelme.....	26
5.1. Bevezetés	26
5.2. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelme a fizetési mérlegben.....	26
5.3. A bankok és nem pénzügyi vállalatok jövedelmezőségének összehasonlítása	27
5.4. Mi áll a vállalati profit alakulásának hátterében?	28
5.5. A külföldi tulajdonú vállalatok adózott eredménye.....	31
5.6. Nemzetközi összehasonlítás.....	31
Ábrák és táblázatok jegyzéke, keretes írások.....	35

1. Reálgazdasági megközelítés

A reálgazdasági megközelítés szerint 2019 második negyedévében a magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége a GDP 1,6 százalékát, amíg a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 1,1 százalékát tette ki. Magyarország külső egyensúlyi mutatóinak alakulása továbbra is összhangban van a régióban tapasztalt folyamatokkal, és a külső finanszírozási képességet tekintve a régió élmezőnyébe tartozik. A külső finanszírozási képesség mérséklődése mögött a külkereskedelmi egyenleg folytatódó csökkenése állt, miközben az EU-transzferek stabilan magas felhasználása mellett a transzferegyenleg nem változott érdemben. A külkereskedelmi többlet 2019 második negyedévi mérséklődéséhez az áruegyenleg hiányának emelkedése nagyobb, amíg a szolgáltatásegyenleg többletének mérséklődése kisebb részben járult hozzá. A nettó export második negyedévi mérséklődése arra vezethető vissza, hogy az export növekedési ütemének csökkenése meghaladta az importét. Az export dinamikájának alakulásában az ipari termelés lassabb bővülésének hatása tükröződött. A negyedév során megszűnt a cserearányok romlásának egyenlegrontó hatása. A jövedelemegyenleg hiánya a külföldre fizetett kamatkiadás csökkenésének köszönhetően tovább mérséklődött.

2019 második negyedévében Magyarország reálgazdasági megközelítés szerinti négy negyedéves külső finanszírozási képessége a GDP 1,6 százalékát tette ki, amíg a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 1,1 százaléka volt (1. ábra). Az igazítatlan negyedéves adatok szerint a második negyedévi külső finanszírozási képesség 760 millió euro volt, ami úgy alakult ki, hogy a tőkemérleg 880 millió eurós aktívumát csökkentette a folyó fizetési mérleg enyhe, 120 millió euro körüli hiánya. A folyó fizetési mérleg négy negyedéves hiányának emelkedése és a külső finanszírozási képesség mérséklődése döntően a külkereskedelmi többlet folytatódó csökkenéséhez kötődött.

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



* Jövedelemegyenleg: munkajövedelem és részesedéshez, hitelhez kapcsolódó jövedelem. Transzferegyenleg: tőkemérleg, egyéb elsődleges és másodlagos jövedelem.
A külön nem jelölt ábrák forrása az MNB.

1. keretes írás: Revízió a fizetési mérlegben

A revíziók hatására a fizetési mérleg adatközlésében visszamenőlegesen módosultak a fizetésimérleg- adatok (2. ábra). A második negyedéves fizetésimérleg-adatok megjelenésekor az MNB a korábbi évek adataiban történt revíziókat is publikálta. Az idei szeptemberi adatközlés a szokásos revíziók mellett az Európai Statisztikai Rendszer (ESR) és a Központi Bankok Európai Rendszere (KBER) közös ajánlására végrehajtott, úgynevezett benchmark revíziót is tartalmazott. Az utóbbi során öt évente a teljes visszamenőleges idősort lehet módosítani annak érdekében, hogy a lehető leghosszabb, konzisztens makrogazdasági idősorok kerüljenek közzétételre – így ekkor nyílik lehetőség a becslések, adatjavítások, módszertani változások rendszeres normál revíziós időszakon túlnyúló, egészen 1995-ig

történő visszavezetésére is. Továbbá a revízió részét képezte, hogy a szeptemberi adatközléskor ismerhettük meg a végleges éves számokat a 2018-as vállalati jövedelmi adatokról (bővebben lásd a kiemelt témát). A legfontosabb változások a 2018-as év vonatkozásában az alábbiak:

- A legnagyobb változás a másodlagos jövedelmek (korábban viszonzatlan folyó átutalás) alacsonyabb egyenlegéhez (600 millió euro) kötődik, ami abból ered, hogy a benchmark revízió keretében a KSH új becslési módszertant alakított ki a külföldön dolgozók jövedelmének, az ehhez kapcsolódó transzfereknek, illetve a hazautalások adatainak elszámolására.

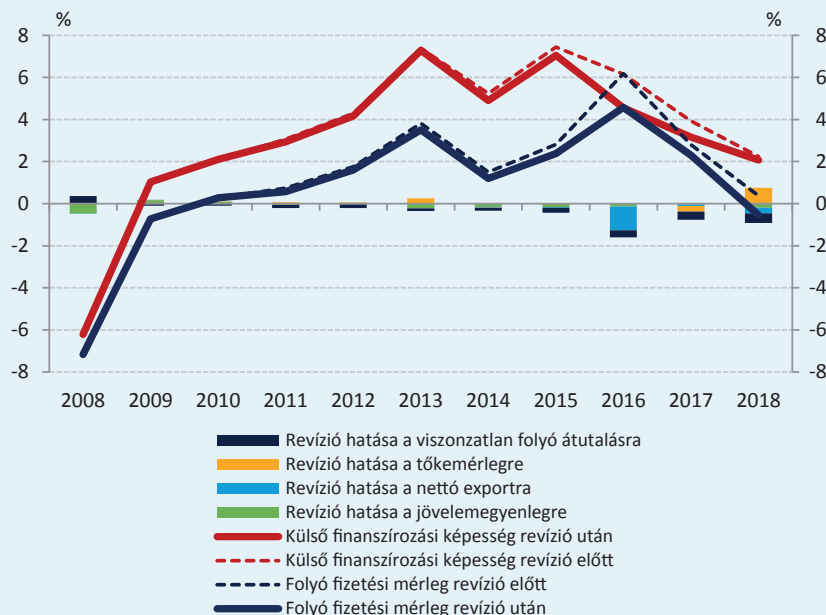
- Az áru- és szolgáltatásegyleg 350 millió euróval csökkent, ami először a fizetésimérleg-statisztikában jelent meg.

- A jövedelemegyleg 260 millió euróval csökkent, amelyben több tényező játszott szerepet. Egyrészt a hazánkban működő külföldi tulajdonú vállalatok 2018-as nyereségére eddig becslött adatokat a vállalati kérdőívek alapján tények váltották fel, ami szerint a korábban jelzethnél enyhén nagyobb vállalati jövedelem növelte a jövedelemegyleg hiányát. Másrészt – szintén a külföldön dolgozók jövedelmét érintő becslési módszertan megváltozása miatt – az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozók jövedelme is enyhén mérséklődött.

- A folyó fizetési mérleget nem érintette, azonban a tőkemérlegben nagymértékű pozitív elmozdulást (1 milliárd euro) okozott a vállalatok tőkebefektetésével összefüggésben a nem-termelt, nem-pénzügyi eszközök kiugró bevételi többlete.

Így összességében a folyó fizetési mérleg egyenlege 2018-ban a GDP 0,5 százalékát kitevő hiányt mutatott, amíg a külső finanszírozási képesség a tőkemérleg pozitív elmozdulása miatt továbbra is a korábban jelzett 2 százalék körül alakult.¹

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



A fizetési mérleg revíziójának hatására a finanszírozási oldal is változott, összességében azonban jelentősen mérséklődött a „Tévedések és kihagyások egyenlege”. A fizetésimérleg-statisztikák külföldi vállalatok nyereségére vonatkozó adatai a szeptemberi revíziókor a beérkező vállalati kérdőívek miatt is módosulnak, ami a közvetlentőke-befektetések értékére is hatással van. A 2018-as év közvetlentőke-befektetésének egyenlege a vállalati jövedelmi tényadatok hatásra kismértékben csökkent. A nettó FDI-beáramlást ugyanakkor nagyobb mértékben mérsékelte a vállalatok

¹ A pénzügyi és a nem-pénzügyi számlákkal való összhang megteremtése érdekében történő revízió a korábbi évekre vonatkozóan is csökkentette a két külső egyensúlyi mutatót.

tőkekifektetéséről beérkezett új információk. Így összességében a közvetlentőke-befektetések nettó beáramlása 0,9 milliárd euróval 2,8 milliárd euróra csökkent, ami még így is magasabb az előző években megfigyelt értékeknél. A benchmark revízió keretében egy új becslési módszertan is kidolgozásra került a külföldi háztartások ingatlanbefektetéseire. Az új adatforrás alapján történő becslés a nettó FDI-beáramlást évente mintegy 0,2 milliárd euróval növelte a 2008–2018 közötti időszakban. Eközben a revízió az ország adósságmutatóit nem érintette. A revíziók hatására jelentősen (az elmúlt három év átlagában több mint 1 milliárd euróval) csökkent a fizetésimérleg-statisztikában szereplő „Tévedések és kihagyások egyenlege”. 2019 első negyedében a felülről számított finanszírozási képesség 0,3 milliárd euróval mérséklődött a revízió miatt, amelyhez mindhárom komponens csökkenése hozzájárult. Ehhez hasonló mértékben változott az alulról számított finanszírozási képesség is, ami az adósságjellegű források kiáramlásának enyhe csökkenéséhez és a közvetlentőke-befektetések beáramlásának kismértékű növekedéséhez volt köthető.

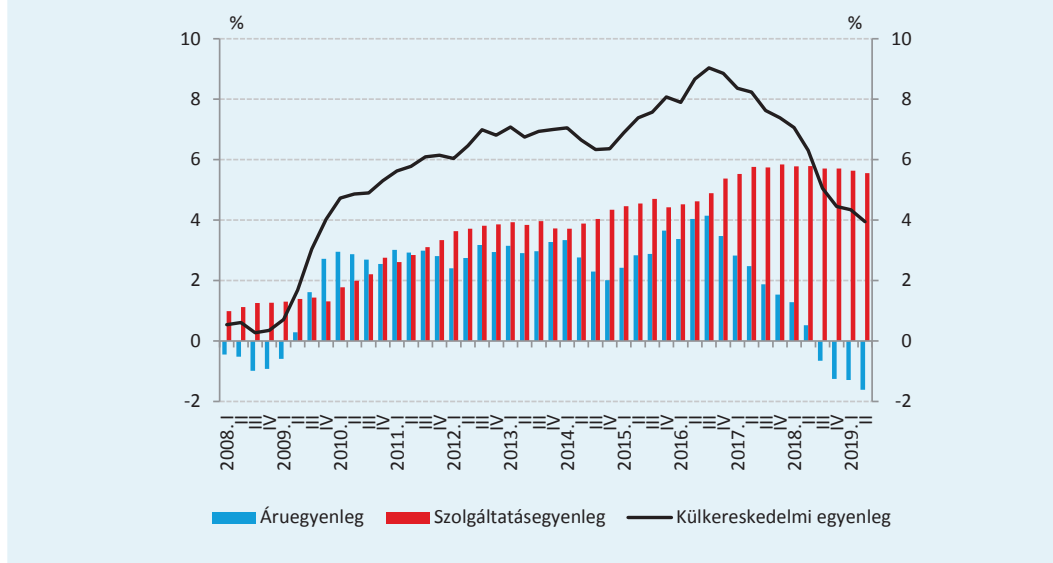
1. táblázat: A revíziók hatása a külső finanszírozási képesség tényezőire (milliárd euro)

	2015	2016	2017	2018	2019. I. n.év
I. Finanszírozási képesség változása a reálgazdasági megközelítésből (1+2+3)	-0,4	-1,8	-0,9	-0,2	-0,3
1. Áru- és szolgáltatásegyleg	0,0	-1,3	-0,1	-0,3	-0,1
2. Jövedelemegyleg	-0,2	-0,2	0,0	-0,3	-0,1
3. Transzferegyleg	-0,2	-0,4	-0,8	0,4	-0,1
Folyó fizetési mérleg	-0,5	-1,8	-0,6	-1,2	-0,3
II. Finanszírozási képesség változása a finanszírozási oldalról (5+...+8)	-0,2	-0,3	-0,6	1,0	-0,2
5. Közvetlentőke-befektetés	-0,2	-0,3	-0,3	0,9	-0,1
6. Portfólió részvény	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
7. Pénzügyi derivatívák	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
8. Nettó adósság	0,0	0,0	-0,3	0,2	-0,1
Tévedések és kihagyások egyenleg (I.-II.)	-0,2	-1,5	-0,3	-1,2	-0,1

1.1. Külkereskedelmi egyenleg

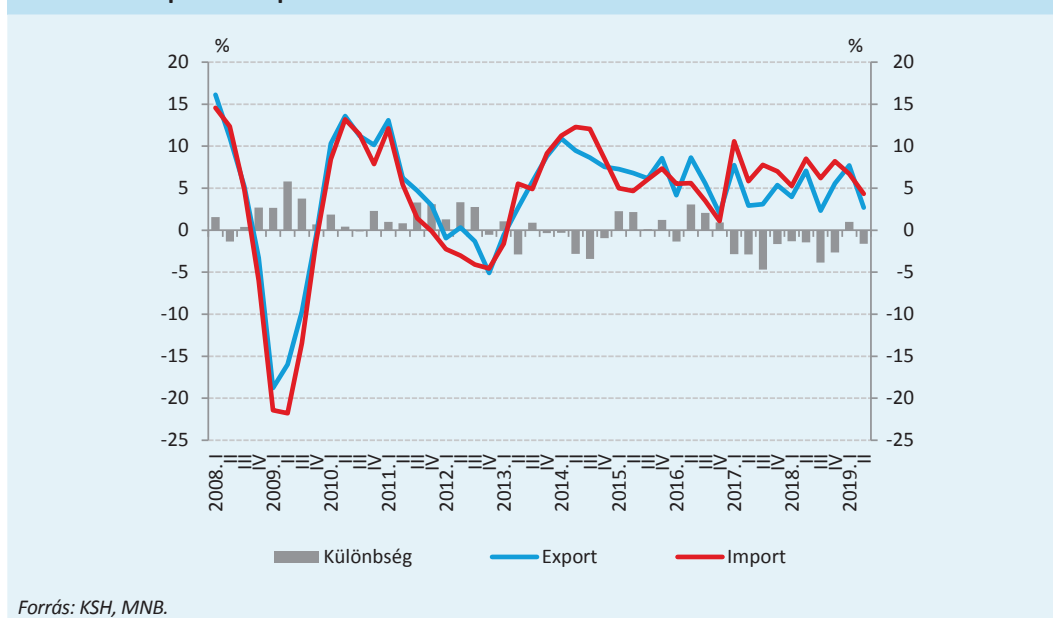
2019 második negyedében tovább mérséklődött a külkereskedelmi egyenleg többlete, ami azonban a szolgáltatás-egyenleg aktívumának köszönhetően továbbra is jelentős (3. ábra). A külkereskedelmi egyenleg 2017 eleje óta tartó trendszerű csökkenése 2019 második negyedében is folytatódott, így négy negyedéves értéke a GDP mintegy 4 százalékát tette ki. A külkereskedelmi többlet 0,4 százalékpontos csökkenéséhez nagyobb részben az áru-egyenleg, kisebb részben a szolgáltatásegyleg mérséklődése járult hozzá. Az áru-egyenleg hiánya a második negyedében a GDP 1,6 százalékával mérsékelte a külkereskedelmi többletet, amíg a szolgáltatásegyleg többlete a GDP 5,6 százalékát tette ki. A szolgáltatás-szektor tehát továbbra is jelentős szerepet játszik a külkereskedelmi egyenleg többletében.

