

## Működőtőke-áramlás, újrabefektetett jövedelem és a nettó külföldi vagyon változása Magyarországon – Statisztikai adatok, módszertani kérdések és értelmezési buktatók\*

---

**Oblath Gábor,**  
az MTA KRTK, Közgazdaságtudományi Intézet tudományos főmunkatársa  
E-mail: [obloth.gabor@krtk.mta.hu](mailto:obloth.gabor@krtk.mta.hu)

A hazai fizetésimérleg-statisztikában 2008-tól, illetve 2013-tól olyan – a nemzetközi szabványoknak megfelelő – módszertani revíziók kerültek bevezetésre, amelyek nyomán az FDI-jövedelemről, valamint az osztalékról közölt adatok minősége javult, az idősorok azonban megtörttek. Amíg a korábbi módszertan alapján 2008 és 2014 között összesen 5,6 milliárd eurónyi nettó FDI-kiáramlás mutatkozna, a jelenlegi módszer szerint 10,5 milliárd eurónyi nettó beáramlás történt. Az eltérés oka, hogy a külföldi tulajdonú vállalatok átértékelődési és egyéb vagyonesztesége – amely nem jövedelem – a fizetési mérlegből átkerült a külfölddel szembeni befektetési pozícióról tájékoztató statisztikai kimutatásba. Az írás bemutatja a módszertani revíziók hátterét, hatásait, a hozzájuk kapcsolódó értelmezési, összehasonlítási buktatókat, továbbá rámutat: a fizetési mérlegben közölt FDI-adatok csak a nettó vagyon változására vonatkozó adatokkal együtt értelmezhetők.

TÁRGYSZÓ:  
Működőtőke-áramlás.  
Újrabefektetett jövedelem.  
Statisztikai módszertani revíziók.

DOI: 10.20311/stat2016.08-09.hu0821

---

\* Jelen írás előzménye egy, a 2013. és 2014. évi újrabefektetett jövedelem összetevőit vizsgáló elemzés, amelynek különböző változatai internetes fórumokon jelentek meg (Oblath [2016a], [2016b] és [2016c]); a témával Oblath [2016d] a magyarországi intézményi környezettel összefüggésben foglalkozott. A szerző köszönetet mond *Hüttl Antóniának* és mindazon statisztikusoknak, akik a módszertani kérdések tisztázásához értékes segítséget nyújtottak. Az írásban kifejtettek természetesen kizárólag a szerző értelmezéseit, illetve véleményét fejezik ki.

A gazdasági elemzők egy felzárkózó gazdaság kilátásainak és gazdaságpolitikájának megítélése szempontjából nemcsak azt tartják fontosnak, hogy nő vagy csökken-e a „friss” FDI- (foreign direct investment – külföldi közvetlen tőke)<sup>1</sup> beáramlás, hanem azt is, hogy miként alakul az FDI-jövedelem újrabefektetése. Az előbbi emelkedését a gazdaság tőkevonzó, az utóbbiét pedig tőkemegtartó képessége javulásként szokták értelmezni, és általában mindkettőt az érintett gazdaság, illetve a gazdaságpolitika egyfajta sikermutatójának tekintik. Az írás két olyan – a nemzetközi szabványoknak megfelelő – hazai statisztikai módszertani revízióval foglalkozik, amelyek nyomán módosult a külföldi jövedelemre, illetve az RE-re (reinvested earnings – újrabefektetett jövedelem) vonatkozó adatok tartalma, ez pedig az adatok értelmezését és időbeli összehasonlítását illetően nagyfokú körültekintést indokol. A tárgyalandó módszertani váltások jelentősen megemelték a Magyarországon újrabefektetett jövedelem és vele együtt mind a bruttó, mind pedig a nettó FDI-beáramlás statisztikailag kimutatott összegét.

Az írásban vizsgált revíziók keretében 2008-tól kiemelték a külföldi vállalatok nem szokásosnak tekintett eredményét (az átértékelődéseket és egyéb állományváltozásokat) az adózott számviteli eredményből, 2013-tól pedig a kiugrónak tekintett (az eredménytartalék terhére megszavazott) osztalékot emelték ki az osztalékból. Az első módszertani revízió folytán az *eredményből kikerült tételek* – amelyek nemzetgazdasági szinten 2008 és 2014 között minden évben veszteséget mutattak – a külfölddel szembeni befektetési pozíciót bemutató statisztika (a továbbiakban az IIP [international investment position] átértékelődések, illetve egyéb állományváltozások tételei közé kerültek át.<sup>2</sup> E korrekció parciális hatásaként nőtt a fizetési mérlegben kimutatott RE és vele együtt az FDI-beáramlás. Ez azonban nem befolyásolta a nettó FDI-vagyon alakulását, mivel ugyanennyivel nőtt az IIP-ben elszámolt átértékelési (és egyéb) veszteség.

A második revízió eredményeként a SUD (superdividend – kiugró osztalék) 2013-tól a fizetési mérleg folyó mérlegéből átkerült a pénzügyi mérlegbe, és tőke-kivonásként kerül elszámolásra. E revízió parciális hatásaként megemelkedett az elszámolt RE, de ugyanennyivel csökkent a friss FDI-beáramlás kimutatott összege is.

<sup>1</sup> Az írásban a „közvetlen”, illetve a „működő tőke” kifejezések és az angol megnevezés (foreign direct investment – FDI) azonos értelemben szerepelnek. „Friss” beáramlásnak nevezem az összes FDI-beáramlásnak az újrabefektetett jövedelmen kívüli részét.

<sup>2</sup> Az IIP a nem rezidensekkel szembeni pénzügyi követelés- és tartozásállományokra, illetve azok változására vonatkozó statisztikai információkat foglalja össze.

Mielőtt néhány, a téma hazai empirikus jelentőségét illusztráló számot ismertetének, el kell mondanom: bár sokat foglalkoztam fizetésimérleg-adatokkal, s azok alapján számos elemzést készítettem, egészen 2015 szeptemberéig nem tudtam e módszertani revíziókról.<sup>3</sup> Némi idő (és sok segítség) kellett ahhoz, hogy megértssem ezek indítékait és hatásait, továbbá belássam, hogy a fizetési mérlegben közölt adatok nem képeznek homogén idősort. Mivel tapasztalatom szerint az adatok felhasználóinak túlnyomó többsége éppúgy nem tud a tárgyalandó a revíziókról, mint ahogyan 2015 őszéig én sem tudtam róluk, írásom legfontosabb célja a felvilágosítás.

A módszertani váltások hazai empirikus jelentősége két látszólagos statisztikai paradoxonnal, továbbá a korábbi és a jelenlegi módon mért nettó FDI-beáramlás közötti jelentős eltéréssel érzékeltethető. Az egyik paradoxon: bár 2008 és 2014 között a fizetésimérleg-statisztika összesen 10,5 milliárd eurónyi nettó FDI-beáramlást jelez, a magyarországi nettó FDI-állomány 0,5 milliárd euróval (49,7-ről 49,2 milliárd euróra, a GDP arányában 49-ről 47 százalékra) csökkent. Hol „süllyedt el” 11 milliárd euró?

A másik paradoxon ismertetése előtt fel kell hívnom a figyelmet az MNB statisztikusainak arra a nemzetközi összehasonlításban kivételesen felhasználóbarát eljárására, hogy a fizetési mérleg alakulásáról szóló közleményeikben a külföldi vállalatok eredményére és osztalékára vonatkozó eredeti adatokat, valamint a korrekciós tételeket egyaránt közzéteszik. Ez az írás alapvetően ezekre az információkra támaszkodik; nélkülük nem lehetne a módszertani revíziók előtti, illetve utáni adatokat összehasonlítani egymással, így azonos módszer szerint összeállított idősorokat sem lehetne elemezni.

E korrekciós tételek alapján szerezhetünk tudomást tehát a másik (látszólagos) paradoxonról. Noha 2008 és 2014 között a Magyarországon működő külföldi tulajdonú cégek által fizetett osztalék összesen mintegy 11 milliárd euróval haladta meg e cégek adózott számviteli eredményét (vagyis az eredményhez viszonyítva kiáramlás történt), a fizetési mérlegben közölt adatok mégis összesen 8 milliárd eurónyi RE-ről tudósítanak. Vajon mi áll a 19 milliárd euróra rúgó kumulatív különbség hátterében? Egyáltalán: hogyan lehet az újrabefektetés pozitív, ha a profit és az osztalék különbsége negatív?

E látszólagos és egymással szorosan összefüggő paradoxonok hátterében alapvetően azok a módszertani váltások állnak, amelyek folytán 2008 és 2014 között összesen 10,5 milliárd eurónyi nettó FDI-beáramlást, nem pedig a korábbi módszer szerinti 5,6 milliárd kiáramlást jelez a fizetésimérleg-statisztika. Jelen tanulmányban igyekszem bemutatni és értelmezni a módszertani revíziókat, továbbá – élve azzal a lehetőséggel, hogy Magyarországra nézve a korrigálatlan adatok is rendelkezésre

<sup>3</sup> Egy apró véletlenül múlt, hogy tudomást szereztem róluk: a 2014. évi folyó fizetési mérleg egyenlegéről közölt előzetes, illetve végleges adatok közötti szokatlanul nagy különbség hívta fel a figyelmemet az RE-re s annak elszámolási módjára.

állnak – a módszertani változtatásoknak a hazai FDI-áramlásra és -állomány-változásra, valamint ezek összetevőire gyakorolt hatását is.