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



2019 második negyedévében az exportdinamika az import növekedési üteménél nagyobb mértékben lassult, így az import reálnövekedési üteme újra meghaladta az exportét (4. ábra). Az export reálnövekedési ütemének 2019 első negyedévében látott – készletek felhasználása miatti – növekedése a második negyedévben lassulásba váltott. Az áruexport éves növekedési ütemének csökkenése az ipari termelés lassabb bővülésével párhuzamosan valósult meg, amelyhez naptárhata is hozzájárult. Az importigényes belső keresleti tételek (beruházások, fogyasztás) – lassulva ugyan, de – tovább folytatódó bővülésének hatására a behozatal reálnövekedése is mérséklődött, ugyanakkor meghaladta az export dinamikáját.

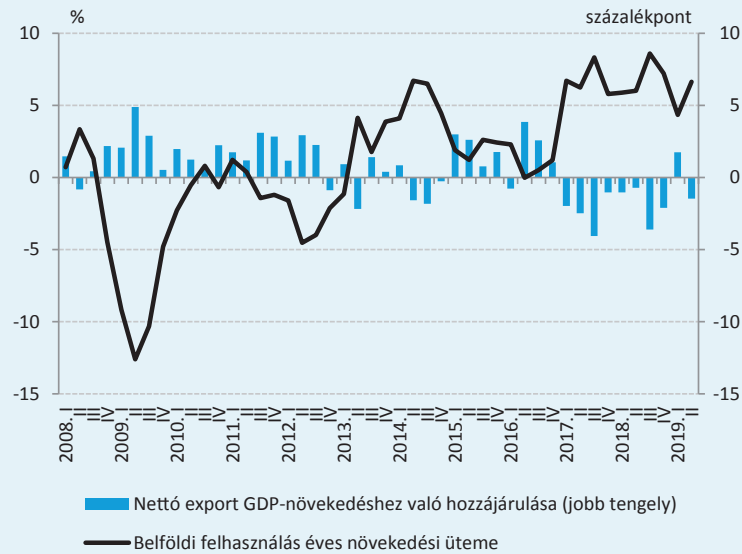
4. ábra: Az export és import éves reálnövekedése



Forrás: KSH, MNB.

A belföldi felhasználás éves növekedési üteme az előző negyedévi lassulás után újra emelkedett, miközben a nettó export fékezte a növekedést (5. ábra). 2019 második negyedévében a lakossági fogyasztás – a korábbi negyedévekhez képest mérsékeltebb ütemben – tovább emelkedett és a szektorok beruházása is dinamikusabban bővült, ami a belföldi felhasználás emelkedésében tükröződött. A beruházások emelkedéséhez az építőipari termelés dinamikus növekedése és a feldolgozóipari kapacitásbővítések miatti gépjellegű beruházások egyaránt hozzájárultak. A belső keresleti tételek növekedésével párhuzamosan bővült az import, a bővülés üteme meghaladta a kivitel növekedését, így a második negyedévben negatív volt a nettó export növekedési hozzájárulása.

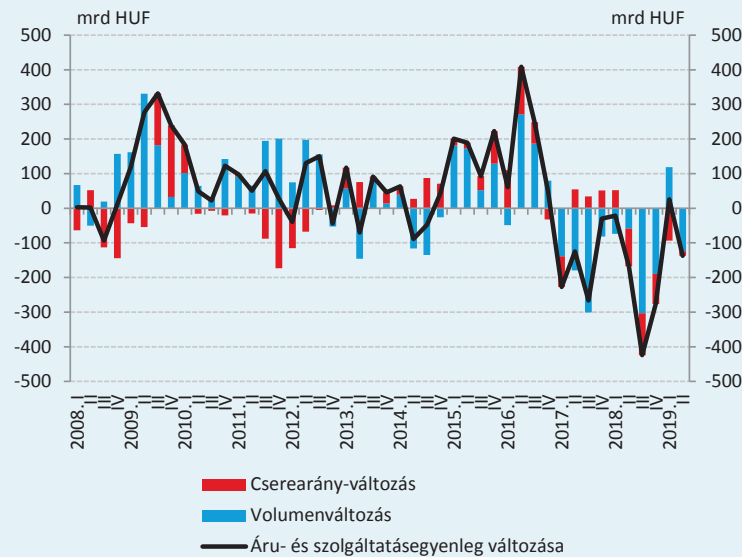
5. ábra: A belföldi felhasználás éves növekedési üteme és a nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulása



Forrás: KSH.

A külkereskedelmi többlet 2019 második negyedévi mérséklődése a volumenváltozásra vezethető vissza, a cserearányok változása érdemben nem befolyásolta az egyenleget. Amíg 2018-tól az emelkedő olajárak következtében a cserearányok romlása jelentősen rontotta a külkereskedelmi egyenleget, addig ez a hatás 2019 második negyedévére megszűnt, vagyis az árváltozások már nem befolyásolták érdemben a külkereskedelmi többletet. A volumenváltozás nettó exportot csökkentő hatása – amely 2019 első negyedéve kivételével több mint két éve tart – 2019 második negyedévében is fennmaradt (6. ábra).

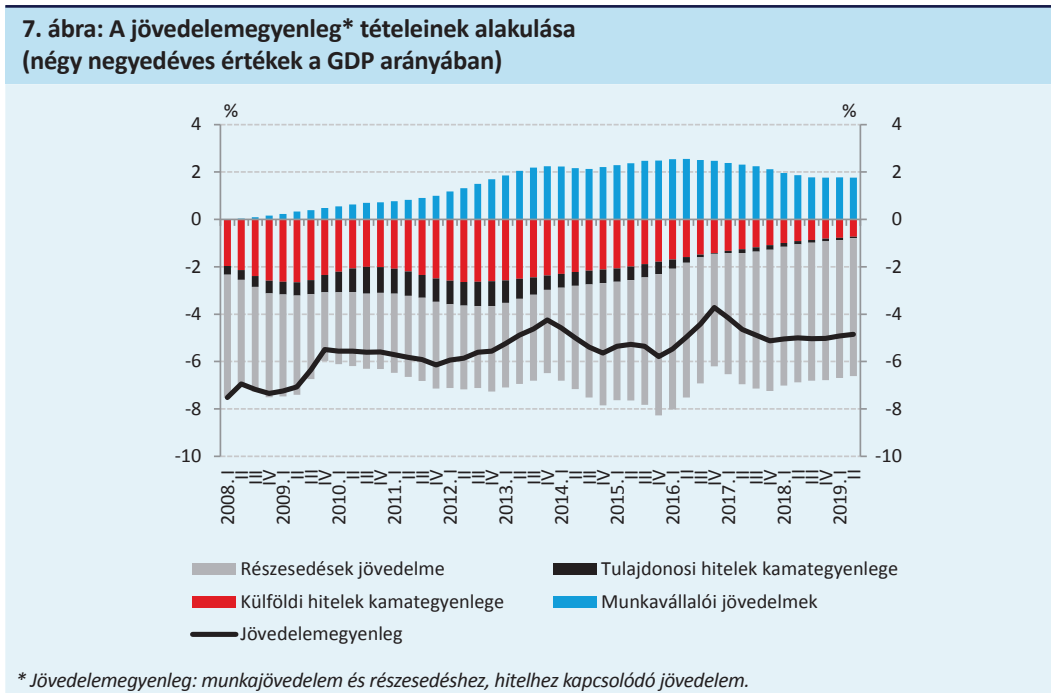
6. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás)



Forrás: KSH.

1.2. Jövedelemegyenleg

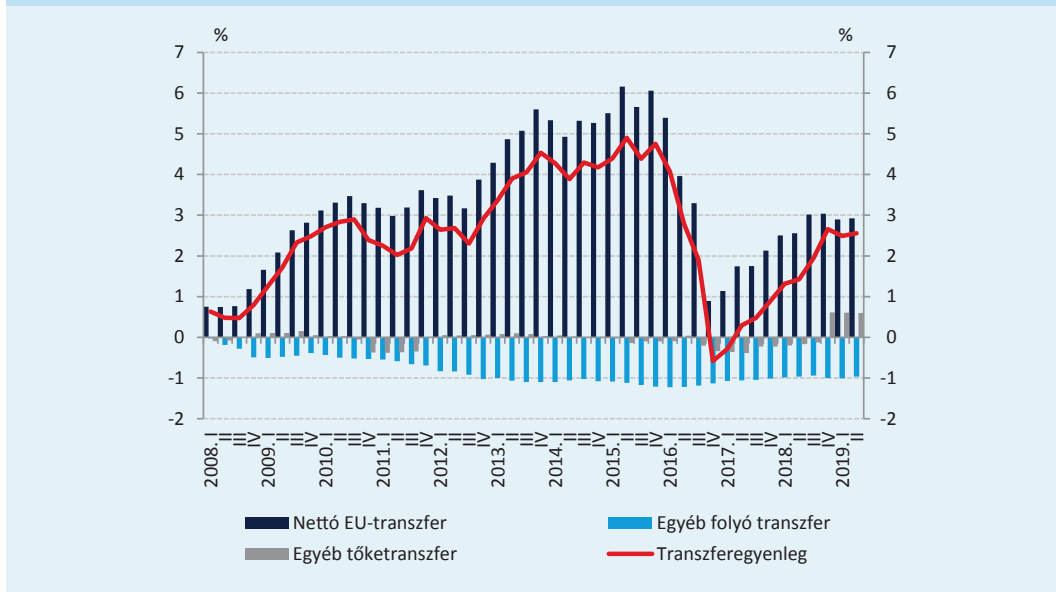
A jövedelemegyenleg hiányának mérséklődése 2019 második negyedében is folytatódott, ami továbbra is a külföldre fizetett kamatkiadás csökkenésének köszönhető (7. ábra). 2019 második negyedében a jövedelemegyenleg hiánya a GDP 4,9 százalékára mérséklődött. A jövedelemegyenlegen belül a legnagyobb tételt a külföldi tulajdonban lévő vállalatok részesedéshez kapcsolódó jövedelme jelenti, amelynek hiánya stabilan a GDP 5,8 százaléka körül alakult. A munkavállalói jövedelmek 2016 óta tapasztalt mérséklődése a második negyedévben stagnálásba váltott, így továbbra is érdemben, a GDP 1,8 százalékaival javította a jövedelemegyenleget. A továbbra is alacsony hozamkörnyezettel összhangban és a külső adósságmutatók javulásával párhuzamosan folytatódott a külföldi hitelek és a tulajdonosi hitelek nettó kamatkiadásának mérséklődése (a két tétel összege a 2012-es, közel 4 százalékkal szemben már nem éri el a GDP 1 százalékát sem), ami így a teljes jövedelemegyenleg javulását is eredményezte.



1.3. Transzferegyenleg

A transzferegyenleg többlete a stabil EU-forrás felhasználásnak köszönhetően érdemben nem változott, a második negyedévben a GDP 2,6 százalékát tette ki (8. ábra). Az EU-források felhasználása 2019 második negyedében relatíve magas szinten, 1,2 milliárd euro közelében stabilizálódott, ami a transzferegyenleg közel változatlan alakulásában tükröződött. Az utóbbi negyedévekben tapasztalt, éves szinten a GDP 2,5–3 százaléka közötti nettó EU-transzfer felhasználás továbbra is jelentősen hozzájárul Magyarország kedvező külső egyensúlyi pozíciójának fennmaradásához. Az egyéb folyó transzferek és egyéb tőketranszferek egyenlege a negyedév során lényegében nem változott.

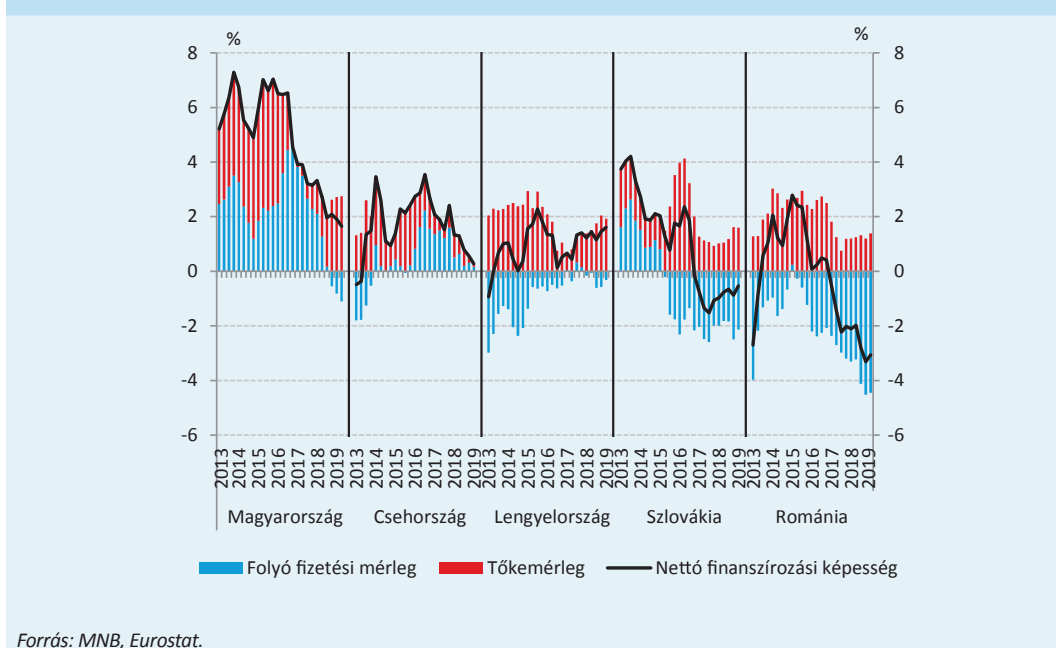
8. ábra: A transferegyenleg tételeinek négy negyedéves alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)



1.4. Régiós kitekintés

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége továbbra is meghaladja a régió országaiban tapasztalt szintet, amit elsősorban a tőkemérleg jelentős többlete támogat, amíg a folyó fizetési mérleg egyenlege a régió középmezőnyébe tartozik (9. ábra). 2016 óta a régiós országokban jellemzően csökkentek a külső egyensúlyi mutatók: Romániában a folyó fizetési mérleg négy negyedéves hiánya már meghaladja a GDP 4 százalékát, Lengyelországban a folyó fizetési mérleg egyenlegének romlását nagyjából ellensúlyozza a tőkemérleg (véltetően EU-transzferekhez köthető) javulása. Szlovákiában kis mértékben mindkét mutató javult ugyan, de a folyó mérleg ebben az országban is jelentős, a GDP 2 százaléká körüli hiányt mutat. A Magyarországon tapasztalt csökkenés ellenére hazánk külső finanszírozási képessége továbbra is meghaladta a régióra jellemző szintet, aminek háttérében a szolgáltatásegyenleg jelentős többlete és a tőkemérleg magas aktívuma áll.

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

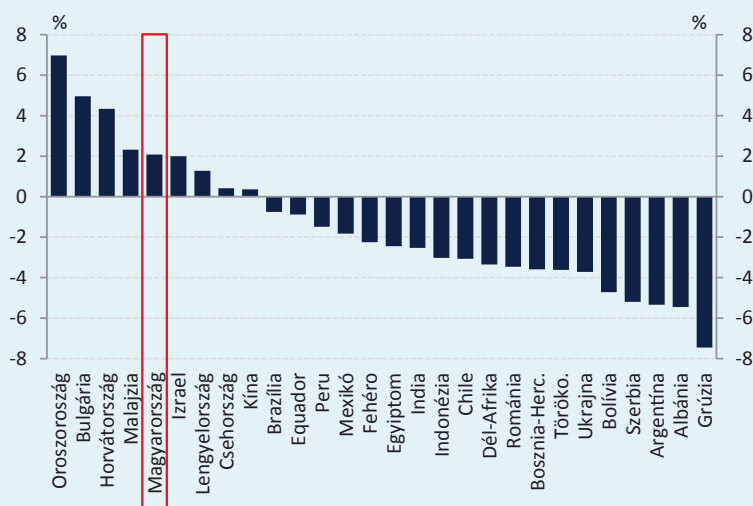


Forrás: MNB, Eurostat.

2. keretes írás: A hazai finanszírozási képesség nemzetközi összevetésben

A 2018-ra vonatkozó adatok szerint a hazai gazdaság GDP-arányos finanszírozási képessége magas a feltörekvő gazdaságokban látotthoz képest. A feltörekvő gazdaságok többségére 2018-ban a külső tartozások jelentős — a GDP 2 százalékát meghaladó — emelkedése volt jellemző. Ezzel szemben néhány — jellemzően európai — gazdaságban 2018-ban a gazdaság külső egyensúlyi pozíciója többletet mutatott. Az európai országok mellett ilyen kivétel volt a jelentős külkereskedelmi többlettel rendelkező kínai gazdaság vagy a nagymértékű nyersanyagexportőr Oroszország.

10. ábra: Feltörekvő országok finanszírozási képessége (2018)

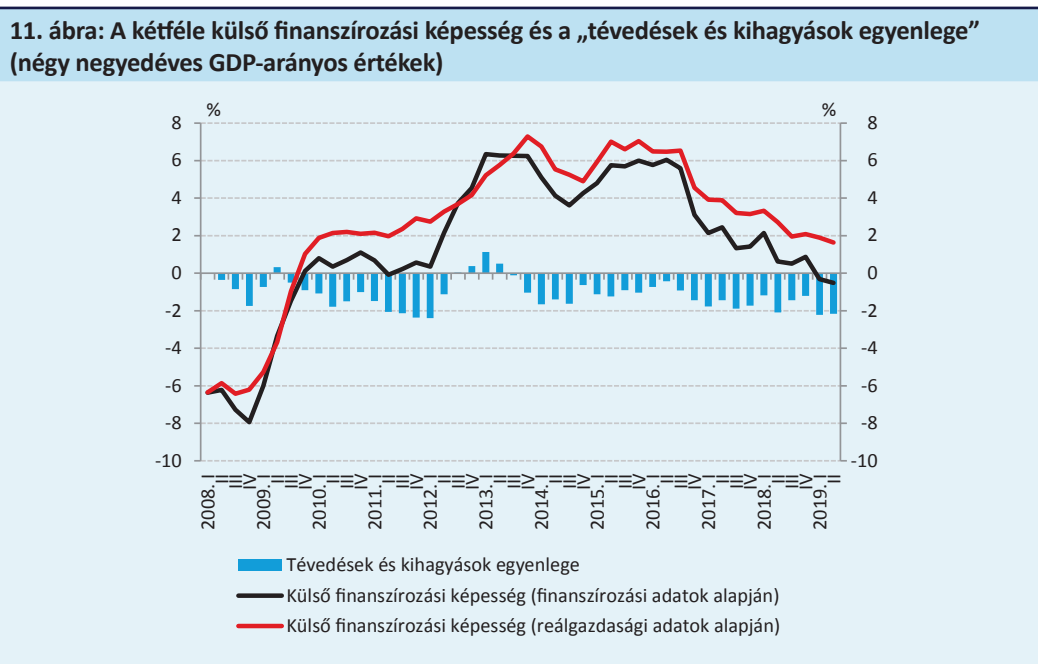


Forrás: IMF, MNB, saját számítás.

2. Finanszírozási megközelítés

A második negyedévben a pénzügyi mérleg alapján számított, négy negyedéves finanszírozási igény a GDP 0,5 százalékát tette ki. A négy negyedéves mutató az adósságjellegű források kiáramlásának mérséklődése és a nem adósság típusú források jelentős mértékű beáramlása mellett az idei év elején finanszírozási igénybe váltott, ami a második negyedévben tovább emelkedett. A negyedéves mutató szerint a finanszírozási igény számottevően csökkent, amit a nettó FDI-beáramlás osztalékfizetések miatti csökkenése magyarázott. A második negyedévben az adósságjellegű források – a korábbi negyedévek csökkenésével ellentétben – enyhén emelkedtek, ami az államháztartás növekvő nettó külső adósságával, ezen belül is a csökkenő devizatartalékkal és a külföldiek emelkedő állampapír-állományával volt magyarázható. A magánszektor nettó külső adóssága ezzel szemben érdemben csökkent, ami a bankok mérséklődő rövid külső adósságával állt összefüggésben.

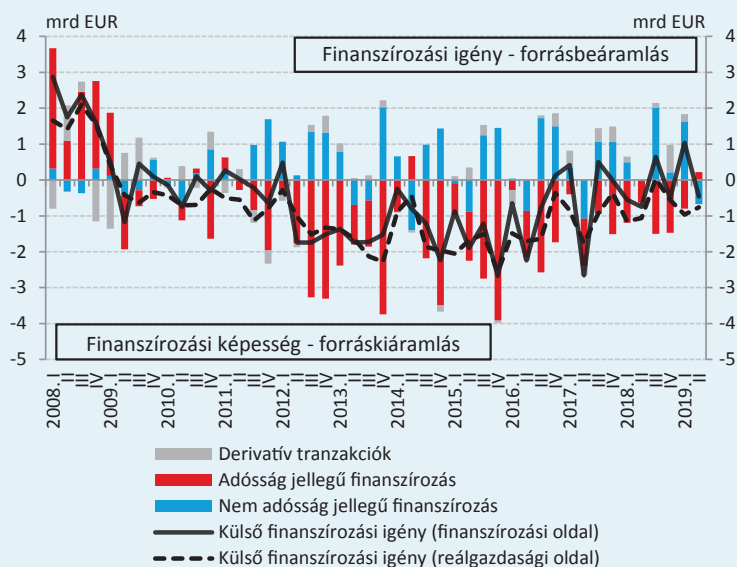
2019 második negyedévében a finanszírozási adatok szerint tovább nőtt a gazdaság négy negyedéves finanszírozási igénye, meghaladva a GDP 0,5 százalékát (11. ábra). A reálgazdasági megközelítés szerinti négy negyedéves külső finanszírozási képesség ezzel szemben – a kismértékű csökkenés ellenére – továbbra is többletet mutatott. Az első negyedévhez hasonlóan a második negyedévben is elmondható, hogy bár a finanszírozási tételek a külföldi források beáramlását jelzik, a folyó- és tőkemérleg együttes egyenlege továbbra is többletet mutat.² A tévedések és kihagyások egyenlege az idei év első két negyedévében a historikus átlag közelében alakult és a GDP mintegy 2 százalékát tette ki.



A pénzügyi mérleg alapján számított finanszírozási igény négy negyedéves értékének emelkedése elsősorban az osztalékfizetésekkel összefüggésben mérséklődő FDI típusú forrásokkal volt magyarázható (12. ábra). Az adósságjellegű források emelkedése nem volt jelentős, mintegy 220 millió eurót tett ki. A nem adósságjellegű források viszont érdemben csökkentek a második negyedévben, ami leginkább a szokásos éves osztalékfizetésekhez kapcsolódott, miközben ellentétes irányba hatott, hogy a magyarországi vállalatok kifizetései is mérséklődtek. Így a nem adósságjellegű külföldi források nettó csökkenése 700 millió euro körül alakult, ami megfelel a korábbi évek azonos időszakában tapasztalt értékek átlagának.

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.

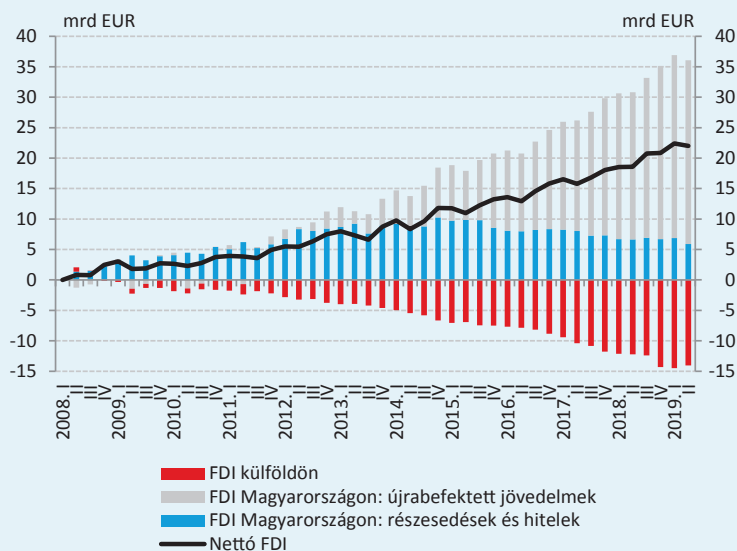
12. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)



2.1. Nem adósság jellegű források

Az FDI típusú források a második negyedévben a külföldi vállalatok szokásos osztalékfizetéseiből adódóan mérséklődtek (13. ábra). Az átfolyótőke-tranzakcióktól és az eszközportfólió-átrendeződéstől szűrt adatok alapján a második negyedévben mintegy 400 millió euróval csökkentek a közvetlentőke-befektetések, miközben a hazai vállalatok kifektetései is mérséklődtek.

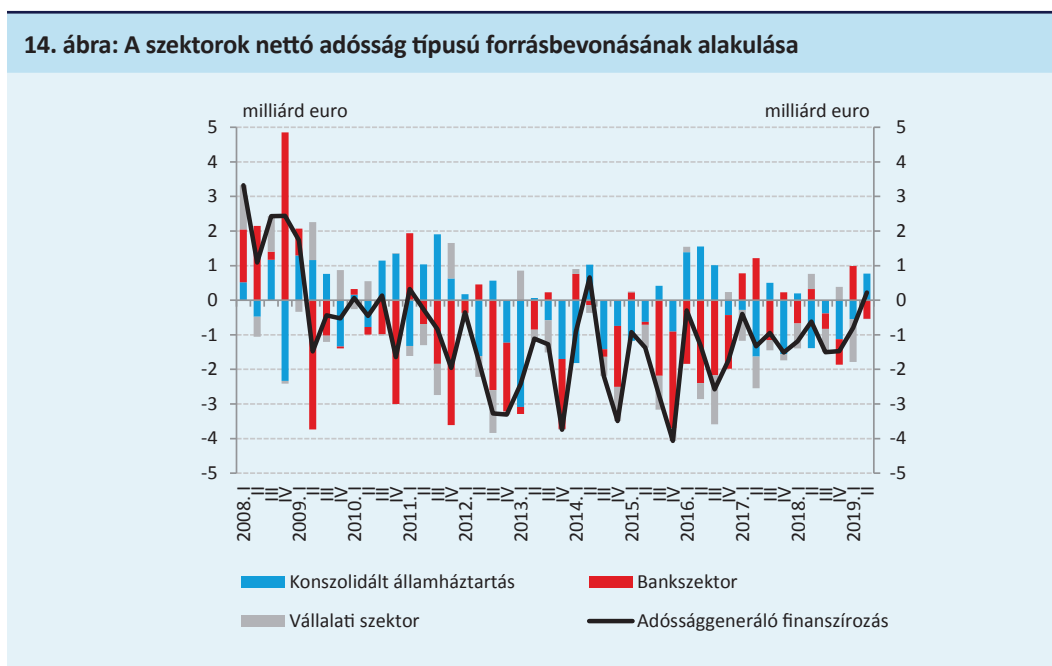
13. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók)



2.2. Adósságjellegű források

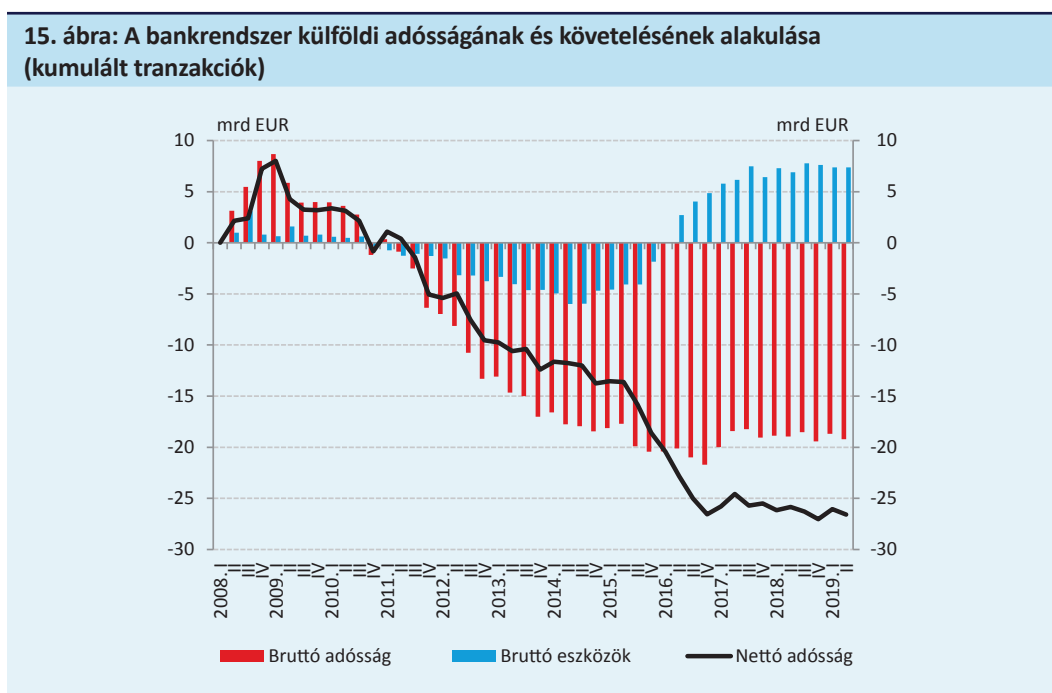
A második negyedévben a tranzakciókból eredően emelkedett az adósság jellegű források állománya, ami teljes mértékben az államhoz kötődött, a magánszektor nettó külső adóssága csökkent (14. ábra). A konsolidált államháztartás nettó külső adósságának közel 800 millió eurós növekedése részben a (forintlikviditást nyújtó swap állomány csökkenésével összefüggésben mérséklődő) devizatartalékra, részben a külföldiek állampapír-vásárlásaira volt visszavezethető. A bankrendszer nettó külső adóssága 500 millió eurót meghaladó mértékben csökkent a külföldi kötelezettségek mérséklődéséből adódóan. A vállalatok nettó külső adóssága nem változott érdemben.

14. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása



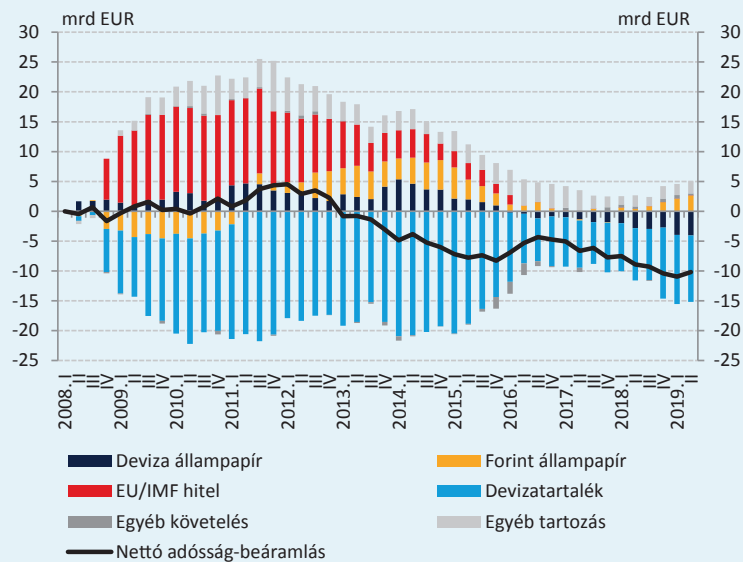
A bankok tranzakciókból eredő nettó adóssághiáramlása 540 millió eurót tett ki, ami teljes mértékben a külföldi tartozások leépítéséhez kötődött, a követelések állománya gyakorlatilag nem változott a második negyedévben (15. ábra). A bankok bruttó külső adósságának a mérséklődését a rövid lejáratú források leépítése magyarázta, a hosszú lejáratú források enyhén emelkedtek. A bankok külső forrásainak a csökkenése a mérséklődő jegybanki devizaswap állománnyal lehetett összefüggésben.