Írásom további részének felépítése a következő. Először áttekintem az FDI értelmezéséhez szükséges fogalmakat és a közöttük fennálló összefüggéseket, hangsúlyt fektetve az RE értelmezésére, majd ismertetem azoknak a módszertani revízióknak a hátterét, indítékait és céljait, amelyek e mutató számszerű értékét, továbbá statisztikai és közgazdasági jelentését befolyásolták. Miután számpéldákkal illusztrálok e revízióknak a fizetési mérleg és az IIP egyes tételeire gyakorolt hatását, bemutatom, hogy a tárgyalt módszertani váltások hogyan befolyásolták a hazai FDI-áramlásról, az FDI-állomány változásának összetevőiről, továbbá a folyó fizetési egyenlegéről közölt hazai adatokat. A záró szakaszban összegzem az elemzésből leszűrhető tanulságokat, és néhány – az elemzőknek és a statisztikusoknak szóló – ajánlást fogalmazok meg.

## 1. Fogalmak és módszertani revíziók

Ebben a részben először az FDI-hoz kapcsolódó fogalmakat és a közöttük fennálló összefüggéseket tisztázom, majd egy számpélda segítségével illusztrálok azoknak a módszertani revízióknak a hatását, amelyek módosították az FDI-jövedelem, az RE és az FDI-áramlás empirikus tartalmát. A számpélda több egyszerű módszertani segédletnél: bemutatja a korrekciók előtti és az azok utáni adatok összehasonlításával, valamint a korrigált adatok értelmezésével kapcsolatban felmerülő problémákat, miközben igyekszik megkönnyíteni a korrekciók hazai statisztikai adatokra gyakorolt hatásának megértését.

### 1.1. Alapfogalmak, a revíziók jellege és háttere

Mindenekelőtt az FDI-hoz kapcsolódó, a további gondolatmenet szempontjából kulcsfontosságú három fogalom tartalmát kell tisztázni. Az első az RE (az „FDI-részesedések” állományán keletkezett jövedelem újrabefektetett/visszaforgatott része), amely a folyó fizetési mérlegben kerül kimutatásra.<sup>4</sup> A második az FDI-flow (áramlás vagy tranzakció), amely a fizetési mérleg pénzügyi mérlegében szerepel. Az

<sup>4</sup> Az összes FDI-jövedelem tartalmazza az adósságtípusú instrumentumok (tulajdonosi hitelek) kamatjöveldelmét is, az RE azonban a „részesedések” (angol megnevezése: equity) jövedelmének az osztalék feletti részét jelenti. Mivel a továbbiakban nem lesz szó az FDI-hoz kapcsolódó kamatjöveldelméről, az „FDI-jövedelem” és az „FDI-részesedések jövedelme” kifejezéseket azonos értelemben használom.

FDI-flow egyik összetevője a folyó mérlegben is elszámolt RE. A harmadik fogalom az FDI állományváltozása (a külföldi vagyon alakulása), amelyről az IIP tájékoztat. Az állományváltozás egyik komponense a fizetési mérleg pénzügyi mérlegében is elszámolt FDI-flow.

A következő – egymásra épülő – képletek e fogalmak meghatározását tartalmazzák.

$$\text{Újrabefektetett jövedelem (RE)} = \text{FDI-jövedelem} - \text{osztalék} \quad /1/$$

$$\text{FDI (flow)} = \underbrace{\text{Részvény és egyéb részesedés} + \text{RE}}_{\text{Részeselek}} + \quad /2/ \\ + \text{adósság típusú instrumentumok}$$

$$\Delta \text{FDI-stock (állományváltozás)} = \text{FDI (flow)} + \text{átértékelődések} + \quad /3/ \\ + \text{egyéb vagyonváltozások}$$

Mivel az újrabefektetett jövedelmet definiáló /1/ képlet egy számviteli azonosság, akár úgy is fel lehetne írni, hogy az FDI-jövedelmet az osztalék és az RE összege adja ki. Az, hogy a képletben az RE a bal oldalon szerepel, azt hivatott érzékeltetni, hogy egy maradvégtagról van szó, amelyről közvetlen statisztikai információ nem áll rendelkezésre.<sup>5</sup> RE tartalma, illetve számszerű értéke a jobb oldalon szereplő két tétel értelmezési/mérési módjától függ.<sup>6</sup> Ezért az FDI-jövedelem, illetve az osztalék számbavételét érintő módszertani revíziók RE tartalmát és értékét is megváltoztatják. Itt kell felhívni a figyelmet arra a későbbi mondanó szempontjából fontos technikai ügyre, hogy az országban befektetett, külföldi tulajdonosnak járó FDI-jövedelem (csakúgy mint az osztalék és az RE) a folyó fizetési mérlegben kiadásként, az ország külföldi befektetéseinek keletkezett jövedelem pedig bevételként kerül kimutatásra. Ha az előbbi abszolút értéke meghaladja az utóbbiét, akkor a jövedelemegyenleg negatív.

<sup>5</sup> Ezért sincs értelme a következő – az MNB 2015. szeptemberi Fizetési Mérleg Jelentésében szereplő – megállapításnak: „2014-ben a külföldi vállalatok profitjának – jelentős mértékű, a GDP 2 százalékát megközelítő – emelkedése mögött elsősorban az újrabefektetett jövedelmek emelkedése áll, mely az elmúlt évben több mint a kétszeresére bővült.” (MNB [2015a] 28. old.). A mondattal nem az a baj, hogy megfordít egy oksági összefüggést, hanem az, hogy egy maradvégtaggal olyasmit magyaráz, amely azzal tartalmilag sem függ össze (lásd a következő lábjegyzetet).

<sup>6</sup> Az adatok értelmezéséhez hasznos tudni, hogy az RE egy „hibrid” konstrukció. A külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmét arra az évre számolják el, amelyikben keletkezett, az osztalékot viszont arra az évre, amelyikben az eredmény felosztásáról döntenek, vagyis a jövedelem keletkezését követő évre. Így például a 2014-re kimutatott osztalék az az összeg, amelyet a 2013. évi eredmény alapján a tulajdonosok 2014-ben megszavaztak. Ezért a 2014. évi RE a 2014. évi jövedelem és a (2013-ra vonatkozó eredménybeszámoló alapján) 2014-ben megszavazott osztalék közötti különbség.

A /2/ képlet a pénzügyi mérlegben elszámolt FDI-flow összetevőit tartalmazza. Az egyik fő összetevő a részesedések, a másik az adósságtípusú instrumentumok (az utóbbi korábbi elnevezése: tulajdonosi hitelek). A következőkben döntően a részesedésekről lesz szó, amelyeknek egyik formája a részvény és egyéb részesedés (friss tőke), a másik pedig az /1/ képletben definiált RE. A nettó RE, amely jövedelem a folyó fizetési mérlegben és egyben forrása az FDI-tranzakciónak a pénzügyi mérlegben, azonos összegben és előjellel kerül elszámolásra a fizetési mérleg két részmerlegében.<sup>7</sup>

A /3/ képlet az FDI állományváltozásának IIP-ben elszámolt összetevőit tartalmazza. Az állományváltozás egyrészt a /2/ képletben szereplő FDI-tranzakciókból (a pénzügyi mérlegben szereplő értékkel azonos összegben és előjellel), másrészt átértékelődésekből (ár- és árfolyamváltozások miatti vagyonyváltozásból), harmadrészt egyéb vagyonyváltozásokból áll (a harmadik összetevőre példa az adósságleírás). A későbbi számpéldákban és számszerű elemzésekben az utóbbi két tétel egyenlegéről lesz csak szó (átértékelődések és egyebek címen).

### A módszertani revíziók tartalma és jellege

A továbbiakban áttekintendő két módszertani revízió közvetlenül az /1/ összefüggés jobb oldalán szereplő tételeket (az FDI-jövedelmet, illetve az osztalékot) érintette.

Magyarországon 2007-ig az /1/ összefüggés empirikus tartalma a következő volt:

$$RE(a) = \text{Adózott számviteli profit} - \text{megszavazott osztalék.} \quad /1a/$$

A 2007-ig alkalmazott számbavételi módszer a külföldi tulajdonú vállalati eredményt teljes körűen értelmezte (all inclusive concept – AIC). Ez technikailag azt jelentette, hogy a fizetési mérlegben elszámolt külföldi jövedelem megegyezett az (aggregált) vállalati adózott számviteli eredménnyel. A fizetési mérlegben szereplő osztalék pedig azonos volt a tulajdonosok által megszavazott osztalékkal. E kettő különbségként adódott a fizetési mérlegben elszámolt újrabefektetett jövedelem [RE(a)].

A Magyarországon 2008-tól érvényesített módszertani váltás az RE tartalmát (és értékét) azáltal befolyásolta, hogy módosult az FDI-jövedelem meghatározása:

$$RE(b) = (\text{Adózott számviteli profit} - \text{nem szokásos eredmény}) - \text{megszavazott osztalék.} \quad /1b/$$

<sup>7</sup> Meg kell jegyezni, hogy az elszámolt újrabefektetett jövedelemhez nem kapcsolódik pénzmozgás (cash-flow): RE sem pénzkirámlással, sem pedig -beáramlással nem jár együtt.

Az FDI-jövedelemnek ez a meghatározása az ún. „szokásos üzletmenethez kapcsolódó” eredmény fogalmán alapul (current operating performance concept – COPC). Ennek értelmében a vállalati adózott eredménynek csak az átértékelődéshez és egyéb állományváltozáshoz kötődő tételein kívüli része tekinthető jövedelemnek. Más szóval, a fizetési mérlegben elszámolt, szokásos üzletmenethez kapcsolódó jövedelem nem tartalmazza az átértékelődés, illetve egyéb állományváltozás miatti eredményt.<sup>8</sup> E vállalati eredményből kiemelt tételek az IIP-ben átértékelődésként, illetve egyéb állományváltozásként kerülnek elszámolásra.