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



Az MNB-vel konszolidált államháztartás adósságjellegű külső forrásainak növekedése egyrészt a devizatartalék mérséklődéséhez, másrészt a külföldiek növekvő forint állampapír állományához kötődött (16. ábra). Mindezekkel összefüggésben az államháztartás nettó külső adóssága közel 800 millió euróval emelkedett a második negyedévben. A külföldiek állampapír vásárlásai a hosszú forint állampapírokat érintették, a rövid futamidejű forint állampapírok külföldi kézben lévő állománya nem változott érdemben. A második negyedévben mintegy 100 millió euróval tovább csökkent a külföldiek devizakötvény tartása, aminek finanszírozása részben a lakosság állampapír állományának a növekedéséből történt.

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

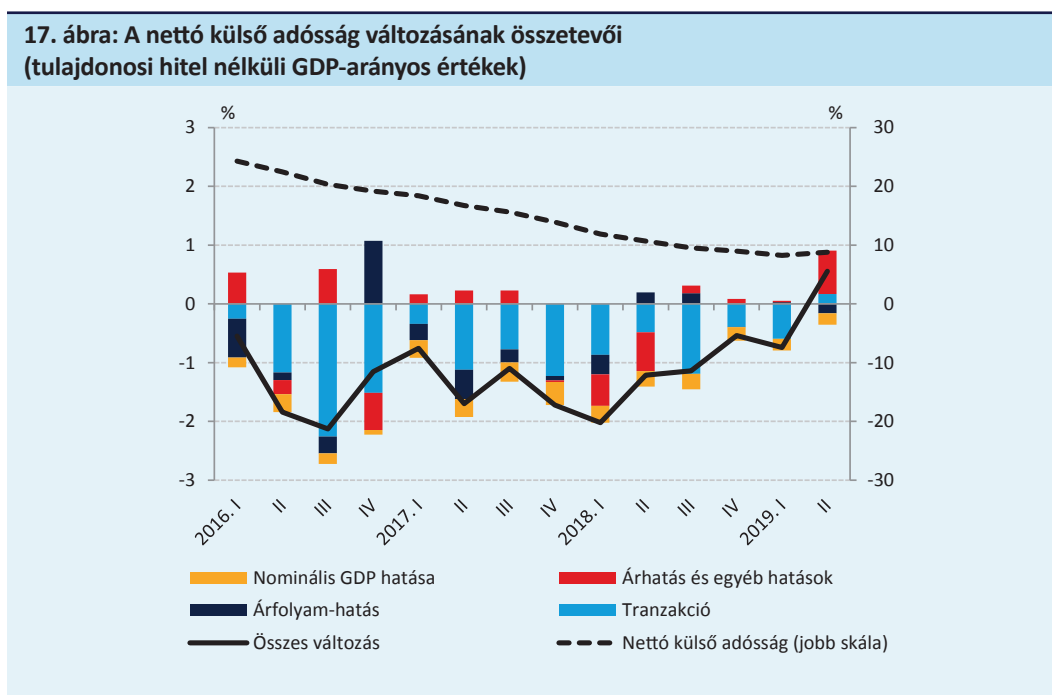


3. Állományi mutatók alakulása

2019 második negyedében folytatódott a bruttó külső adósság mérséklődése, miközben a nettó külső adósság enyhén emelkedett. A bruttó külső adósság a GDP 56,2 százalékára süllyedt a negyedév végére, amíg a nettó mutató a GDP 8,8 százalékát tette ki. A nettó külső adósság emelkedésében az állományok átértékelődése játszott meghatározó szerepet, ami mögött a hozamok csökkenése állt. Emellett a tranzakciók szerinti adósságbeáramlás is enyhén növelte a mutatót. E tényezők hatását részben ellensúlyozta a nominális GDP bővülése és a forint dollárral szembeni erősödése, amelyek az adósságráta csökkenésének irányába hatottak. A nettó külső adósság emelkedése az államháztartáshoz kötődött, ami a külföldiek állampapír-vásárlása és a devizatartalék csökkenése mellett az állomány átértékelődésére vezethető vissza. A bankrendszer nettó külső adóssága a külföldi tartozások leépítése mellett mérséklődött. A bruttó külső adósság a nettó mutatóval szemben tovább csökkent, amit a bankrendszer külföldi tartozásainak csökkenése és a vállalati szektor kereskedelmi hiteleinek mérséklődése is támogatott. A rövid külső adósság 1,6 milliárd euróval, 17,8 milliárd euróra csökkent, amelyben főként az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság mérséklődése játszott szerepet. A devizatartalék szintje továbbra is érdemben meghaladja a befektetők által elvárt, biztonságosnak tartott szintet.

3.1. A nettó és bruttó külső adósság alakulása

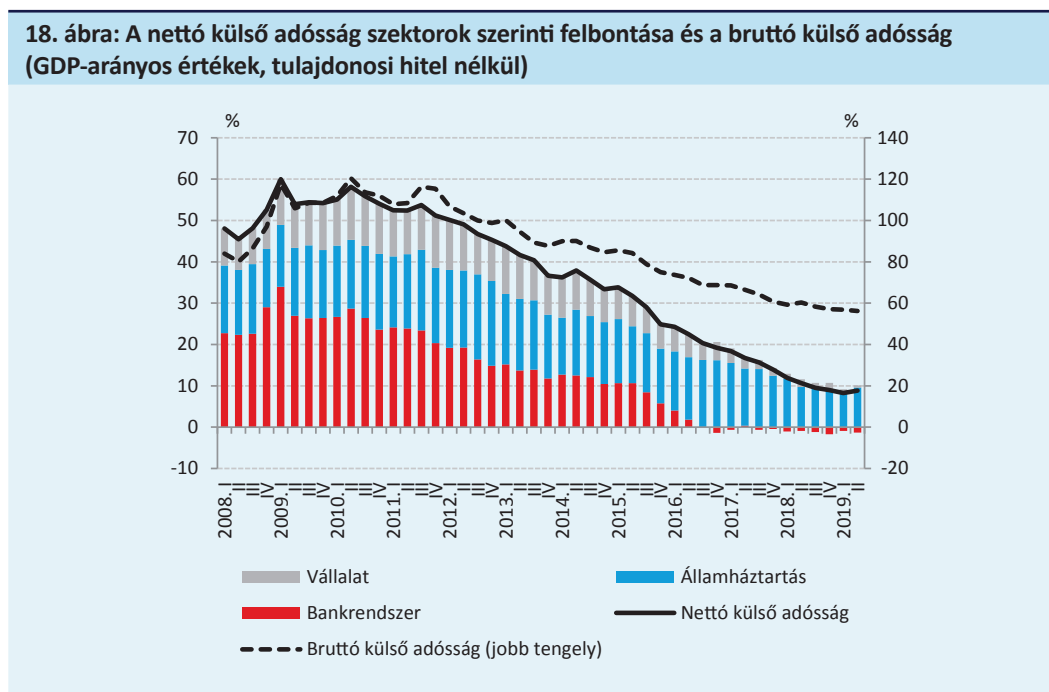
A gazdaság nettó külső adóssága 2019 második negyedében 0,5 százalékponttal emelkedett, ami elsősorban átértékelődési hatások eredménye. A mutató a GDP 8,8 százalékát tette ki a negyedév végén. A nettó külső adósság emelkedésének hátterében elsősorban az áll, hogy a hozamok csökkenésének következtében átértékelődött az állomány, ami 0,7 százalékponttal növelte az adósságrátát. Emellett kisebb mértékben, 0,2 százalékponttal az adóssággeneráló források beáramlása is hozzájárult a magasabb nettó külső adósság kialakulásához. Fenti tényezők hatását ugyanakkor részben ellensúlyozta a nominális GDP erőteljes növekedése és a forint dollárral szembeni erősödése, amelyek egyaránt 0,2–0,2 százalékponttal mérsékeltek a mutatót (17. ábra).



A nettó külső adósság emelkedése az államháztartáshoz kötődött, amit részben ellensúlyozott a bankrendszer adósságcsökkenése (18. ábra). Az államháztartás nettó külső adósságának emelkedése irányába hatott a külföldiek nettó állampapír-vásárlása és az adósság átértékelődésének hatása is, ami a második negyedévben tapasztalt hozamcsökkenéssel magyarázható. Az államháztartásnál tapasztalt adósságnövekedéshez emellett a devizatartalék csökkenése is hozzájárult, ami nagyrészt az MNB által a bankrendszernek nyújtott forintlikviditást biztosító swap eszköz közel 850 millió euró mérséklődésével állt összefüggésben. Ez ugyanakkor a teljes gazdaság nettó külső adósságára semleges hatással volt, amivel a swapok csökkenésével összhangban a devizatartalékból kiáramló devizalikviditás a bankrendszerhez került, ami

mérsékelte a bankok nettó külső adósságát. A vállalatok nettó külső adóssága nem változott érdemben a negyedév során: a szektor bruttó külső adósságának tranzakciókból eredő csökkenését ellensúlyozta a külföldi követelések átértékelődési hatások miatti csökkenése. A magánszektor nettó külső adóssága a GDP –0,8 százalékát tette ki a második negyedév végén, azaz külföldi eszközei továbbra is meghaladják külföldi tartozásait.

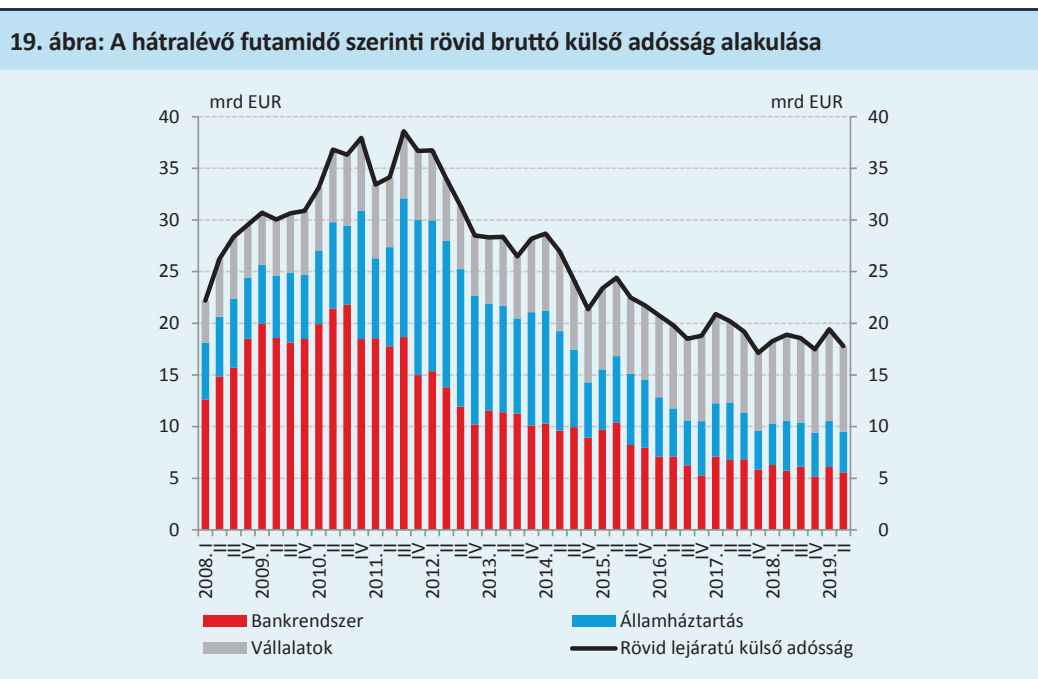
A negyedév során folytatódott az ország GDP-arányos bruttó külső adósságának mérséklődése, ami így június végén a GDP 56,2 százalékát tette ki. A mutató javulása elsősorban a bankrendszer adósságkepzéséhez kötődött, amit részben a forintlikviditást nyújtó swapok lejáratából származó devizaeszközök felhasználása tett lehetővé. A bankrendszer adósságcsökkenése 0,7 százalékponttal csökkentette a GDP-arányos bruttó külső adósságot. Az államháztartás GDP-arányos bruttó külső adóssága a külföldiek állampapír-vásárlása és az átértékelődési hatások miatt 0,4 százalékponttal emelkedett, ami elmaradt a nettó mutató – devizatartalék csökkenés hatását is tükröző – emelkedésétől. A vállalatok adósságcsökkenése 0,4 százalékponttal mérsékelte a bruttó adósságrátát, ami a szektor kereskedelmi hiteleinek csökkenéséhez kötődött.



3.2. A rövid külső adósság alakulása

Az ország rövid külső adóssága 2019. június végén – mintegy 1,6 milliárd eurós mérséklődést követően – 17,8 milliárd eurót tett ki (19. ábra). A rövid külső adósság³ csökkenése mindhárom szektort érintette, amelynek mértéke hasonló (0,5 milliárd euro) volt az egyes szektorok esetében. A bankrendszer rövid külső adóssága 0,5 milliárd euróval csökkent, ami főként az eredeti futamidő szerinti rövid külső adóssághoz köthető. Az államháztartás rövid külső adósságának 0,5 milliárd eurós mérséklődése főként a berövidülő adóssághoz kapcsolódik: a külföldiek kezében lévő állampapíralomány éven belül lejáró része kötvénylejáratok miatt csökkent. Végül a vállalatok rövid külső adóssága is közel 0,5 milliárd euróval mérséklődött, ami döntően a kereskedelmi hitelállomány csökkenésével magyarázható.

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



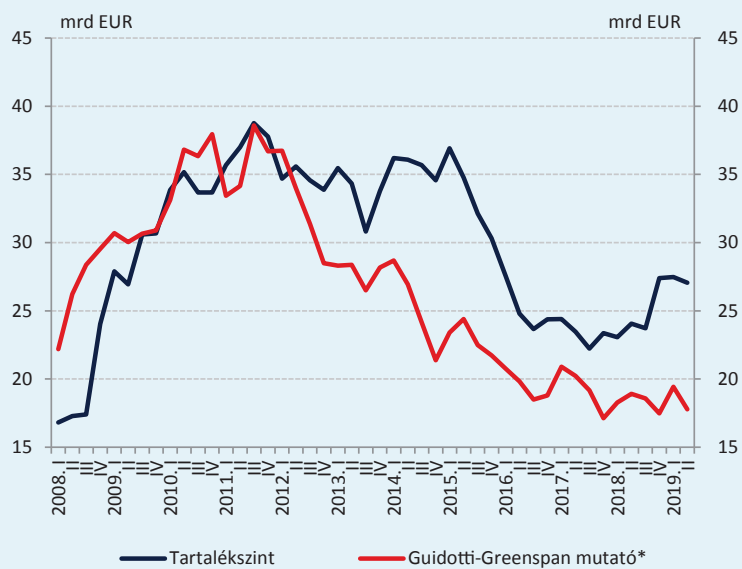
3.3. A devizatartalék és a tartalékmegfelelés alakulása

2019 második negyedévében enyhén csökkent a devizatartalék szintje, amihez elsősorban a külföldi devizában teljesített költségvetési kiadások és a monetáris politikai műveletek járultak hozzá. 2019. június végén a nemzetközi tartalék nagysága 27,1 milliárd euro volt, ami 0,4 milliárd euro csökkenést jelent 2019. március végéig képest. A devizatartalék alakulását befolyásoló főbb tételek a következők voltak:

- A devizatartalék növekedéséhez legnagyobb mértékben az *európai uniós források* beérkezése járult hozzá. A második negyedévben összesen 1,1 milliárd euro értékben történtek utalások, az év első felében így közel 1,9 milliárd euro került kifizetésre.
- Az *Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) nettó devizafinanszírozása* összesen mintegy 190 millió euróval csökkentette a tartalékszintet. 2019. áprilisban egy 3 éves eredeti futamidejű renminbi-kötvény járt le 130 millió euro értékben, amelyen kívül devizakötvény-visszavásárlások és devizahitelek törlesztése járult hozzá a tartalékszint mérséklődéséhez.
- 2019. április elejétől kezdve az MNB csökkentette a *forintlikviditást nyújtó devizaswap*-eszköz állományát, amelynek hatására június végéig 850 millió euróval csökkent a devizatartalék.
- A *Magyar Államkincstár (MÁK) devizakiadásai* 420 millió euróval mérsékeltek a devizatartalékot.

A devizatartalék kismértékű csökkenése és a rövid lejáratú külső adósság további mérséklődése mellett a devizatartalék szintje továbbra is érdemben meghaladta a befektetők által elvárt szintet (20. ábra). A jegybank és a befektetők által is kiemelten figyelt Guidotti–Greenspan szabály alapján a devizatartalék 2019. június végi 27,1 milliárd eurós értéke érdemben meghaladta a rövid külső adósság 17,8 milliárd eurót kitevő szintjét. A devizatartalék kismértékű csökkenése mellett a rövid lejáratú külső adósság a második negyedévben 1,6 milliárd euróval mérséklődött. A devizatartalék a Guidotti–Greenspan szabály alapján 2019. június végén így mintegy 9,3 milliárd euróval haladta meg a rövid lejáratú külső adósságállományt, amely továbbra is biztonságos szintet jelent.

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

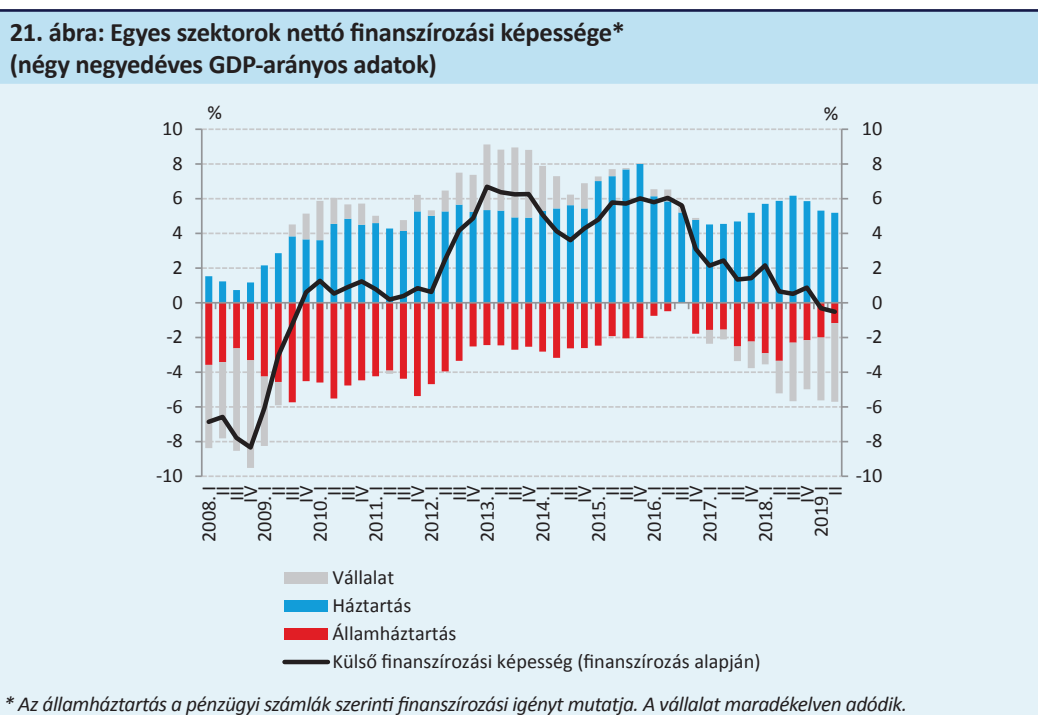


* Guidotti–Greenspan-mutató: a hátralévő futamidő szerinti rövid külső adósság.

4. Szektorok megtakarítása szerinti megközelítés

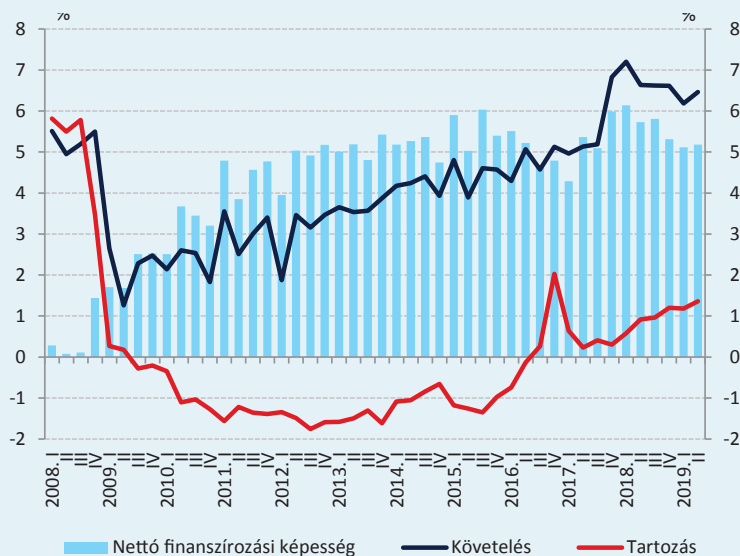
A magyar gazdaság külső finanszírozási képességének mérséklődése a megtakarítási megközelítés szerint 2019 második negyedévében is a magánszektor nettó pozíciójának csökkenéséhez volt köthető, miközben folytatódott az állam finanszírozási igényének mérséklődése. A vállalatok bővülő finanszírozási igénye a magas beruházási aktivitással és az erős bérfiáramlással magyarázható. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása növekedett – a bővülés elsősorban a pénzügyi eszközök nagyobb mértékű felhalmozásához kötődött, amíg a nettó hitelfelvétel enyhén emelkedett. A negyedévben jelentősen bővült a lakosság állampapír-állománya – a sérülékenységi kockázatokat ezen felül az is csökkentette, hogy a lakosság elsősorban a hosszú lejáratú értékpapírokat vásárolta, ami az új lakossági állampapír megjelenésével is magyarázható.

A szektorok megtakarítása szerint 2019 második negyedévében a magyar gazdaság négy negyedéves nettó finanszírozási igénye tovább nőtt és meghaladta a GDP 0,5 százalékát (21. ábra). Ez azt is jelenti, hogy éves szinten a lakosság pénzügyi megtakarítása – elsősorban a vállalatok emelkedő beruházási aktivitása miatt – nem tudta fedezni az állam és a vállalatok finanszírozási igényét. Az állam négy negyedéves finanszírozási igénye nagymértékű csökkenést mutatva a GDP 1,2 százalékát tette ki. A költségvetési hiány érdemi mérséklődése elsősorban a fogyasztáshoz és a munkabérekhez kapcsolódó adóbevételek dinamikus bővülésével volt magyarázható. A vállalatok finanszírozási igényének bővülése továbbra is az emelkedő beruházásokra, valamint a növekvő bérfiáramlásra vezethető vissza. A háztartások négy negyedéves nettó finanszírozási képessége stabilan a GDP 5 százaléka felett alakult, amit a magasnak mondható bruttó megtakarítás magyaráz. A szintjében továbbra is magas pénzügyi eszköz felhalmozás összhangban van az erős bérdinamikával, miközben a háztartások nettó hitelfelvétele az előző negyedévhez képest némi emelkedést mutatott.



A háztartások szezonálisan igazított, alapfolyamatok szerinti nettó pénzügyi megtakarítása a második negyedévben kismértékű emelkedést mutatva a GDP 5 százaléka felett alakult (22. ábra). A háztartások szezonálisan igazított nettó hitelfelvétele – az előző negyedévhez képest némileg emelkedve – a GDP 1,4 százaléka körül alakult a második negyedévben, ami nagyobb részt a lakáshitelek, kisebb részt a fogyasztási hitelek bővüléséhez volt köthető. A lakosság alapfolyamatok szerinti bruttó pénzügyi eszköz felhalmozása a GDP 6,5 százalékát tette ki a második negyedévben, amiben az állampapírok bővülése játszott kiemelkedő szerepet.

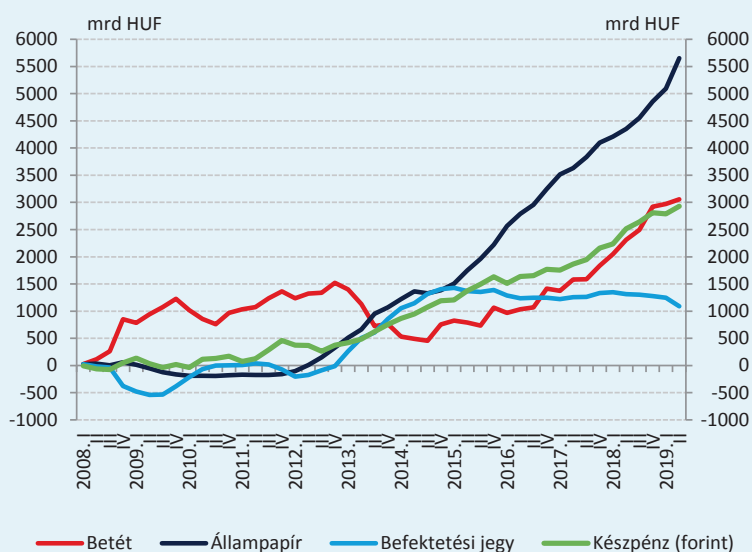
22. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)



* 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 az állampapírok állománya nőtt a legnagyobb mértékben, emellett a likvid befektetési eszközök bővülése jellemezte a háztartások bruttó pénzügyi eszközfelhalmozását (23. ábra). A negyedévben tovább folytatódott a lakosság állampapír-keresletének dinamikus bővülése: a teljes állomány a negyedév végén meghaladta a 6800 milliárd forintot. A háztartási szektor által birtokolt rövid futamidejű lakossági állampapírok állománya csökkent, amíg a hosszú lejáratú papírok állományának növekedése történelmi csúcst ért el, ami a Magyar Állampapír Plusz konstrukció megjelenésével magyarázható. A lakossági állampapírok így továbbra is fontos szerepet töltenek be az állam belső forrásokból való finanszírozásában. A második negyedévben a bővülő folyószámlabetétek mellett emelkedett a szektor készpénzállománya. Hasonlóan az elmúlt negyedévekhez a kevésbé likvid befektetési jegy állomány tovább csökkent, ami elsősorban – vélhetően az új állampapír vásárláshoz szükséges forrás biztosításának céljából – az állampapírt tartó kötvényalapokból és az egyéb befektetési alapokból történő forráskivonáshoz kötődött.

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

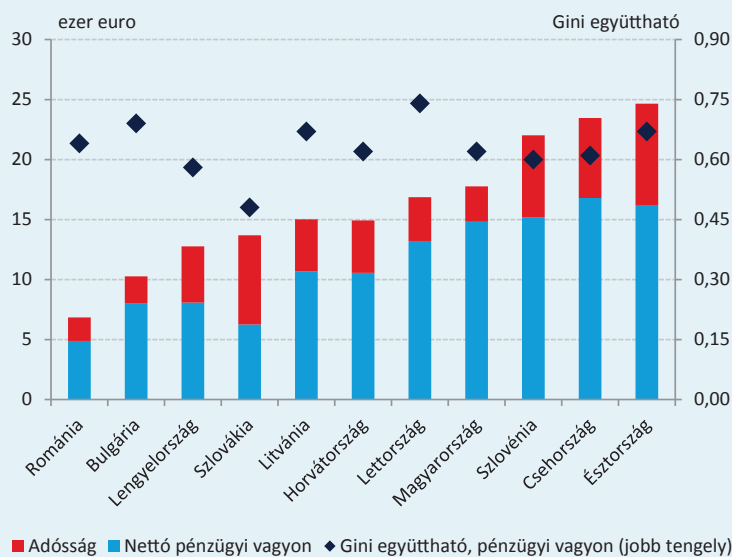


3. keretes írás: A magyar háztartások pénzügyi vagyona európai összevetésben

A régiós országok közül Magyarország a legjobbak között volt az egy főre jutó pénzügyi vagyon szempontjából. A közelmúltban megjelent Allianz Global Wealth Report 2019 részletesen elemezte a világ országainak a pénzügyi megtakarítási folyamatait.⁴ Ennek alapján a magyar háztartások elmúlt évtizedben egyre emelkedő megtakarítása a pénzügyi vagyon felhalmozódásában tükröződött, miközben a válság utáni alkalmazkodás következtében érdemben csökkent az eladósodottság is. E két folyamat eredményeként a magyar háztartások egy főre jutó nettó pénzügyi vagyona a régiós országok közül az egyik legmagasabb. Az egy főre jutó nettó pénzügyi vagyon Magyarország, Szlovénia, Csehország és Észtország esetében megközelítette vagy meghaladta a 15 ezer eurót, amíg a legszegényebbnek számító Romániában az 5 ezer eurót sem éri el. Az egy főre jutó bruttó pénzügyi vagyon Észtországban volt a legmagasabb, de mind a szlovén, mind a cseh háztartások esetén 20 ezer euro felett volt a mutató. A magyar háztartások átlagosan közel 18 ezer euro pénzügyi eszközzel rendelkeztek, ami jelentősen meghaladta a régiós országok adatának többségét. A magyar háztartások adóssága a bruttó pénzügyi vagyon 16 százalékára tehető, ami jelentősen elmaradt Szlovákia 54 százalékos mutatójától, de a régiós országok átlagának 30 százalékos értékétől is.

Az egyenlőtlenség a balti és a balkáni országokban magasabb, Magyarország ebből a szempontból a közepmezőnybe tartozik. A Gini együttható azt mutatja meg, hogy mennyire egyenlően oszlik meg a pénzügyi vagyon a háztartások különböző rétegei között. Az alacsonyabb mutató jelenti azt, hogy a vagyon egyenlőbben oszlik el, vagyis kevésbé vannak nagy eltérések a magas pénzügyi vagyonnal és az alacsony pénzügyi vagyonnal rendelkező háztartások között. A Gini együttható szerint Lettországban a legmagasabb az egyenlőtlenség, de Észtország, Litvánia és Bulgária mutatója is magasnak számít. A visegrádi országok többségében 60 százalék körül van a mutató értéke, ami körülbelül megegyezik a vizsgált országok átlagával. A régió országai közül Szlovákiában oszlik el leginkább egyenlően a pénzügyi vagyon a különböző háztartások között.

24. ábra: Pénzügyi vagyon és adósság a régiós országokban (2018)



Forrás: Allianz Global Wealth Report 2019.