A Magyarországon 2013-tól érvényesített módszertani váltás RE tartalmát (és értékét) azáltal befolyásolta, hogy módosult a fizetési mérlegben elszámolt osztalék meghatározásának módja:

$$\text{RE(c)} = \text{Szokásos üzletmenet eredménye} - \text{(megszavazott osztalék - kiugró osztalék)} \quad /1c/$$

Az /1c/ képlet jobb oldalán szereplő első tétel azonos az /1b/ kifejezés zárójeles tagjával, a nem szokásos tételektől megtisztított vállalati eredménnyel. A 2013-tól érvényesített elszámolási módszer mindössze annyiban különbözik a 2008 és 2012 között alkalmazottól, hogy a szokásos üzletmenet profitját meghaladó, illetve a korábbi évek eredményének terhére megszavazott osztalék kiugrónak (SUD-nak) minősül. A SUD-ot kiemelik az összes osztalékból, és nem külföldi jövedelemként számolják el a folyó fizetési mérlegben, hanem tőke kivonásként a pénzügyi mérlegben.

E módszertani revíziók közül az első az FDI-jövedelem, a második az osztalék számbavételét befolyásolja, de természetesen mindkettő megváltoztatja az RE tartalmát, illetve számszerű értékét. Ezáltal pedig befolyásolják az FDI-áramlás (/2/ képlet) és az FDI-állományváltozás (/3/ képlet) tartalmát is.

Amikor a következőkben változásokról beszélek, a revíziókat megelőző módszertan alapján közölt adatokéval hasonlítom össze a revíziók eredményeként kapott adatok tartalmát. Hogy az összehasonlítás ne legyen teljesen elvont, arra a később részletesen is elemzett körülményre hívom fel a figyelmet, hogy Magyarországon az első módszertani váltás óta minden évben negatív volt az összesített nem szokásos eredmény (ami növelte a fizetési mérlegben elszámolt szokásos eredményt és az RE-t), a második módszertani váltás óta pedig jelentős volt a SUD (ami csak az RE-t növelte).

*Az első módszertani revízió hatására az összes FDI-flow nagysága és szerkezete egyaránt megváltozik. Annál jobban nő az összes kimutatott FDI-flow, azon belül pedig annál nagyobb mértékben emelkedik a „részesedések” tétel súlya, továbbá a*

<sup>8</sup> A statisztikusok vállalati kérdőívekre adott válaszok alapján különítik el az eredmény „nem szokásos üzletmenet” kapcsolódó részét. Magyarországon 2008 óta állnak rendelkezésre az ehhez szükséges információk.

részesedéseken belül annál inkább nő az RE jelentősége, minél nagyobb a COPC-korrekciónak mértéke.

Az FDI-állomány változását nem, de összetételét jelentősen befolyásolja a COPC-korrekciónak mértéke. Minél nagyobb ez a korrekció, annál inkább nő a tranzakciókon kívüli tételek (átértékelődés, egyéb vagyonszerzés) hozzájárulása az állományváltozáshoz. A másik oldalról nézve: a nettó vagyon változásának annál kisebb része érhető meg pusztán a fizetési mérleg pénzügyi mérlegében szereplő tranzakciós adatok alapján, minél nagyobb a COPC-korrekciónak mértéke.

A második revízió (a SUD kiemelése az osztalékból) nem érinti a nettó FDI-flow nagyságát, de módosítja a részesedések szerkezetét. Nő az RE, és csökken a kimutatott „friss” tőkebeáramlás. A publikált adatok alapján úgy tűnhet, hogy jelentősen megemelkedett a külföldi vállalatok „újrabefektetési hajlandósága” (s ezzel a gazdaság tőkemegtartó képessége), miközben csökkent a tőkevonzó képessége, holott ezekről a képességekről a korrekciók számszerű mértékére vonatkozó ismeretek nélkül nem lehet képet alkotni.

Milyen megfontolások támasztották alá a bemutatott módszertani revíziókat? Elsősorban az, hogy a vállalati számviteli eredmény olyan tételeket is tartalmaz, amelyeket a közgazdaságtan – és vele összhangban a statisztika – nem tekint jövedelemnek. Az átértékelési (tőke-) nyereség, illetve veszteség kétségkívül befolyásolja a vállalat nettó vagyonát, de nem jövedelem. Hasonlóképpen: a jövedelmet meghaladó (kiugró) osztalék forráskivonást jelent ugyan a vállalatból, de nem része a jövedelemnek, és nem osztalék, hanem tőkekivonás. Ezért van olyan vélemény is, amely szerint a kérdéses módszertani változtatásokat nem szerencsés revízióknak nevezni, hiszen csak annyi történt, hogy a váltás évétől kezdve – azóta, hogy rendelkezésre állnak a szükséges információk – a fogalmaknak nem megfelelő adatok helyett azoknak megfelelő számok szerepelnek a fizetési mérlegben. Én mégis maradnék a revízió kifejezés mellett, hiszen egyértelmű, hogy azonos elnevezésű adatokat a korábbi-tól eltérő módon határoznak meg, és ha „helyesebb” is, módosult a tartalmuk.

A revíziók mellett szóló fontos technikai megfontolás, hogy a vállalati eredménynek a jövedelmen kívüli (nem szokásos) tételeit jórészt a vállalat tevékenysége szempontjából exogén tényezők (például valutaárfolyam-változások) befolyásolják, amelyekben ráadásul nagy a „zajt”. Mivel a szokásos eredményen alapuló profitfogalom részben ezt a zajt szűri ki, jobban tükrözheti az ún. alapfolyamatokat.<sup>9</sup>

E megfontolásokat messzemenően elismerve, a következő szakaszban közölt számpéldák segítségével néhány olyan problémára hívom fel a figyelmet, amelyek a

<sup>9</sup> A Bank of England szakértőinek értékelése arról, hogy a COPC-korrekciónak hogyan hatott az angol fizetési mérlegre: „Az átértékelési hatás kiszűrésével jelentősen csökkent az FDI-jövedelem negyedéves idősorának volatilitása. A revideált idősor lényegesen stabilabb, és arra számíthatunk, hogy a jövőben a megváltozott szint közelében ingadoznak majd az adatok.” (Bowers–Farrell [2014] 8. old.). Szerintem azonban a volatilitás csökkenése nem önérték.



módosult tartalmú adatok értelmezését és a korábbi módszertan alapján közölt adatokkal való összehasonlíthatóságát érintik. Ezek nyilván nem merülnének fel akkor, ha mindig (amióta Magyarországra vonatkozó fizetésimérleg-adatok léteznek) „helyes” közgazdasági/statisztikai tartalmú FDI-jövedelem, illetve RE-adatok szerepeltek volna a fizetési mérlegben. De mivel nem ez a helyzet, óhatatlanul felmerül a kérdés: vajon a régi és „maszatos” vagy a revideált és „patyolattiszta” RE-mutató segítené/segíti-e jobban az elmúlt évek hazai folyamatainak megértését?

A kérdést az a körülmény is indokolja, hogy a felhasználók többsége nem tud a revíziókról, és azonos tartalmúaknak (összehasonlíthatóknak) véli a revíziók előtti és utáni adatokat. Ennél azonban fontosabb, hogy a módszertani váltások nyomán a hazai FDI-folyamatok (és a külföldi befektetők magatartása) megértésének szempontjából alapvető információk kerültek át a fizetési mérlegből az IIP-be. A tulajdonosok (együttesen) 2008 óta minden évben a számviteli eredménynél több forrást vontak ki vállalataikból osztalék címen. A régi módszertan szerint ez negatív RE-ként (a tőkemegtartó képesség hű tükréeként) kerülne elszámolásra, miközben a revideált RE, két év kivételével, végig pozitív volt. Ezzel nem azt mondom, hogy a régi módszertan szerinti mutató jobb volt, mindössze azt, hogy olyan alapvető információkat is tartalmazott, amelyek nélkül a revideált mutatót nem lehet értelmezni, vagy csak félreértelmezni lehet.

## 1.2. A módszertani revíziók hatása az adatok összehasonlíthatóságára és értelmezésére (számpéldák)

Képzeljünk el három tökéletesen egyforma országot, amelyekben azonos a pénznem, és pontosan ugyanazok az események történnek. Mindössze annyi a különbség közöttük, hogy az eseményeket az országok három különböző módszer szerint számolják el az fizetési mérlegben és az IIP-ről szóló kimutatásban. Az első országot nevezzük AIC-nak, a másodikat COPC-nak, a harmadikat pedig SUD-nak. Az előző alfejezetben leírtak alapján az olvasó már sejti, AIC a Magyarországon 2007-ig, COPC a 2008 és 2012 között, SUD pedig a 2013 óta alkalmazott módszertan alapján veszi számba ugyanazokat az eseményeket, amelyek a következők.

Mindhárom országban két külföldi tulajdonú vállalat működik, P és Z. P vállalatnak pozitív, Z-nek nulla az adózás utáni számviteli eredménye. A következőkben (zárójelben szereplő) számszerű értékeket is rendelünk a vállalatok egyes jellemzőihez.

- P vállalat számviteli profitja (100 egység) két eltérő előjelű tétel eredője. Az egyik az ún. nem szokásos – ártértékelődésekből és adósságleírásokból származó – veszteség (100 egység), a másik az normál üzletmenethez kapcsolódó nyereség (200 egység).

- Z vállalat (0 egységnyi) számviteli eredményét nem befolyásolták nem szokásos tételek.
- P vállalatból a tulajdonos nem von ki osztalékot; a teljes eredményt visszaforgatja. Ezen felül friss tőkét is visz oda (50 egységet).
- Z vállalat viszont az eredménytartalék terhére osztalékot fizet (50 egységet).

A felsoroltakon kívül az országokban, illetve a vállalatokkal nem történik semmi. Az országok nem fektetnek be külföldön, ezért a fizetési mérlegben és az IIP-ben kimutatott bruttó és nettó számok megegyeznek.