⁴ https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/economic-research/publications/specials/en/2019/AGWR_2019.pdf

5. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelme

A Fizetési mérleg jelentés kiemelt témája a külföldi tulajdonú vállalatok 2018-as jövedelmének alakulása. A beérkezett tényadatok alapján 2018-ban enyhén mérséklődött a külföldi tulajdonú vállalatok GDP-arányos nyeresége. A profit mérséklődése mellett nem változott a tulajdonosok részére kifizetett osztalék értéke, így a jövedelem visszaesése elsősorban az újrabefektetések csökkenésében tükröződött. A mérséklődés ellenére az újrabefektetések mértéke továbbra is magas: a külföldi vállalatok megtermelt jövedelmük közel 70 százalékát továbbra is Magyarországon fektették be. A szektorális bontás szerint amíg a bankok profitrátája enyhén nőtt a hitelezés bővülésével és a javuló makrogazdasági környezettel összhangban, addig a nem pénzügyi vállalatok profitrátája csökkent. A bankok osztalékhányada a korábbi években elmaradt a vállalatokétól, 2018-ban azonban ez megfordult: így a vállalatok fektették be profitjuk nagyobb részét újra Magyarországon. Az ágazatokat tekintve 2018-ban minden jelentősebb ágazatban mérséklődött a külföldi tulajdonú vállalatok tőkearányos nyeresége. 2018-ban a vállalatok adózott eredménye hasonló mértékű volt, mint a fizetési mérlegben megjelenő „normál üzletmenet szerinti” jövedelem. A jövedelemegyenleg hiányát növelte, hogy a rezidensek tulajdonában lévő külföldön működő vállalatok nyeresége – az előző évi emelkedéseket követően – csökkent. 2018-ban – Magyarországhoz hasonlóan – a régiós országokban is enyhén mérséklődött a külföldi vállalatok jövedelmezősége, így a magyarországi szint továbbra is meghaladja a környező országok átlagát. Az osztalékfizetési hányadot tekintve a régiós országok közül Magyarországon a legalacsonyabb az osztalékfizetés, ami egyúttal azt is jelenti, hogy hazánkban a legmagasabb az újrabefektetés. A Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok profitjának enyhe csökkenése a GNI–GDP közötti különbség kismértékű mérséklődésében is tükröződött: összességében a magyar GNI–GDP rés megfelel a régió átlagának.

5.1. Bevezetés

A szeptemberi fizetési mérleg adatközlésben a korábbi, becsléseken alapuló 2018-as vállalati jövedelemre vonatkozó adatokat – a beérkezett éves adatszolgáltatások alapján – tényadatok váltják fel. A fizetési mérlegben a tárgyévet követő II. negyedéves adat közzétételéig vállalati szektor jövedelmei becslésen alapulnak, amit a szeptemberi adatközlésben a vállalati és banki jövedelmekről készített kérdőívek alapján számított tényadatok váltanak fel.⁵ Vagyis a vállalati szektor jövedelmezőségéről a szeptemberi adatközlés során áll először rendelkezésre adat. A statisztika alapján a jövedelemegyenlegben szereplő profit egyenlege kismértékben meghaladta az előzetes becslést, ami főként ahhoz köthető, hogy a hazai tulajdonban lévő külföldi vállalatok jövedelme nagyobb mértékben csökkent – ennek hatását mérsékelte, hogy a külföldi tulajdonban lévő vállalatok nyereségessége enyhén elmaradt a várakozásoktól. A fizetési mérleg-statisztika a vállalatok kiugró (egyszeri) eredménytéléitől szűrte, normál üzletmenethez kapcsolódó jövedelmét tartalmazza. A fizetési mérleg módszertana⁶ ugyanis a nem a normál üzletmenetből – például árfolyam-átértékelődésből – származó eredményt nem tekinti a jövedelem részének, ezért az ilyen tételek az állományváltozások között, illetve a pénzügyi mérlegben kerülnek kimutatásra. A következő fejezetben először áttekintjük a külföldi tulajdonú nem pénzügyi vállalatok és bankok jövedelmét, majd a nyereség 2018-as alakulásának hátterét 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 külföldi tulajdonú vállalatok profitjának alakulását, illetve a GNI és GDP közötti különbséget.

5.2. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelme a fizetési mérlegben

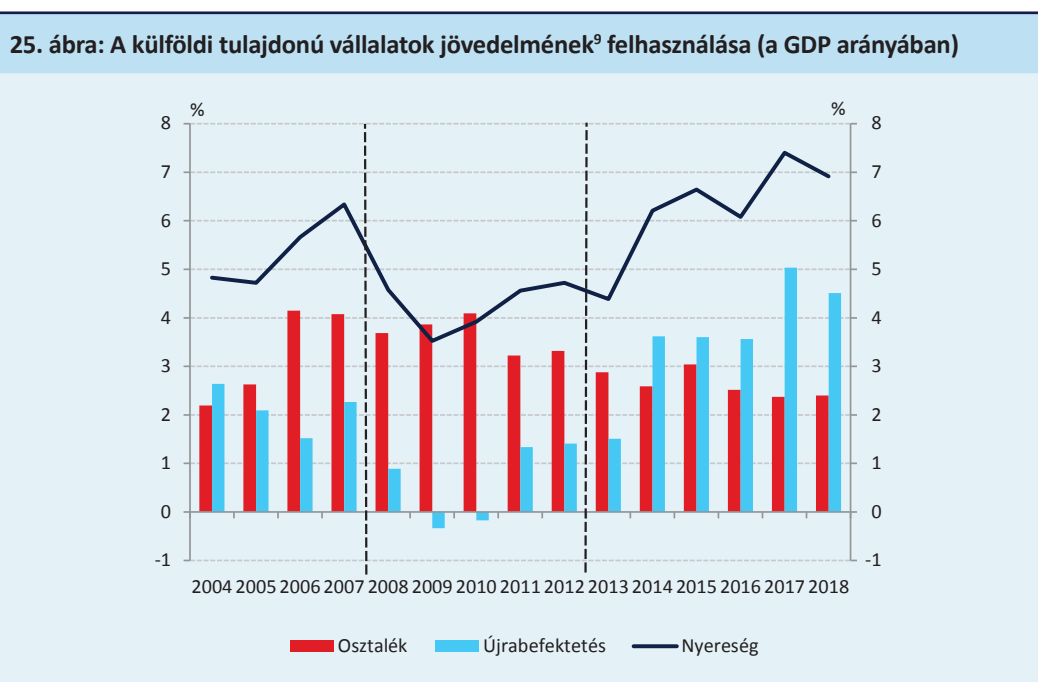
2018-ban a külföldi tulajdonban lévő vállalatok jövedelmének egyenlege a GDP 7 százaléka közelébe mérséklődött, ami historikusan továbbra is magasnak számít. A profit mérséklődése mellett nem változott a tulajdonosok részére kifizetett osztalék értéke, így a jövedelem visszaesése elsősorban az újrabefektetések csökkenésében tükröződött: a mérséklődés ellenére az újrabefektetések mértéke továbbra is magas. A válságot követően a külföldi vállalatok GDP-arányos nyeresége a korábban jellemző 5–6 százalékról 4 százalék alá mérséklődött, amiben jelentős szerepet játszott a belső és külső kereslet lassulása. A nyereség mérséklődése ellenére a külföldi vállalatok osztalékfizetése továbbra is a GDP 4 százaléka közelében alakult, így szinte a teljes megtermelt jövedelmet osztalékként fizették ki.⁷ Ennek hátterében az állhatott, hogy

⁵ Részletesebben lásd: Magyarország fizetési mérleg és külfölddel szembeni befektetésipozíció-statisztikái, MNB (2014)

⁶ Balance of Payment Manual, 6th edition

⁷ Itt érdemes megjegyezni azt is, hogy a vállalatok jellemzően előző évi profitjukból szavaznak meg és fizetnek osztalékot, így valójában adott év osztalék

a válságot követően jelentősen romlottak a növekedési kilátások, valamint, hogy az anyavállalatoknak szükségük volt likviditásra. 2014 óta a gazdasági növekedés gyorsulásával összhangban magasabb lett a külföldi vállalatok megtermelt jövedelmének értéke is. A magasabb jövedelem azonban továbbra is visszafogott osztalékfizetéssel járt, ami jelentősen növelte az újrabefektetések értékét. Az újrabefektetések magas szintje az elmúlt években – az EU-források mellett – jelentős szerepet játszhatott a vállalati beruházások dinamikus bővülésében. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmezőségének emelkedését az export dinamikus bővülését is segítő külső kereslet is támogathatta. 2018-ban enyhén csökkent a külföldi tulajdonú vállalatok jövedelme, azonban továbbra is a GDP közel 7 százalékát teszi ki, amelynek közel 70 százalékát a vállalatok továbbra is Magyarországon fektették be.⁸ A külföldi vállalatok eredményének számottevő része (több mint 95 százaléka) a nem pénzügyi vállalatoknál képződött.



5.3. A bankok és nem pénzügyi vállalatok jövedelmezőségének összehasonlítása

Amíg a bankok profitrátája enyhén nőtt a hitelezés bővülésével és a javuló makrogazdasági környezettel összhangban, addig a nem pénzügyi vállalatok profitrátája enyhén csökkent. A válság előtt a vállalatok közvetlen tőkerészesedések arányában számított profitjának értéke 10, a bankoké 13 százalék közelében alakult. A válság kitörését követően a nem pénzügyi vállalatok profitrátája jelentősen visszaesett, a bankoké azonban csak 2012-ben csökkent nagyobb mértékben, amellyel a bankok profitrátája a vállalati nyereség alá csökkent. A külföldi bankok normál üzletmenet szerinti profitrátája 2018-ban – enyhe növekedést követően – 9 százalék közelében alakult. Az elmúlt két év kedvező rátája mögött a bankok mérlegtisztítása és a gazdaság konjunktúris ciklusával összhangban felfutó hitelezés áll. A nem pénzügyi vállalatok profitja 2009-ben számottevően mérséklődött, majd 2013-tól fokozatosan, a válság előtti szint fölé, 12 százalék közelébe emelkedett. 2018-ban enyhén csökkent a ráta, amelyben a magas bériáramlás is szerepet játszhatott (26. ábra).

A nem pénzügyi vállalatok osztalékhányada továbbra is historikusan alacsony, a bankok osztalékfizetése azonban magas szintre, 60 százalék közelébe emelkedett. A bankok osztalékhányada a korábbi években elmaradt a vállalatokétól, 2018-ban azonban ez megfordult: a vállalatok fektették be profitjuk nagyobb részét újra Magyarországon. A magasabb banki oszta-

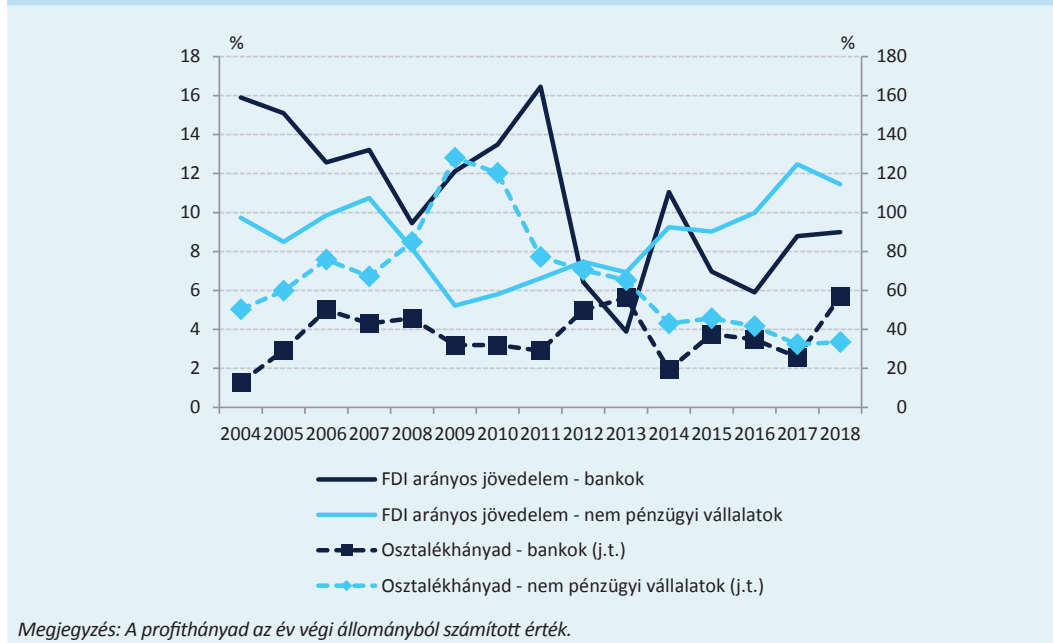
lékfizetését az előző évi eredménnyel célszerű összevetni. Azonban mivel a fizetésimérleg-adatok között szereplő állományokat az adott évi tranzakciók befolyásolják, ezért az adott évi profitot az adott évi osztalékfizetéssel együtt mutatjuk be.

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

⁹ Az idősorokban elemzési szempontokból törést jelent, hogy 2008-tól kezdve a profit (és így maradékelven az újrabefektetett jövedelem) csak a normál üzletmenet szerinti eredményt tartalmazza. Ugyanakkor feltételezhető, hogy a nem normál üzletmenethez kapcsolódó, az árfolyamok jelentős elmozdulásából eredő eredménytétel a válságot követően emelkedhetett meg, így vélhetően a korábbi időszakokkal is összehasonlítható marad az idősor. További törést jelenthet, hogy 2013-tól a külföldi profitból kiszűrésre kerül a kiugró osztalék, ami ezt követően nem osztalékfizetésként, hanem részesedéscsökkenésként kerül elszámolásra, és így befolyásolja a profit felosztását az osztalékfizetés és az újrabefektetés között."

lékhányad azzal állhat összefüggésben, hogy már nem volt szükség a válság során elszenvedett veszteségek miatt tőkepótlásra, így a nyereség nagyobb arányát lehetett osztalékként kifizetni. A nem pénzügyi vállalatok osztalékhányada azonban a válság óta fokozatosan mérséklődik: 2018-ban a 2017-es szint közelében, 35 százalék körül stabilizálódott. A magas újrabefektetési hányad mögött a kedvező növekedési kilátások és a jövedelmek várható további bővülése állhat: a jövőbeli magasabb profit érdekében a külföldi tulajdonosok megtermelt jövedelmük nagyobb részét Magyarországon fektetik be.

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



5.4. Mi áll a vállalati profit alakulásának hátterében?

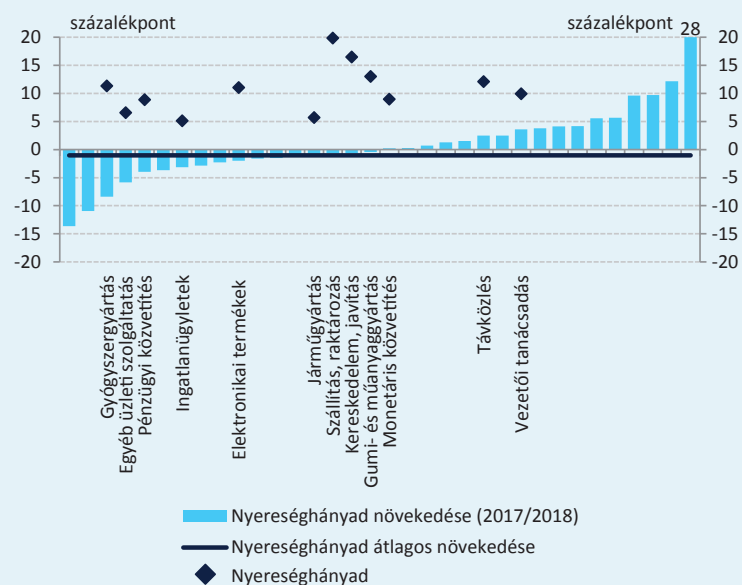
A vállalati profitok előző évitől jelentősen elmaradó emelkedése az exportdinamika enyhén nagyobb mértékű növekedése mellett következett be – 2018-ban a két növekedési ütem nagyjából hasonló szintet ért el. Mivel a külföldi tulajdonú vállalatok jelentős része az exportszektorban tevékenykedik, ezért indokolt a külföldi vállalatok profitjának exportteljesítménnyel való összevetése. Amíg korábban az együttmozgás nagyon szoros volt, 2013-at követően az exportdinamika inkább csak a vállalati nyereségesség alakulásának irányát jelezte: a szétválásban főként egyedi tényezők játszottak szerepet (27. ábra). 2018-ban tovább gyengült ez az összefüggés: az export dinamikája enyhén gyorsult, miközben a vállalatok nyereségének növekedése elmaradt az előző évi szinttől. A vállalatok jövedelmének kisebb mértékű növekedéséhez – így az ellentétes irányú folyamathoz – az is hozzájárulhatott, hogy a vállalatok jövedelme 2017-ben néhány multinacionális vállalat szerkezetének átalakítása miatt kiemelkedő volt. Összességében bár továbbra is eltér a két mutató növekedési üteme, 2018-ban már kisebb mértékű különbséget tapasztalhattunk.

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



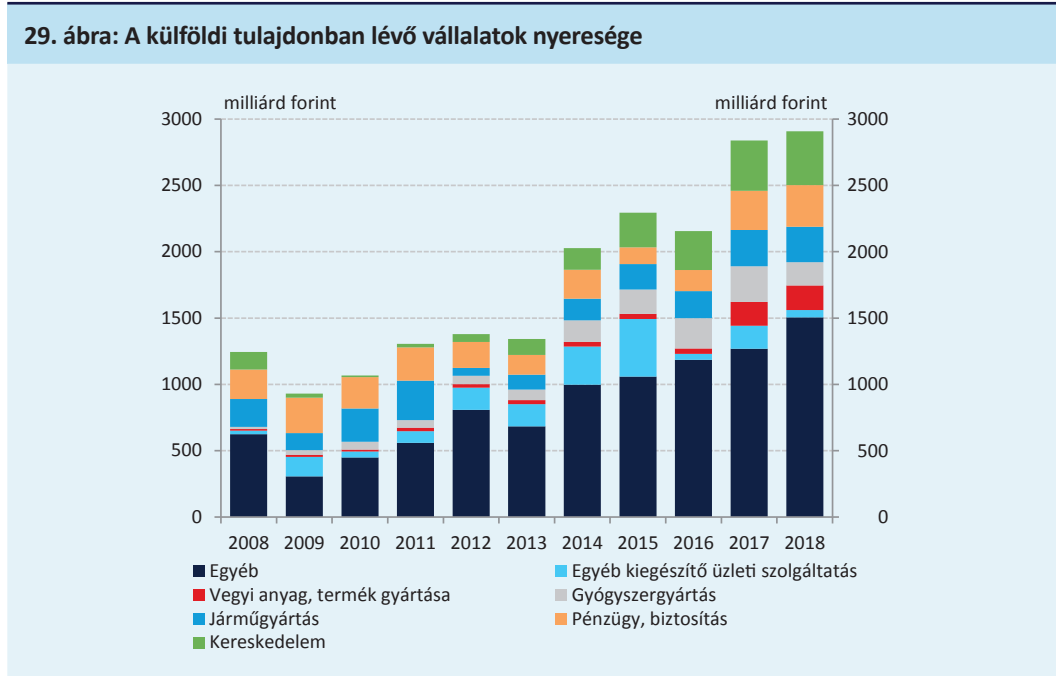
2018-ban a jelentősebb ágazatokban mérséklődött a tőkearányos nyereség, amik közül a korábbi évben javuló jövedelmezőséget mutató gyógyszergyártást és ingatlanügyleteket érdemes kiemelni, miközben az egyéb üzleti szolgáltatások és a pénzügyi közvetítés jövedelmezősége is nagymértékben csökkent. A külföldi tulajdonú vállalatok közvetlentőke-részesedés arányos profitrátája – az előző évi átlagos, közel 4 százalékpontos emelkedést követően – 2017 és 2018 között átlagosan 1 százalékponttal csökkent. Bár az ágazatok nagyságrendileg fele-fele arányban voltak veszteségesek, illetve nyereségesek (28. ábra), a jelentős, 2 milliárd eurót meghaladó külföldi befektetett tőkével rendelkező ágazatok többségében csökkent a vállalati profit (sőt két olyan nagyobb ágazat is volt, ahol a csökkenés meghaladta az 5 százalékpontot). Így összességében a hazánkban működő külföldi vállalatok átlagos nyereségrátája 2018-ban mintegy 11 százalékra csökkent, ami azonban továbbra is meghaladja a korábbi években jellemző szintet. Érdemes arra is felhívni a figyelmet, hogy a legnagyobb külföldi befektetéssel rendelkező járműgyártás ágazat nyereséghányada is enyhén mérséklődött, amelynek szintje így az egyik legalacsonyabb lett a jelentős külföldi befektetett tőkével rendelkező ágazatok között.

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

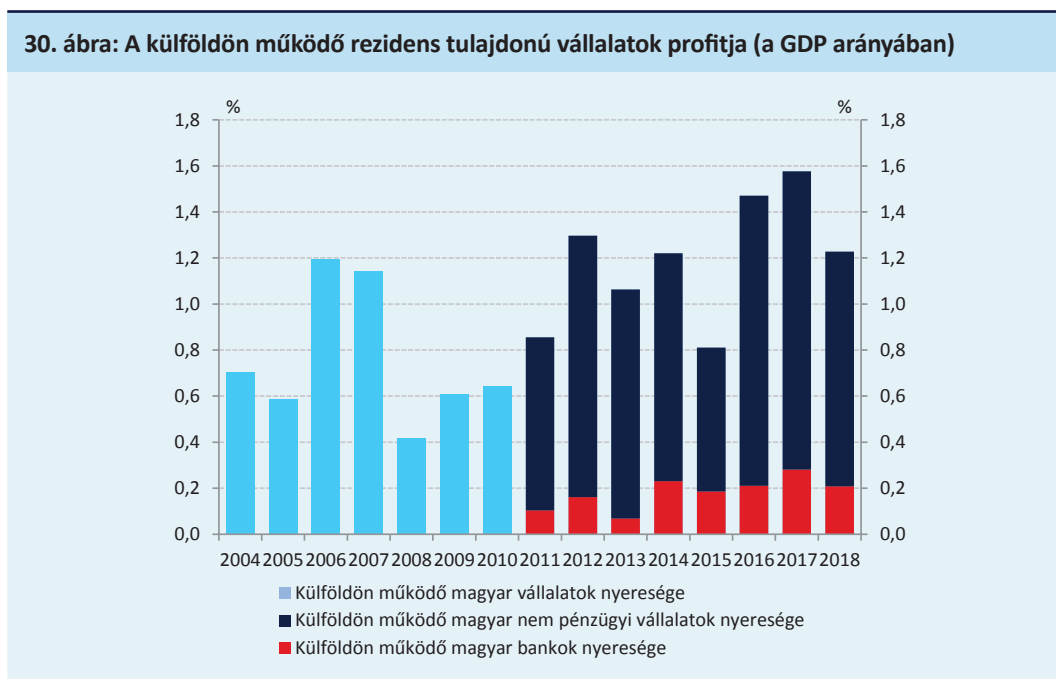


Megjegyzés: A 2 milliárd eurónál nagyobb FDI-állománnyal rendelkező ágazatokat nevesítettük.

A külföldi közvetlentőke-befektetések nyeresége viszonylag koncentrált: a nyereség közel felét hat ágazat adja. 2017-ben a vállalati nyereség emelkedése az ágazatok széles körét érintette, de ezen belül kiemelkedő jövedelmezőséget mutatott a legnagyobb hat ágazat. Ezzel szemben 2018-ban a kisebb befektetett tőkével rendelkező ágazatok jövedelme nőtt nagyobb mértékben, amíg a gyógyszergyártás és egyéb üzleti szolgáltatás jövedelmezőségének romlásával a hat legnagyobb ágazat összes nyereségén belüli részaránya csökkent. Ennek ellenére a nagy ágazatok jövedelme továbbra is közel felét adja a hazánkban működő külföldi vállalatok teljes nyereségének, ami viszonylag nagy koncentrációt jelent.



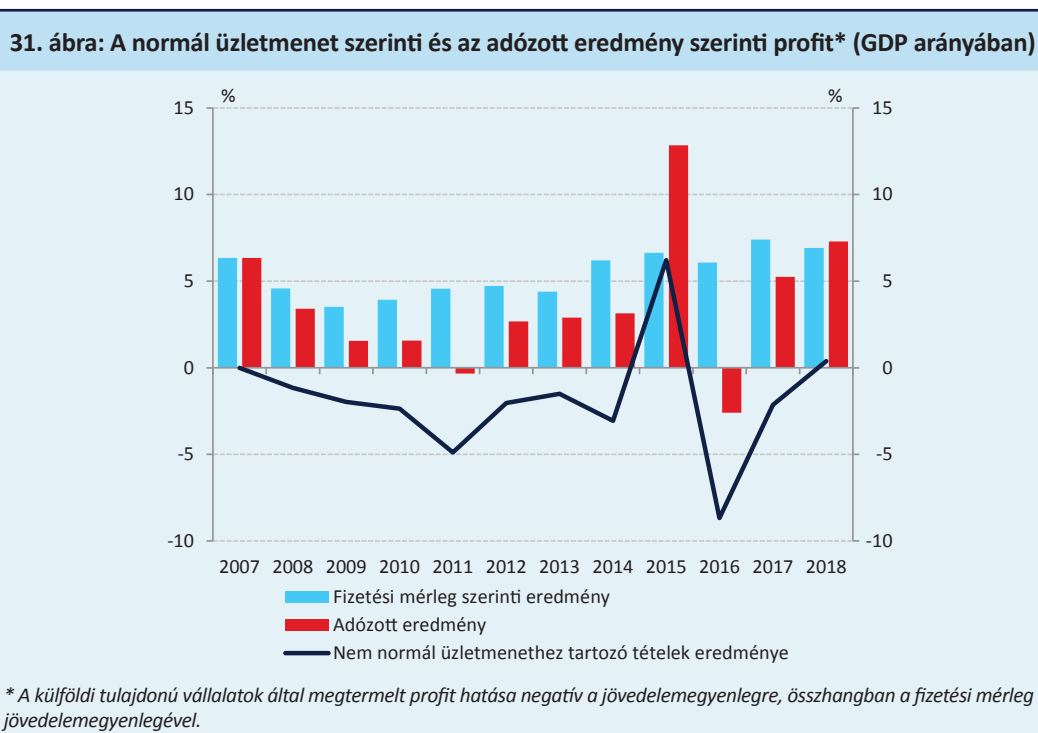
A jövedelemegyenleg nettó értékét a rezidens vállalatok külföldi leányainak nyeresége is befolyásolja, amelynek 2018-as csökkenése a hiány növekedésének irányába hatott. A fizetési mérleg jövedelemegyenlegében¹⁰ a Magyarországon működő külföldi vállalatok jövedelme mellett a külföldön működő, rezidens tulajdonban lévő vállalatok nyereségét is figyelembe kell venni. Ennek GDP-arányos értéke – a 2017-es viszonylag magas szintről – 2018-ban jelentős, a GDP közel 0,4 százalékát kitevő mértékben csökkent. A bevétel mérséklődése egyaránt kötődött a külföldön működő bankokhoz és nem pénzügyi vállalatokhoz.



¹⁰ 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 transferegenlegben szerepeltetjük.

5.5. A külföldi tulajdonú vállalatok adózott eredménye

2018-ban a vállalatok adózott eredménye hasonló mértékű volt, mint a fizetési mérlegben megjelenő „normál üzletmenet szerinti” jövedelem. Ez ugyanakkor azt is jelenti, hogy 2017-hez képest a fizetési mérleg szerinti GDP arányos jövedelem csökkenésével szemben, az adózott eredmény további növekedést mutatott az egyszeri, 2017-ben 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 kiszűrik¹¹, így a fizetési mérlegben szereplő – normál üzletmenet szerinti – eredmény jóval stabilabb. A nem normál üzletmenethez tartozó tételek a válság óta jellemzően csökkentették a vállalatok profitját, így ezen tételek kiszűrése a fizetési mérleg statisztikában magasabb jövedelemhez (így nagyobb újrabefektetett jövedelemhez) és a jövedelemegyenleg nagyobb hiányához vezetett. Egy belföldön működő multinacionális vállalat 2015-ös és 2016-os kiugró értékei erősen befolyásolták az adózott eredmény alakulását, miközben az egyedi hatásokat kiszűró fizetési mérleg szerinti jövedelem stabilan alakult. 2017-ben a két mutató közötti eltérés jelentősen csökkent, és visszatért a válság utáni (árfolyamalakuláshoz kötődő egyedi) veszteségek következtében megfigyelt, a GDP 2 százaléka körüli értékhez. Ezt követően 2018-ban nem volt olyan egyedi, nagy összegű nem normál üzletmenet szerinti tétel, ami jelentősen befolyásolta volna a jövedelmet, így az adózott eredmény és a fizetési mérleg szerinti, normál üzletmenet szerinti eredmény hasonló szintet ért el. A két mutató dinamikája azonban eltérően alakult: míg a fizetési mérlegben elszámolt GDP-arányos jövedelem enyhén csökkent, addig a külföldi tőkebefektetések adózott eredménye 2018-ban is jelentősen emelkedett, és már meghaladja a válságot megelőző szintet.

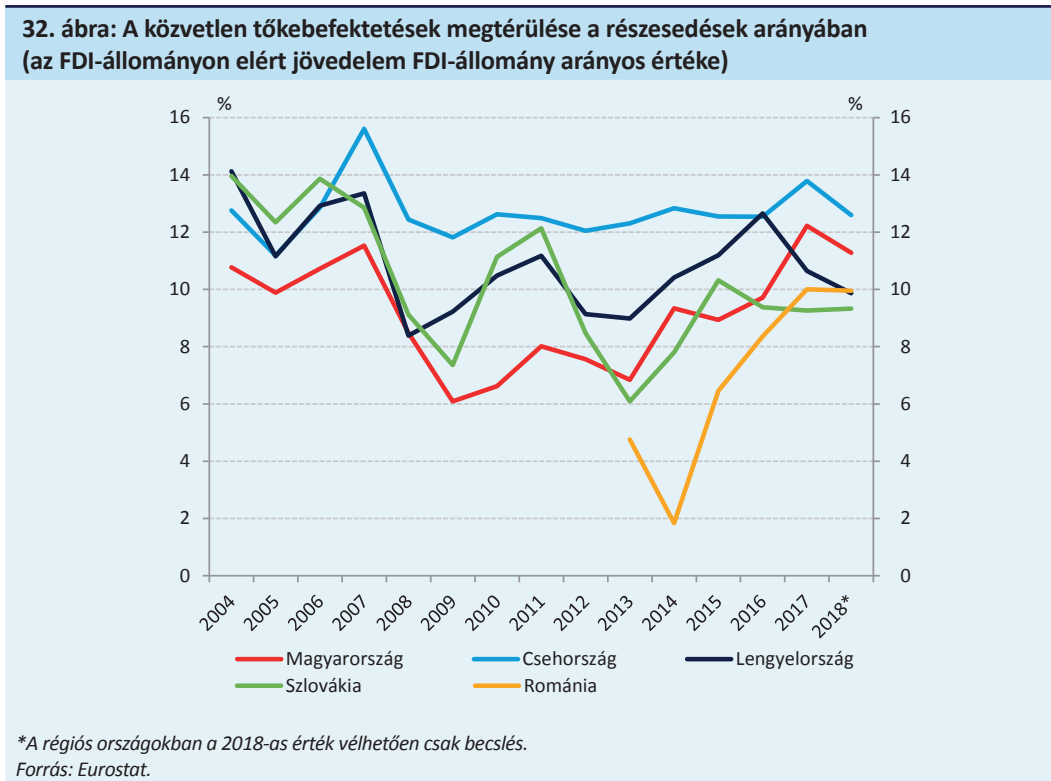


5.6. Nemzetközi összehasonlítás

Az elmúlt évek növekedése után 2018-ban a Magyarországon megfigyelhető jövedelmezőség – hasonlóan a régiós országok többségéhez – enyhén mérséklődött, de továbbra is meghaladja a környező országok átlagát. A közvetlen tőkebefektetések régiós megtérülését a befektetett tőkéhez viszonyított nyereség alapján célszerű elemezni. A régió országokban ez a mutató korábban nagyfokú együttmozgást mutatott, ami arra utal, hogy a nemzetközi folyamatok jelentősen hatnak a jövedelmezőség alakulására. A válság után Magyarország mellett Szlovákiában és Lengyelországban is mérséklődött a külföldi vállalatok jövedelmének FDI-részesedésük állományához viszonyított aránya, majd egy kisebb korrekciót követően 2011 és 2013 között is. Azóta azonban a régió összes országában emelkedett a közvetlen tőke-befektetések

¹¹ Ilyen egyszeri hatásokat jelentenek a vállalatoknál az árfolyam átértékelődése miatti veszteségek; a hitelintézeteknél a kedvezményes árfolyamon végrehajtott végtörlesztés, a lakossági hitelekhez kapcsolódó elszámolások.

megtérülése, amelynek köszönhetően a magyar profitráta – az enyhe 2018-as csökkenés ellenére – már elérte a válság előtt jellemző értékeket, és meghaladja a szlovák és lengyel szintet. Az előzetes adatok alapján Lengyelországban folytatódott a megtérülési ráta csökkenése 2018-ban, ami így a román és a szlovák mutató szintjére süllyedt. A Csehországban működő külföldi vállalatok nyeresége továbbra is érdemben meghaladta a régió többi országában megfigyelt szintet.