Az 1. táblázat azt mutatja be, hogy a felvázolt, roppant egyszerű történetet a fizetési mérleg, illetve az IIP háromféle, merőben eltérő módon – különösen a gazdaság tőkevonzó, illetve tőkemegtartó képességére nézve látszólag jelentősen eltérő implikációkkal – tükrözi attól függően, hogy melyik módszertan alapján számolják el az előbbi eseményeket.

Az 1. táblázat három oszlopa az egyes elszámolási módszerek hatását mutatja. A sorok 1. blokkjában a táblázat további részeinek összeállításához felhasznált (a korábban ismertetetteket összegző) alapinformációk szerepelnek, a 2. blokkban a folyó fizetési mérlegben, a 3., illetve 4. blokkban pedig a pénzügyi mérlegben és az IIP-ben elszámolt tételek láthatók.<sup>10</sup>

*AIC* (Magyarország 2007-ig alkalmazott) elszámolása a következőképpen fest (I. oszlop). Az összes külföldi jövedelem 100 egység (2.1. sor), a fizetett osztalék 50 egység (2.2. sor), ezért az országban összesen újrabefektetett jövedelem 50 (= 100–50) egység (2.3. sor). Mivel a nyereséges vállalatba a tulajdonos 50 egység új tőkét is befektetett (3.2. sor), az összes FDI-beáramlás (50 RE + 50 friss beáramlás =) 100 egység (3. sor).

*COPC*-ban (Magyarország 2008 és 2012 között alkalmazott elszámolásának megfelelően) a statisztikusok – kérdőívekre adott válaszok alapján – megállapítják, hogy a nulla eredményű vállalatnál a nem szokásos tételek nem befolyásolták az eredményt, ellenben a nyereséges cég összesen 100 egységnyi veszteséget szenvedett el átértékelődések és adósságleírások miatt. Mivel e tétellel korrigálni kell a számviteli eredményt (amely 100 egység nyereség volt), a fizetési mérleg szempontjából figyelembe vett összes jövedelem [100 számviteli eredmény – (–100 nem szokásos eredmény)] = 200 egység lesz (II. oszlop 1.1.3. és 2.1. sor). A 100 egységnyi nem szokásos veszteség nem vész el, hanem az IIP-t befolyásoló tényezőként köszön majd vissza.

<sup>10</sup> A táblázat 2., 3. és 4. blokkjában a számok a fizetési mérlegnek megfelelő előjelekkel szerepelnek: a folyó mérlegben a külföldnek járó jövedelem – a visszaforgatott jövedelem is – negatív tételként (kiadásként) kerül elszámolásra, csakúgy mint a pénzügyi mérlegben elszámolt tőkebeáramlás (kötelezettségnövekedés = nettó követelésnövekedés).

1. táblázat

*Illusztratív séma: a jövedelem és az újrabefektetett jövedelem háromféle statisztikai elszámolásának hatása a fizetési mérleg folyó, illetve pénzügyi mérlegére, valamint a külfölddel szembeni befektetési pozícióra*

Mutató	I. (AIC) Korrekciók előtt	II. (COPC) COPC- korrekció után	III. (SUD) Kiugróosztalék- korrekció után
<b>1. Háttér-információk</b>			
1.1. Külföldi vállalatok számviteli eredménye (AIP)	100	100	100
1.1.2. Nem szokásos eredmény (COPC-korrekció)	0	-100	-100
1.1.3. (= 1.1. – 1.1.2.) Korrigált eredmény (a fizetési mérleg szempontjából figyelembe vett jövedelem)	100	200	200
<b>1.2. Megszavazott osztalék</b>	50	50	50
1.2.1. Kiugró osztalék	0	0	50
1.2.3. (= 1.2. – 1.2.1.) A folyó fizetési mérleg szempontjából figyelembe vett osztalék	50	50	0
1.3. (= 1.1. – 1.2.) Memo: „visszaforgatott számviteli eredmény”	50	50	50
1.4. Friss tőkebeáramlás (részvény és egyéb részesedések)	50	50	50
1.4.1. (= 1.4. – 1.2.1.) Kiugró osztalékkal korrigált tőkebeáramlás	50	50	0
<b>2. (= 2.1.) Fizetési mérleg: folyó mérleg</b>	<b>-100</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>
2.1. (= 1.1.3. × -1) A fizetési mérlegben szereplő jövedelem	-100	-200	-200
2.2. (= 1.2.3. × -1) A fizetési mérlegben szereplő osztalék	-50	-50	0
2.3. (= 2.1. – 2.2.) Újrabefektetett jövedelem a fizetési mérlegben	-50	-150	-200
<b>3. (= 3.1. + 3.2.) Fizetési mérleg: pénzügyi mérleg (nettó követelés)</b>	<b>-100</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>
3.1 (= 2.3.) Jövedelmek újrabefektetése	-50	-150	-200
3.2 (= 1.4.1. × -1) Részvény és egyéb részesedés (a pénzügyi mérlegben szereplő adat)	-50	-50	0
<b>4 (= 4.1. + 4.2.) Külfölddel szembeni befektetési pozíció változása (nettó követelés)</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>
4.1. (= 3) Tranzakciók	-100	-200	-200
4.2. (= 1.1.2. × -1) Átértékelődés + egyéb állományváltozás (nem szokásos veszteség)	0	100	100
<b>5. Emlékeztető tételek</b>			
5.1. (= 1.3. / 1.1.) Újrabefektetett számviteli eredmény/számviteli eredmény (százalék)	50	50	50
5.2. (= 2.3. / 2.1.) Újrabefektetett jövedelem/fizetési mérlegben szereplő jövedelem (százalék)	50	75	100

*Megjegyzés.* Itt és a további táblázatokban, ábrákon AIC (all-inclusive concept): a külföldi tulajdonú vállalati eredmény teljes körű értelmezése, COPC (current operating performance concept): a „szokásos üzletmenet-höz kapcsolódó” eredmény fogalma (átértékelődés és egyéb állományváltozás nélkül értelmezett eredmény), SUD (superdividend): kiugró osztalék, illetve AIP (all-inclusive profit): adózás utáni számviteli eredmény.

Mivel COPC-ban nagyobb az elszámolt jövedelem, mint AIC-ban, de ugyanannyi az osztalék (2.2. sor), a kettő különbségeként adódó RE is nagyobb, 150 egység (= 200 jövedelem – 50 osztalék) lesz (2.3. sor). E módszertani különbség hatására az elszámolt összes FDI-beáramlás is megemelkedik: az AIC-ban kimutatott 100-ról (I. oszlop 3. sor) 200 egységre (=150 RE + 50 friss tőke) (II. oszlop 3. sor).

Az eddigieket összefoglalva: példánkban a módszertani eltérés következtében COPC fizetési mérlegében elszámolt RE háromszor, az FDI-beáramlás, valamint a folyó mérleg hiánya pedig kétszer akkora, mint az AIC fizetési mérlegében közölt, azonos elnevezésű mutatók értéke.

Ezek után tekintsük SUD elszámolását (ami megfelel a Magyarországon 2013-tól alkalmazottnak) (III. oszlop). Ebben az országban a számbavétel annyiban különbözik COPC-étól, hogy a korábbi évek eredményének terhére fizetett (kiugró) osztalék a pénzügyi mérlegben tőkekivonásként kerül kimutatásra.

Emlékeztetünk rá: Z (a nulla eredményű) vállalatból a tulajdonos 50 egységnyi osztalékot vett ki, ez pedig kiugrónak minősül. Ezért SUD-ban a statisztikusok 50 egységnyi osztalékot (1.2.1. sor) átesznek a fizetési mérleg pénzügyi mérlegébe. E korrekció következtében COPC-cal összehasonlítva nem változik a folyó fizetési mérlegben szereplő jövedelem (2.1. sor), csak a maradékul meghatározott RE összege módosul. A külföldi jövedelem SUD-ban is 200 egység, de más a szerkezete: nulla az osztalék (III. oszlop 2.2. sor), így  $(200 - 0 =)$  200 egységre „emelkedik” az RE (2.3. sor.) A tőkeáramlásokat regisztráló pénzügyi mérleg egyenlege sem változik, de ennek a mérlegnek is más lesz az összetétele: az 50 egységnyi új tőkebeáramlás és az 50 egységnyi tőkekivonásként elszámolt osztalék kiüti egymást (nulla lesz a kimutatott friss tőkebeáramlás, III. oszlop, 3.2. sor), így FDI-beáramlásként csak a 200 egységnyi RE kerül kimutatásra (3.1. sor).

A módszertani különbségek miatt a SUD-ban elszámolt RE (2.3., illetve 3.1. sor) AIC-énak a négyszerese (50 vs. 200), de COPC-énál is egyharmaddal (150 vs. 200) több. Emellett az ún. újrabefektetési (visszaforgatási) ráta – a fizetési mérlegben elszámolt RE-nek a fizetési mérlegben elszámolt jövedelemhez viszonyított aránya – 100 százalékra ugrik (AIC-ban, illetve COPC-ban 50, illetve 75 százalék; lásd az 5.2. sort).

Ez a mutató – amely az elemzők által kedvelt és gyakran hivatkozott indikátor – nyilvánvaló módon összehasonlíthatatlan a három eltérő elszámolási módszert alkalmazó ország között. A mutató értéke a harmadik országban jóval magasabb, mint a másik kettőben, de az olvasó (az alapinformációk birtokában) természetesen nem dől be annak a látszatnak, hogy a harmadik ország tőkemegtartó képessége jelentősen meghaladja a másik kettőét. Pedig szinte bizonyosan erre a következtetésre jutna, ha nem tudná, hogy a háromféle statisztikai módszer pontosan ugyanazt a „történetet tükrözi”, csak a tükörképek tárnak három merőben eltérő történetet a statisztikai adatok óvatlan felhasználói elé. Ha létezik egyáltalán olyan indikátor, amely a tőke-

megtartó képességet ki tudja fejezni, akkor ez az 5.1. sorban szereplő újrabefektetett számviteli eredménynek az adózott számviteli eredményhez viszonyított aránya, amely invariáns a módszertani váltásokra, és mindhárom országban 50 százalék.

Az is csupán a módszertani különbségek okozta látszat, hogy a második ország kétszer akkora FDI-beáramlást „tud felmutatni”, mint az első (vesd össze a 3. sor I. és II. oszlopát), ahogyan az is, hogy a harmadik országba egyáltalán nem áramlott friss tőke. Mindhárom országba pontosan ugyanannyi (50 egységnyi) friss tőke áramlott (1.4. sor), de ez nem jelenik meg a harmadik ország pénzügyi mérlegében, mivel a beáramlásból levonták a szuperosztalékot (lásd a 3.2. sor III. oszlopát).

Számpéldánk eddigi részének fő üzenete a következőkben összegezhető. A statisztikai számbavétel módszertani eltérései (váltásai) egymással összehasonlíthatatlannokká teszik (megváltoztatják) az azonos elnevezésű adatok tartalmát. Ez komoly gondokat okoz a jövedelem, az osztalék és az RE (továbbá valamennyi, ezekhez kapcsolódó, illetve ezek alapján képzett indikátor) összehasonlításában. Példánk eltérő módszertanokra támaszkodó országok adatainak keresztmetszeti összehasonlításával illusztrálta a problémát, de hasonló – az idősorok töréseiből eredő – gondok merülnek fel egy ország (például Magyarország) módszertani revíziók előtt és azok után közölt adatainak összehasonlításával kapcsolatban is.

Most rátérünk számpéldánk lényegére: megnézzük, hogy a folyamatok értelmezése szempontjából legfontosabb mutató, a nettó vagyon változása, valamint az elemzők érdeklődésének homlokterében álló tranzakciók (a fizetési mérlegben elszámolt flow-k) viszonyát hogyan befolyásolja az alkalmazott elszámolási módszer.

Az 1. táblázat 4. (alsó) blokkja az IIP alakulásáról és annak összetevőiről ad képet – ehhez kapcsolódik a számpélda legfontosabb üzenete. A 4. sor mindhárom oszlopa ugyanis azt mutatja, hogy 100 egységgel csökkent a nettó követelésállomány (vagyis ennyivel nőtt mindhárom országban a befektetett FDI-állomány). Ez pedig azt jelzi, hogy az állományváltozás mértéke érzéketlen a statisztikai elszámolás módszertani különbségeire. A módszertani eltérések csak a vagyonváltozás összetételét befolyásolják, tehát azt, hogy a változásból mennyi jelenik meg egyfelől a fizetési mérleg pénzügyi mérlegében is látható tranzakcióként, másfelől olyan egyéb tényezőként (átértékelődésként, illetve egyéb vagyonváltozásként), amely csak az állományi statisztikában kerül kimutatásra.

Az 1. táblázat 4.1. és 4.2. soraiban szereplő számok összehasonlításából látszik, hogy amíg az első országban (AIC-ban) a teljes vagyonváltozás tranzakciókból ered, addig a másik kettőben a tranzakciók megduplázódtak (lásd a II. és III. oszlopot), így az utóbbiaknál az első országéval pontosan azonos vagyonváltozás a tranzakciók, valamint az egyéb tételek eredője. Az egyéb tételek pedig éppen azok az átértékelődési (és egyéb vagyoni) veszteségek, amelyet COPC-ban és SUD-ban – a számviteli profit megtisztítása végett – a statisztikusok kiemelték a vállalati adózott eredményből, és az IIP-be áthelyeztek.

Ez viszont nyomatékosan hívja fel a figyelmet arra, hogy a COPC és SUD fizetési mérlegében elszámolt tranzakciók önmagukban – kiegészítő információk nélkül – súlyosan félreértelmezhetők. E tranzakciós adatokat csak az IIP-ben közölt, átértékelődésre és egyéb vagyonváltozásra vonatkozó információkkal kiegészítve lehet (lenne szabad) korrekt módon értelmezni.<sup>11</sup>

Az árnyalt értelmezést azonban jelentősen megnehezíti az a körülmény, hogy – kereskedelmi hasonlattal szólva – a tranzakciókról szóló adatok „kint vannak a statisztikai üzlet kirakatában”, a fizetési mérlegben. Ellenben a vagyonváltozás egyéb összetevőire vonatkozó, a tranzakciókkal tökéletesen egyenrangú és a folyamatok megértéséhez nélkülözhetetlen információkat a „raktárban”, az IIP-ben kell keresni.<sup>12</sup>

Befejezésül nézzünk egy extrémnek látszó – az eddig tárgyalttól teljesen független – számpéldát, amely azt illusztrálja, hogy a fizetési mérlegben szereplő tranzakciós adatok kifejezetten megtévesztőek lehetnek a nettó vagyon változására vonatkozó ismeretek nélkül. Amint a következőkben látjuk majd, a példa egyáltalán nem áll távol attól a konstellációtól, amely a magyarországi külföldi tulajdonú bankszektor helyzetét az elmúlt években jellemezte.

A példához COPC elszámolásából indulunk ki (2. táblázat II. oszlop), amelyet összehasonlítunk majd AIC elszámolásával (I. oszlop). Ez voltaképpen a Magyarországon jelenleg alkalmazott, illetve 2007-ig érvényesült számbavétel összehasonlítását jelenti. Tegyük fel, hogy a külföldi tulajdonban levő szektor egyetlen bankból áll, amelynek számviteli eredménye 100 egységnyi veszteség, és a bank nem fizet osztalékot. A statisztikusok – a bank által közölt információk alapján – regisztrálják, hogy a 100 egység számviteli veszteség egyrészt 100 egység szokásos tevékenységhez köthető *nyereség*, másrészt 200 egység nem szokásos (például adósságleírásokból és devizahitelek belföldi valutára történt kényszerű átváltásából származó átértékelődési) *veszteség* eredője [ $-100 = 100 + (-200)$ ]. (2. táblázat II. oszlop 1.1. sor = 1.1.3. sor plusz 1.1.2. sor.)

A már tárgyalt COPC-korrekciónak megfelelően, a negatív eredményből a statisztikusok kivonják a 200 egységnyi nem szokásos veszteséget, így a folyó fizetési mérlegben 100 egységnyi külföldi jövedelem jelenik meg (2.1. sor). Mivel a bank nem fizetett osztalékot, az RE ugyancsak 100 egység (2.1. sor), amely a pénzügyi mérlegben 100 egységnyi FDI-beáramlásként kerül elszámolásra (3.1. sor).

A bank tőkéje 100 egységgel csökkent, ezért a tulajdonos – a tőkevesztéséget pótlendő – 100 egységet átutal a banknak, amelyet a pénzügyi mérlegben 100 egységnyi

<sup>11</sup> Az a megállapítás, hogy a tranzakciókon kívüli, vagyonváltozást befolyásoló tényezőket is figyelembe kell venni, természetesen az első országra is érvényes (lenne), de feltevésünk szerint ott nem következett be ilyen természetű vagyonváltozás.

<sup>12</sup> Az elemzők gyakran vizsgálják a nemzetgazdaság egésze IIP-jének alakulását és annak összetevőit, de igen ritka, hogy ezen belül az FDI-állományváltozás egyes komponenseit is tranzakciók, illetve egyéb tényezők szerinti bontásban elemeznék. Fontos kivétel ez alól *MNB* [2016], 5. fejezet.

friss FDI-beáramlásként számolnak el (3.2. sor), így az összes kimutatott FDI-beáramlás (100 újrabefektetés + 100 új beáramlás = ) 200 egység (3. sor).

2. táblázat

*Illusztratív séma: a banki árfolyamvesztés és tőkepótlás elszámolása  
alternatív statisztikai számbavételi módszerek alapján*

Mutató	I. (AIC) COPC- korrekció előtt	II. (COPC) COPC- korrekció után
1. Háttér-információ		
1.1. Számviteli eredmény (AIP)	-100	-100
1.1.2. Nem szokásos eredmény (COPC-korrekció)	0	-200
1.1.3. (= 1.1. - 1.1.2.) A fizetési mérleg szempontjából figyelembe vett jövedelem	-100	100
1.2. Megszavazott osztalék	0	0
1.3. (= 1.1. - 1.2. ) Memo: „visszaforgatott számviteli eredmény”	-100	-100
1.4. Friss tőkebeáramlás (részvény és egyéb részesedések)	100	100
2. (= 2.1.) Fizetési mérleg: folyó mérleg	100	-100
2.1. (=1.1.3. × -1) A fizetési mérlegben szereplő jövedelem	100	-100
2.2. (=1.2.3. × -1) A fizetési mérlegben szereplő osztalék	0	0
2.3. (=2.1. - 2.3.) Újrabefektetett jövedelem a fizetési mérlegben	100	-100
3. (= 3.1. + 3.2. ) Fizetési mérleg: pénzügyi mérleg (nettó követelés)	0	-200
3.1. (= 2.3.) Jövedelmek újrabefektetése	100	-100
3.2 (= 1.4.1. × -1) Részvény és egyéb részesedés (a pénzügyi mérlegben szereplő adat)	-100	-100
4. (= 4.1. + 4.2.) Külfölddel szembeni befektetési pozíció változása (nettó követelés)	0	0
4.1. (= 3.) Tranzakciók	0	-200
4.2. (= 1.1.2. × -1) Átértékelődés+egyéb állományváltozás (nem szokásos veszteség)	0	200

Közgazdasági érzékünk azt súgja, hogy a statisztikai rendszerben valami nem stimmel, ha a kimutatott RE háttérében álló tőkevesztés és annak pótlása egyaránt hozzájárulhat az elszámolt FDI-beáramláshoz. Emlékezzünk azonban arra, hogy a statisztikai üzlet nem csak a kirakatból áll.