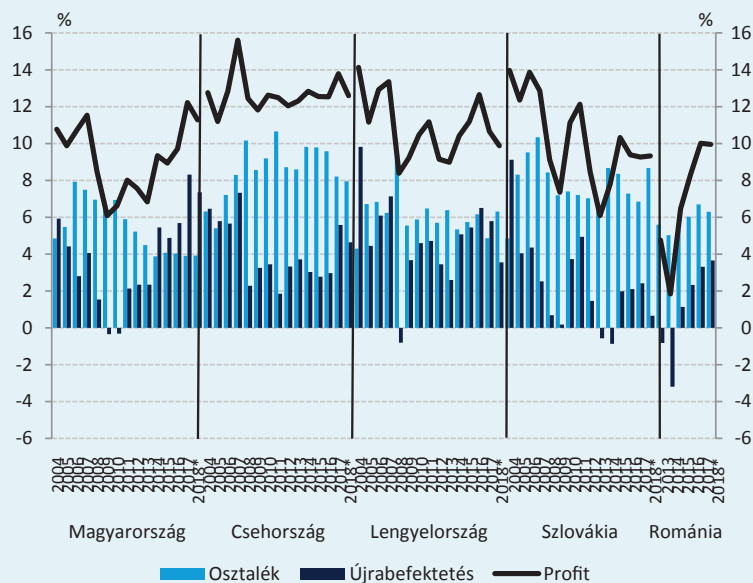


Magyarországon a külföldi tulajdonú vállalatok nyereségük kétharmadát újra befektetik, amivel a magyar vállalatok éllóvasnak tekinthetők a régiós országok között (33. ábra). Amíg a régió országaiban a profit növekedése az osztalékfizetés bővülésével járt, addig Magyarországon az elmúlt több mint tíz évben mérséklődött a tőkearányos osztalékfizetés¹². Az előzetes adatok alapján Lengyelországban és Szlovákiában nőtt, amíg Csehországban és Romániában enyhén mérséklődött az osztalékfizetés aránya. Mivel a régiós országok többségében a vállalatok nyeresége tőkearányosan csökkent vagy stagnált, ezért az újrabefektetés jellemzően mérséklődött. Bár a magyarországi külföldi tulajdonú vállalatok újrabefektetése is csökkent, régiós szinten továbbra is a hazai külföldi tulajdonú vállalatok újrabefektetése a legmagasabb, meghaladva az osztalékfizetés mértékét¹³, amely nem jellemző a régió többi országára.

¹² Ebben ugyanakkor 2013-tól részben szerepe lehetett a kiugró osztalékfizetések magyarországi elszámolásának.

¹³ 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, amíg az osztalékét csökkenti. Így ennek is szerepe lehet a Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok nyereség arányában magasabb újrabefektetésében — a többi régiós ország vonatkozásában nem áll rendelkezésre információ, hogy figyelembe veszik-e az IMF ajánlásait a kiugró osztalék alkalmazására.

33. ábra: A közvetlen tőkebefektetések jövedelmeinek felbontása a régiós országokban (a közvetlen tőkerészesedések arányában)

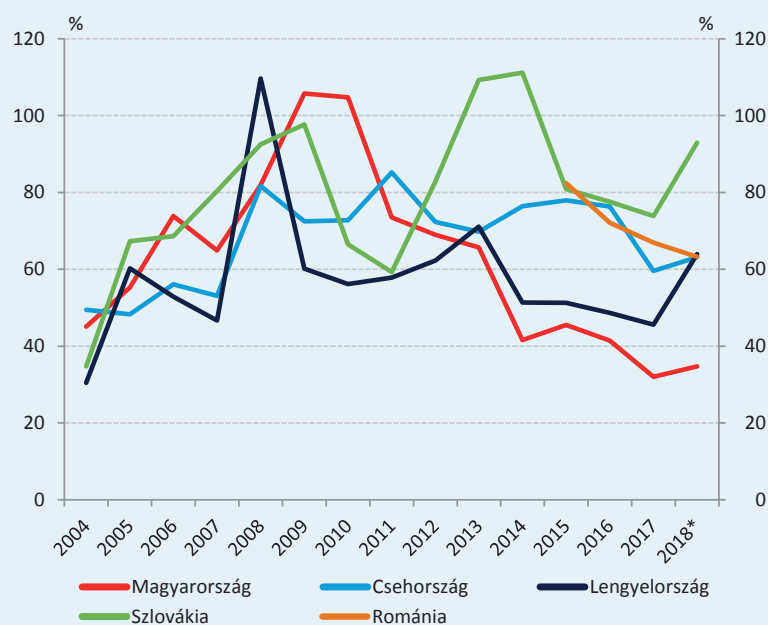


*A régiós országokban a 2018-as érték még vélhetően becslésen alapul.

Forrás: Eurostat.

A régióban Magyarországon a legalacsonyabb a jövedelemarányos osztalékfizetés, ami az újrabefektetések magas értékében tükröződik (34. ábra). A válságot megelőzően és az azt követő néhány évben emelkedett a külföldi vállalatok jövedelemarányos osztalékfizetése, ami 2009–10-ben érte el a legmagasabb értékét. A külföldi anyavállalatok válság miatt megnövekedő likviditásigénye, valamint a régiós országok növekedési kilátásainak visszaesése eredményeként a vállalatok Magyarország mellett rövid ideig Lengyelországban és Szlovákiában a korábbi évek nyereségeiből felhalmozott eredménytartalék terhére is fizettek osztalékot külföldi tulajdonosaik számára. Az osztalékfizetési arány az évtized közepétől a régió minden egyes országában mérséklődött, ugyanakkor a legnagyobb mérséklődés Magyarországon történt. 2018-ban a külföldi vállalatok Magyarországon megtermelt jövedelmük mindössze 35 százalékát fizették ki osztalékként. Mindez egyúttal azt is jelenti, hogy Magyarországon a legmagasabb a külföldi tulajdonú vállalatok újrabefektetése.

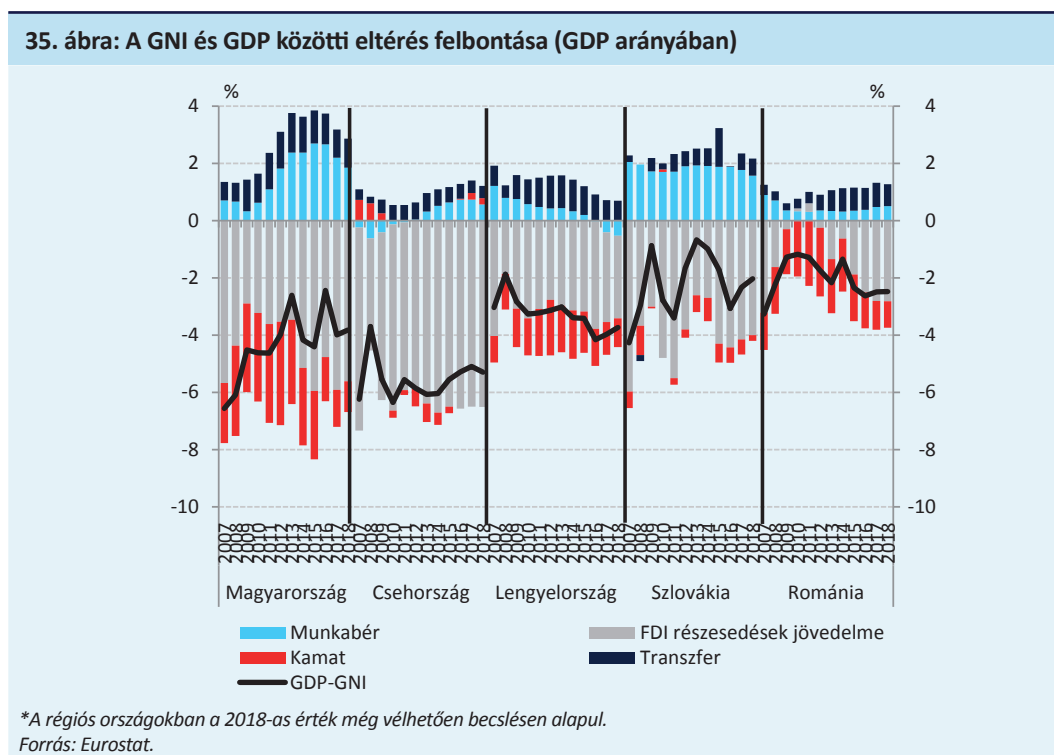
34. ábra: Osztalékfizetések aránya a nyereséghez képest



*A régiós országokban a 2018-as érték még vélhetően becslésen alapul.

Forrás: Eurostat.

A magyar GDP–GNI rés enyhe mérséklődés után a régiós átlag körül alakult 2018-ban (35. ábra). A bruttó hazai termék (GDP) és bruttó nemzeti jövedelem (GNI) közötti különbség, vagyis a GDP–GNI rés a külfölddel szembeni jövedelemfizetések összegzésének eredményeként alakul ki. A mutató tényezői a külfölddel kapcsolatos kamatfizetések, a külföldi vállalatok nettó nyeresége, a külföldi munkavállalói jövedelmek és a külföldi transzferek¹⁴. A régiós országokban a külföldiek közvetlen tőkebefektetései jellemzően érdemben meghaladják a rezidensek külföldi befektetéseit, ezért a GNI értéke is elmarad a bruttó hazai termék értékétől. Ezzel szemben áll a külföldi munkavállalók nettó jövedelme és az EU-tól kapott transzferek, amelyek a régiós országokban jellemzően csökkentik a GDP és a GNI közötti különbséget. A válságot követően a vállalatok javuló jövedelmezőségének köszönhetően a régió országaiban érdemben nőtt a részesedésekhez kapcsolódó profit kiáramlása, amit a legtöbb országban, így Magyarországon is részben ellensúlyozott a növekvő külföldi munkavállalói jövedelem és a transzferbeáramlás. Emellett az egyre csökkenő kamatkidadások is érdemben hozzájárultak a GDP–GNI rés mérséklődéséhez. 2018-ban Magyar-országhoz hasonlóan Lengyelországban és Szlovákiában is csökkent a külföldi vállalatok jövedelme, és mérséklődtek a kamatkidadások is, ami a csökkenő – sőt, Lengyelországban negatívba forduló – külföldi munkavállalói jövedelmek ellenére ezekben az országokban enyhén mérséklődő GDP–GNI különbséget eredményezett. Csehországban a csökkenő munkavállalói jövedelmek miatt enyhén emelkedett a GDP és a GNI közötti különbség, amíg Romániában érdemben nem változott a mutató.



¹⁴ Ami alatt az elsődleges jövedelmeken belül elszámolt transzfereket értve.

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 külkereskedelmi egyenleg és tényezőinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	10
4. ábra: Az export és import éves reálnövekedése	10
5. ábra: A belföldi felhasználás éves növekedési üteme és a nettó export GDP-növekedéshez való hozzájárulása	11
6. ábra: A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg tényezőinek alakulása (éves változás)	11
7. ábra: A jövedelemegyenleg* tételeinek alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	12
8. ábra: A transzferegyenleg tételeinek négy negyedéves alakulása (négy negyedéves értékek a GDP arányában)	13
9. ábra: A régiós országok négy negyedéves külső finanszírozási képessége (a GDP arányában)	13
10. ábra: Feltörekvő országok finanszírozási képessége (2018)	14
11. ábra: A kétféle külső finanszírozási képesség és a „tévedések és kihagyások egyenlege” (négy negyedéves GDP-arányos értékek)	15
12. ábra: A külső finanszírozási szerkezet alakulása (igazítatlan tranzakciók)	16
13. ábra: Közvetlentőke-befektetések alakulása, átfolyótőke-tranzakciók nélkül (kumulált tranzakciók)	16
14. ábra: A szektorok nettó adósság típusú forrásbevonásának alakulása	17
15. ábra: A bankrendszer külföldi adósságának és követelésének alakulása (kumulált tranzakciók)	17
16. ábra: Az MNB-vel konszolidált állam nettó külső adósságváltozásának felbontása (kumulált tranzakciók)	18
17. ábra: A nettó külső adósság változásának összetevői (tulajdonosi hitel nélküli GDP-arányos értékek)	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 hátralévő futamidő szerinti rövid bruttó külső adósság alakulása	21
20. ábra: A magyar gazdaság rövid lejáratú külső adóssága és devizatartalék-állománya	22
21. ábra: Egyes szektorok nettó finanszírozási képessége* (négy negyedéves GDP-arányos adatok)	23
22. ábra: A háztartások nettó finanszírozási képessége (szezonálisan igazított GDP-arányos korrigált* adatok)	24
23. ábra: A háztartások kiemelt pénzügyi eszközeinek alakulása (kumulált tranzakciók)	24
24. ábra: Pénzügyi vagyon és adósság a régiós országokban (2018)	25
25. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmének felhasználása (a GDP arányában)	27
26. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok és bankok profitja a közvetlentőke-részesedések arányában és a kifizetett osztalék a profit arányában	28
27. ábra: A külföldi tulajdonú vállalatok (forintban kifejezett) profitja és az export alakulása (változás az előző évhöz képest)	29
28. ábra: A külföldi vállalatok egyes ágazatokban elért közvetlentőke-arányos nyereségének növekedése 2017-ben	29
29. ábra: A külföldi tulajdonban lévő vállalatok nyeresége	30
30. ábra: A külföldön működő rezidens tulajdonú vállalatok profitja (a GDP arányában)	30

31. ábra: A normál üzletmenet szerinti és az adózott eredmény szerinti profit* (GDP arányában)	31
32. ábra: A közvetlen tőkebefektetések megtérülése a részesedések arányában (az FDI-állományon elért jövedelem FDI-állomány arányos értéke)	32
33. ábra: A közvetlen tőkebefektetések jövedelmeinek felbontása a régiós országokban (a közvetlen tőkerészesedések arányában)	33
34. ábra: Osztalékfizetések aránya a nyereséghez képest	33
35. ábra: A GNI és GDP közötti eltérés felbontása (GDP arányában)	34

Keretes írások

1. keretes írás: Revízió a fizetési mérlegben	7
2. keretes írás: A hazai finanszírozási képesség nemzetközi összevetésben	14
3. keretes írás: A magyar háztartások pénzügyi vagyona európai összevetésben	25

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 készített, 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

2019. október

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.