A raktárban (az IIP-ben) fellelhető állományi statisztika ugyanis azt mutatja, hogy a külföldi FDI-állomány – a kirakatban látható 200 egységnyi beáramlás dacára – mit sem változott (4. sor). Bár 200 egység a COPC fizetési mérlegében kimutatott FDI-beáramlás (4.1. sor), ezt a banki eredményből kiemelt és egyidejűleg az IIP-ben elszámolt 200 egységnyi átértékelődési (és egyéb) veszteség lenullázza (4.2. sor).

Lényegében ugyanez jön ki AIC elszámolása alapján is, azzal a különbséggel, hogy a történeteket azok is értenék, akik csak a fizetési mérlegben közölt tranzakciós adatokat (a kirakatot) tanulmányoznák. (Lásd a 2. táblázat I. oszlopát.) A 2007-ig Magyarországon alkalmazott elszámolási módszer alapján ugyanis a következőképpen festene a fizetési mérleg: a banki számviteli eredmény mínusz 100 egység, ezért a folyó fizetési mérlegben a jövedelem soron elszámolt kiadás is mínusz 100, így az egyenleg plusz 100 egység. Az osztalék nulla, ezért a folyó mérlegben elszámolt RE egyenlege ugyancsak plusz 100 egység (a kiadásokon elszámolt mínusz 100 miatt), ahol az egyenleg pozitív előjele (a kiadásokon elszámolt mínusz) azt jelzi, hogy a bank vagyona csökkent (I. oszlop 2.3. sor).<sup>13</sup>

Ez utóbbi tétel a pénzügyi mérlegben 100 egységnyi külfölddel szembeni követelésként (negatív FDI-beáramlásként) jelenik meg (I. oszlop 3.1. sor), amit a 100 egységnyi tőkepótlás (FDI-beáramlás) ellensúlyoz (I. oszlop 3.2. sor). Így AIC (Magyarország korábbi) elszámolási módszere szerint a nettó FDI-beáramlás pontosan nulla (I. oszlop 3. sor), nem pedig (mint COPC-ban) plusz 200 (II. oszlop 3. sor). Mellesleg, a folyó fizetési mérleg egyenlege AIC-ban 100 egység többletet, nem pedig (mint COPC-ban) 100 egységnyi deficitet mutat – vedd össze az I. és a II. oszlop 2. sorát.

A legutóbbi példa azt igyekezett illusztrálni, hogy rendkívül óvatosan kell kezelni és csak az állományi statisztikák ismeretében lehet értelmezni a COPC-korrekció nyomán keletkezett tranzakciós adatokat. Annak az információnak, hogy COPC-ban (a Magyarországon 2008-tól alkalmazott módszer szerint) 100 egység volt a bankok visszaforgatott jövedelme, és a bankszektorba – a tőkeveszteség pótlását szolgáló 100 egységet is figyelembe véve – összesen 200 egységnyi FDI áramlott be, a statisztikusok számára nyilván van jelentése. Ez az információ azonban félrevezetheti azokat a felhasználókat, akik nem tudnak arról, hogy a kirakatba tett 200 egységnyi FDI-beáramlásnak a párját a raktárba áthelyezett 200 egységnyi tőkeveszteség jelenti. S azok, akik nem tudnak erről, a bankok tőkeveszteségét, illetve tőkepótlását a gazdaság tőkemegtartó és tőkevonzó képessége egyidejű jeleként értelmezhetik, hiszen a visszaforgatott jövedelem és az új tőkebeáramlás egyaránt hozzájárult a fizetési mérlegben kimutatott FDI-beáramláshoz.

Benyomásom szerint *e revíziók kidolgozóit/előíróit* (az IMF, az Eurostat és az OECD statisztikusait) alapvetően az FDI-jövedelemről és az osztalékról közölt nemzeti adatok „megtisztítása”, illetve *nemzetközi (keresztmetszeti) összehasonlíthatóságuk biztosítása motiválta*. Semmi jelét nem látom annak, hogy foglalkoztak volna azzal a problémával, hogy a módszertani revíziók nyomán megtörhetnek a nemzeti

<sup>13</sup> Emlékeztetünk rá, hogy az egyenlegek (így a jövedelemegyenleg is) a folyó fizetési mérlegben a bevételek és kiadások különbségeként számolódnak, továbbá, hogy a külföldi tulajdonosnak járó jövedelem kiadásként van elszámolva. Ezért a folyó fizetési mérlegben a külföldi tulajdonosnak járó nyereség (pozitív jövedelem) a jövedelemegyenleget csökkenti, míg a veszteség (negatív jövedelem), negatív kiadásként, növeli az egyenleget.



statisztikai idősorok, és egyes korábbi mutatók – segítség nélkül – nehezen értelmezhetőkké vagy kifejezetten félreérthetőkké válhatnak.<sup>14</sup>

## 2. A módszertani revíziók hatása a hazai statisztikai adatokra

A következő elemzés bemutatja az eddig csak számpéldákkal illusztrált módszertani revízióknak a hazai adatokra gyakorolt hatásait. Ez részben azért fontos, mert – nem árt megismételni – sok felhasználó nemcsak a revíziók mibenlétével nincs tisztában, hanem azzal sem, hogy azok egyáltalán megtörténtek, ezért azt gondolja, hogy a 2007-ig tartó és a 2008-tól induló idősoroknak azonos a tartalmuk. Ábrákkal illusztrálom majd, hogy miként festenek a 2008 és 2014 közötti időszak adatai, ha a korábbi módszer szerint állítanák azokat elő, és azt is, hogy a módszertani váltások mennyiben befolyásolták egyes hosszabb idősorok alakulását. Ugyanilyen fontosnak tartom azonban annak demonstrálását is – immár nem illusztratív számok, hanem hazai adatok alapján –, hogy a revideált tartalmú FDI-adatok, ha jól olvassuk őket, végeredményben ugyanazt mutatják, mint a korábbiak, de a 2007 után közölt FDI-flow adatokat másképpen kell, illetve csak kiegészítő információkkal együtt lehet értelmezni. A továbbiakban az is kiderül majd, hogy noha a revideált tartalmú RE nagyon messzire került attól, amit a tökemegtartó képesség mutatójának szokás tekinteni (nevezetesen az adózott eredmény és az osztalék különbségétől), e mutató az MNB statisztikusainak jóvoltából (MNB [2015b]) minden gond nélkül rekonstruálható. Számszerű elemzésem a hivatalos fizetésimérleg-adatokon kívül az említett MNB-kiadványban közölt korrekciós tételekre (a COPC-korrekcióra és a SUD-ra vonatkozó számokra) támaszkodik. A folyamatok elemzése 2014-ig tart, mivel az írás lezárásának idején a 2015. évi RE-ről (így az FDI-ről) csak előzetes, becslést adtak rendelkezésre, amelyek a tapasztalatok szerint jelentősen eltérhetnek a tényadatoktól.<sup>15</sup>

Először az 1995 és 2014 közötti FDI-folyamatokról a jelenlegi hivatalos idősorok alapján kirajzolódó képet hasonlítom össze azzal, amelyet a korábbi módszertan szerinti adatok 2008-tól tárnak elénk. Ezután bemutatom az alapadatokon elvégzett korrekciók 2008 és 2014 közötti kumulált hatását, és egybevetem az RE alternatív módszerekre/értelmezésekre támaszkodó idősorait. A következő lépésben kétféle

<sup>14</sup> Az IMF [2009] és az OECD [2008] idevonatkozó kiadványai pontos előírásokat tartalmaznak arra vonatkozóan, hogy az RE-t meghatározó /1/ képlet jobb oldalán szereplő fogalmaknak (a profitnak és az osztaléknak) megfelelő adatokat miként kell a revideált módszertannak megfelelően előállítani. Semmiféle ajánlást nem fogalmaznak meg azonban arra nézve, hogy az FDI-tranzakciók és az FDI-állományváltozás – e revíziók hatására módosult tartalmú – adatainak értelmezéséhez milyen statisztikusi segítséget kellene/lehette az adatok felhasználóinak nyújtani.

<sup>15</sup> Az RE-re vonatkozó havi, illetve negyedéves adatok a tárgyévet követő év szeptemberéig terjedő időszakban becslésen alapulnak; a 2015-re vonatkozó tényadatokat 2016 szeptemberében közlik.

összehasonlítással illusztrálom, hogy a folyamatok értelmezése szempontjából releváns indikátoroknak (a nettó vagyonsvltózásnak, illetve a befektetett tókére jutó összes hozamnak) a revíziók csak az összetételét módosították, amiből az is kiderül, hogy a fizetési mérlegben szereplő adatok önmagukban nem elegendők a folyamatok megértéséhez. Végül az FDI-flow és a folyó fizetési mérleg egyenlegének hosszabb idősorát mutatom be a jelenlegi, illetve a 2007-ig követett módszer alapján, amiből nemcsak az tűnik ki, hogy a korábbi módszer szerint 2008 óta kisebb lett volna a kimutatott FDI-beáramlás, hanem az is, hogy a 2008–2009. évi válságot kísérő és követő makrogazdasági „kiigazodás” mértéke sokkal jelentősebb volt annál, mint amit a hivatalos adatok jeleznek.

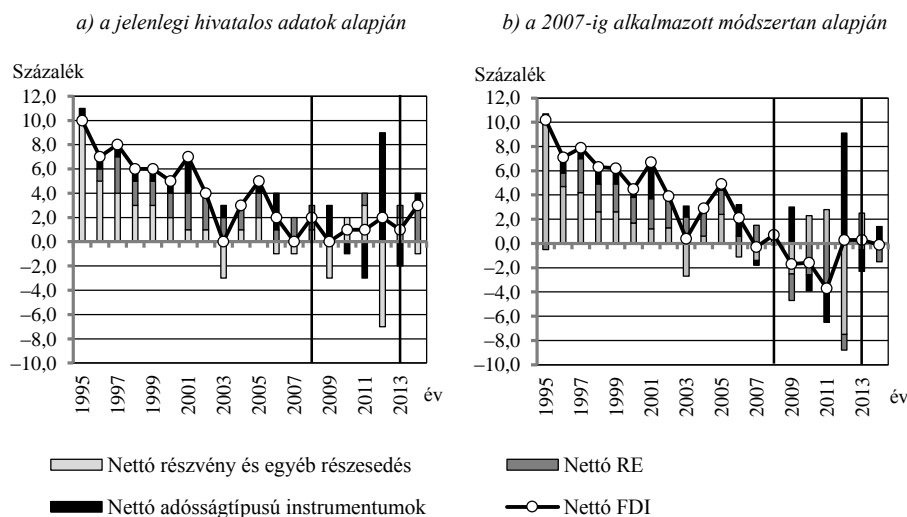
## 2.1. A módszertani váltások hatása a nettó FDI-áramlásra és az RE-re

Az 1. ábra két oldala a Magyarországra irányuló nettó FDI-áramlást és annak összetevőit mutatja a GDP arányában 1995 és 2014 között. A három összetevő a már korábban tárgyalt kategóriáknak felel meg: nettó adósságtípusú instrumentumok, nettó RE, illetve nettó részvény és egyéb részesedés. Azért foglalkozom a nettó mutatókkal, mert az ún. „átfolyó tóketételektől” és az „eszközportfolió-átrendezésektől” (a nagyjából egyidejű FDI-be- és -kiáramlással járó tranzakcióktól) megtisztított bruttó adatok csak 2008-tól állnak rendelkezésre. Az ábrán a pozitív előjelű tételek (a fizetési mérleg előjelhasználatától eltérően) azt jelzik, hogy a beáramlás meghaladta a kiáramlást.

Az 1. *a)* ábra a jelenlegi hivatalos adatok alapján mutatja a nettó FDI-beáramlást és összetevőit. Az idősorokban két (függőleges vonallal jelezett) törés van: 2008-ban, amikor az előzőekben tárgyalt COPC-korrekción bevezetésre került, és 2013-ban, amely évtől a SUD-ot kiemelték a megszavazott osztalékból. Az 1. *b)* ábra 2007-ig tartó része teljesen azonos az 1. *a)*-n láthatóval, de 2008-tól a korábbi módszer szerint értelmezett/számított RE-adatokat ábrázol. A 2013-ban bevezetett revízió a nettó FDI-nak csak az összetételét befolyásolta: a visszaforgatott jövedelem javára csökkent a kimutatott részvény és egyéb részesedés. A módszertani váltások azonban nem érintették az adósságtípusú instrumentumok számbavételét; ezek a tételek mindkét ábrán azonos értékkel szerepelnek.

Az 1. *b)* ábra ábrázolásmódját illetően felvetődhet a kérdés: miért a régi módszertant vezetjük időben előre ahelyett, hogy az újabb módszert vezetnénk időben hátrafelé? A válasz roppant egyszerű: ha rendelkezésre állnának a visszavezetéshez szükséges információk, akkor az MNB már régen publikálta volna az egységes tartalmú, hosszabb idősorokat. Mivel azonban ilyen információk nem léteznek, ellenben a 2007-ig követett módszer szerinti adatok az MNB által publikált korrekciós tételek alapján rekonstruálhatók, a töréspontok kiiktatására csak az 1. *b)* ábra által illusztrált megoldás – a régi módszer elővezetése – nyújt lehetőséget.

1. ábra. A GDP-arányos nettó FDI-beáramlás és három összetevője, 1995–2014



Megjegyzés. Itt és a további ábrákon RE (reinvested earnings): újrabefektetett jövedelem; FDI (foreign direct investment): külföldi közvetlentőke-beruházás.

Forrás: Saját számítás az MNB fizetésimérleg-statisztikája és MNB [2015b] alapján.

Az 1. a) ábra – a jelenlegi hivatalos adatok alapján – azt mutatja, hogy 2009-től kezdve többé-kevésbé egyenletesen nő a nettó FDI-beáramlás, amihez (két év, 2009 és 2010 kivételével) pozitív módon járult hozzá a nettó visszaforgatott jövedelem. Ha Magyarország gazdaságtörténete 2008-ban kezdődne vagy a 2008 előtti FDI-folyamatokról nem léteznének statisztikai adatok, akkor ezek a megállapítások önmagukban nyilván helytállóak lennének. Csakhogy a megelőző időszakra nézve igenis léteznek FDI-adatok, ezért ahhoz a megfigyeléshez, hogy 2011 és 2014 között pozitív volt a nettó RE, az 1. a) ábra tanulmányozása alapján hozzá lehet tenni: ez így volt az 1996 és 2007 közötti időszakban is, de 2014-ben soha nem látott szintre emelkedett a GDP-arányos RE.<sup>16</sup> Az is látszik, hogy a GDP arányában az FDI-beáramlás 2014-ben elérte a 2004. évi szintet, és jelentős mértékben, 4 százalékponttal meghaladta a válság előtti év (2007) színvonalát.<sup>17</sup> Összességében tehát jó irány-

<sup>16</sup> „... a külföldi vállalatok által megtermelt profit már a válságot megelőző szintekre emelkedett, ami a jövedelmek újrabefektetésének korábban nem látott szintekre emelkedésével járt együtt.” MNB [2015a] 29. old.

<sup>17</sup> „Összességében tehát a 2014-es év ellentmondásos volt a külföldi működő tőke tendenciáit illetően. Pozitív fordulat tapasztalható abban, hogy a megugró vállalati profitot szívesen forgatták vissza a tulajdonosok, így a „beáramló” FDI a válság óta a legmagasabb lett. A tőkevonzó képességünk ugyanakkor mégsem javult egyértelműen.” Madár [2015] Az előző és a jelen lánbjegyzetben idézett szöveget az különbözteti meg egymástól, hogy amíg az első idézet szerzője tudta, hogy összehasonlíthatatlan adatokat vet egybe, a második idézet szerzőjének erről 2015 őszén – hozzám hasonlóan – nem volt tudomása.

ban mennek a dolgok, bár maradtak megoldásra váró problémák (például: a gazdaság tőkevonzó képessége kevésbé javult, mint a tőke megtartó képessége).

Az 1. b) ábra, amely összehasonlítható adatokat ábrázol, egészen más folyamatokról tájékoztat. A 2007-ig érvényesült módszertan szerint a GDP-arányos nettó FDI-beáramlás 2014-ben éppen csak elérte a 2007. évi szintet, időközben azonban (2009 és 2011 között) masszív nettó FDI-kiáramlás történt, és az 2012–2014-es időszakban nulla körül billegett a nettó beáramlás. Az összehasonlítható módon számított nettó visszaforgatott jövedelem ugyanis – az 1996 és 2007 közötti periódussal ellentétben – 2008 óta minden évben negatív volt. A korábbi és a jelenlegi módon számított jövedelem, illetve a visszaforgatott jövedelem közötti kumulatív különbségről a 2. és 3. ábra nyújt tájékoztatást.

Nem vitatom, hogy a 2008-tól közölt adatok minősége javult abban az értelemben, hogy tartalmuk közelebb került közgazdasági/statisztikai jelentésükhöz. E minőségjavulásnak azonban az volt a mellékhatása, hogy azonos elnevezésű adatok összehasonlíthatatlanná, az adatok mögötti folyamatok pedig – finoman szólva – félreérthetővé, és egyes hosszabb idősorok értelmezhetetlenné váltak.<sup>18</sup>

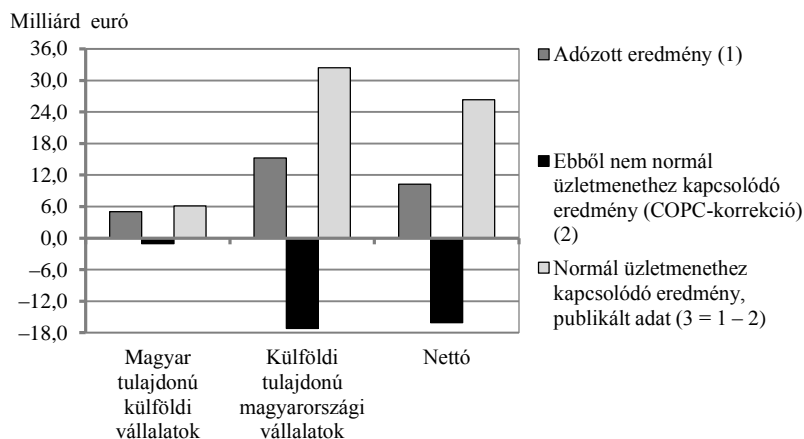
A 2. és 3. ábra az alapadatokon elvégzett korrekciók menetét, 2008 és 2014 közötti kumulált mértékét, illetve a fizetési mérlegben közölt adatokra gyakorolt hatását mutatja be. A 2. ábra arról ad képet, hogy miként „jön ki” a fizetési mérlegben elszámolt jövedelem.

A 2. ábra három blokkja közül az első a magyar tulajdonban levő külföldi vállalatokról, a második a külföldi tulajdonú magyarországi vállalatokról közöl információt, a harmadik pedig az utóbbi és az előbbi különbségeként értelmezett nettó mutatókat ábrázolja. Mindhárom blokkban az első oszlop az adózott számviteli, a második a nem szokásos, a harmadik pedig a fizetési mérlegben publikált, szokásos eredményt jelöli. Tekintsük az 1. ábrán bemutatott adatokkal konzisztens, nettó mutatókat (az utolsó három oszlopot). 2008 és 2014 között összesen 10 milliárd euró volt a külföldi tulajdonú vállalatok (kumulált) *nettó* számviteli profitja, de 16 milliárd volt a normál üzletmenethez nem kapcsolódó nettó veszteség (COPC-korrekció), amely utóbbi átkerült az IIP átértékelődések, illetve egyéb vagyonsváltozások tételei közé. Az első és a második tétel különbségeként adódik, hogy  $[10 - (-16) =]$  26 milliárd euró volt a normál üzletmenethez kapcsolódó kumulált nettó nyereség, amely a folyó fizetési mérleg nettó FDI-jövedelem során 2008 és 2014 között kimutatott éves adatoknak az összege (fordított előjellel). A 2007-ig alkalmazott módszertan szerint a kumulált nettó nyereség ebben az időszakban 10 milliárd euró lett volna.

A 3. ábra arról ad képet, hogy a 2008 és 2014 között összesen elszámolt RE nagyságát miként befolyásolta a szokásos üzletmenethez nem kapcsolódó veszteség miatt 2008-tól, valamint a SUD miatt 2013-tól érvényesített korrekció.

<sup>18</sup> Ezekre a mellékhatásokra „sem orvosunk, sem gyógyszerészünk” nem hívta fel a figyelmet. Lásd az előző alfejezet végén tett megállapításokat.

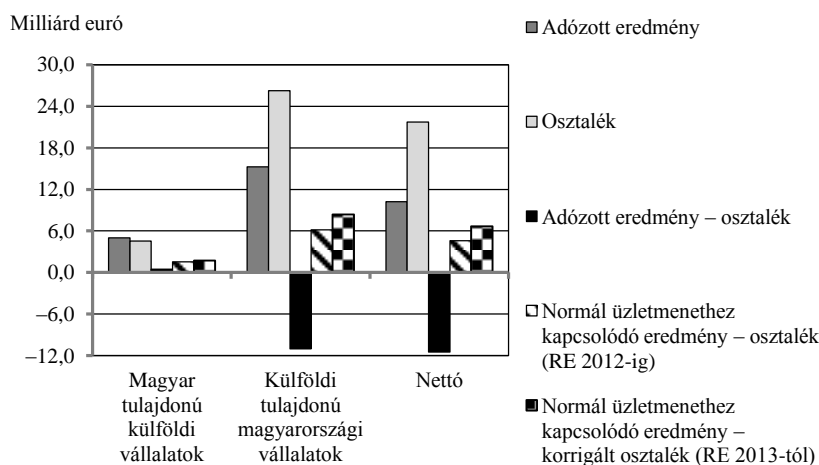
2. ábra. A magyar tulajdonú külföldi és a külföldi tulajdonú magyarországi vállalatok adózott számviteli, normál és nem normál üzletmenethez kapcsolódó eredménye, valamint ezek nettó mutatói (magyarországi mínusz külföldi adatok), 2008–2014 (kumulált adatok)



*Megjegyzés.* Itt és a következő ábránál a nettó értékeket a külföldi tulajdonú magyarországi vállalatok és a magyar tulajdonú külföldi vállalatok mutatóinak különbsége adja ki.

*Forrás:* MNB [2015b] alapján saját számítás.

3. ábra. A magyar tulajdonú külföldi és a külföldi tulajdonú magyarországi vállalatok adózott számviteli eredménye, osztaléka és háromféle módon számított visszaforgatott eredménye, valamint ezek nettó mutatói (magyarországi mínusz külföldi adatok), 2008–2014 (kumulált adatok)



*Forrás:* MNB [2015a] alapján saját számítás.

A 3. ábra ugyancsak 2008 és 2014 között kumulált adatokat ábrázol, és a három blokk jelentése is megegyezik a 2. ábrán látottakkal. Mindhárom blokkban az első oszlop reprodukálja a 2. ábrán is szereplő számveteli eredményt. A második oszlop mutatja a megszavazott osztalékot. A harmadik oszlop jelöli a számveteli eredmény és az osztalék különbségét, azaz a 2007-ig alkalmazott módszertannak megfelelő tartalmú újrabefektetett jövedelmet. A negyedik oszlop a normál üzletmenethez kapcsolódó eredmény (lásd a 2. ábra harmadik oszlopát) és az osztalék (3. ábra második oszlopa) különbségét illusztrálja: ennyi lenne az RE, ha 2008 és 2014 között nem változott volna az osztalék elszámolásának módszere. Az utolsó oszlop pedig azt szemlélteti, hogy a SUD-nak az összes osztalékból (2013-ban és 2014-ben) történt kiemelését is figyelembe véve, mennyi volt a 2008 és 2014 között összesen elszámolt visszaforgatott jövedelem.

Most is a nettó mutatókra (a 3. ábra utolsó blokkjára) összpontosítunk. 2008 és 2014 között megközelítően 22 milliárd euró volt a kumulált nettó osztalék (második oszlop), míg a számveteli eredmény és az osztalék kumulált különbsége nettó mínusz 11,5 milliárd euró (harmadik oszlop). Az utóbbi tétel 2007-ig negatív nettó RE-ként került volna elszámolásra. A COPC-korrekció parciális hatásaként (negyedik oszlop) azonban plusz 4,5 eurót, a SUD miatti korrekciót is figyelembe véve pedig (ötödik oszlop) plusz 6,5 milliárd eurót tett ki a kumulált nettó visszaforgatott jövedelem. Az utóbbi érték, amely a fizetési mérlegben 2008 és 2014 között évente elszámolt nettó RE-k összege, 18 milliárd euróval nagyobb, mint a korábbi módszer szerint számított, kumulált negatív nettó visszaforgatott eredmény.

Természetesen elfogadom, hogy a visszaforgatott jövedelmet úgy kell értelmezni/kiszámítani, ahogyan azt a nemzetközi módszertan előírja. Ahhoz azonban ragaszkodnék, hogy az így képzett mutató (annak évek közötti összehasonlítása) félreérthető, illetve félrevezető üzenetet küld a gazdaság tökemegtartó képességéről (annak változásáról). Erről szerintem a korrigálatlan számveteli profit és a korrigálatlan osztalék különbsége tartalmazhat érdemi információt, amely mutató negatív volt, és önmagában nettó forráskivonást („tőketaszítást”, nem pedig tökemegtartást) jelez a 2008 és 2014 közötti időszak mindegyik évében.

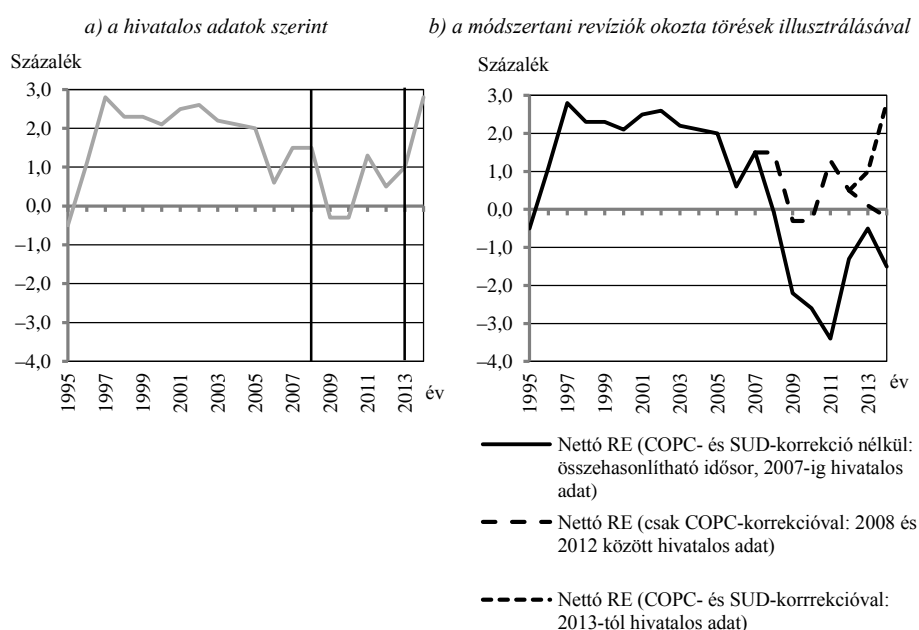
A 4. a) és az 5. a) ábra a visszaforgatott jövedelemről közölt, jelenlegi hivatalos adatokon alapuló mutatók idősorát ábrázolja, a 4. b)-n és az 5. b)-n pedig azt láthatjuk, hogy miként alakulna az idősor a módszertani váltások okozta törések kiiktatásával.

A 4. ábra a GDP-arányos nettó RE alakulását mutatja 1995 és 2014 között (a továbbiakban nem ismétljük meg, hogy nettó mutatóról van szó). A 4. a) vonalként ábrázolja ugyanazt, amit az 1. a) ábrán az RE-nek megfelelő oszlopok mutattak. Itt azonban jobban látható, hogy a hivatalos idősor szerint az RE/GDP ráta 2014-ben a 2000-es évek szintjénél magasabbra jutott, mi több, elérte az 1997. évi csúcst (nem látszik, de 0,1 százalékponttal még meg is haladta azt).<sup>19</sup> A 4. b)-n ellenben az látha-

<sup>19</sup> Lásd a 16. lábjegyzetben idézett értelmezést.

tó, hogy ha végig azonos módon számolnánk az RE-t, akkor előjele 2009-től folyamatosan negatív lenne, és a 2014. évi GDP-arányos szintje közel 4,5 százalékponttal maradna el az 1997. évitől. Az is figyelmet érdemel, hogy ha 2008 és 2014 között nem változott volna a módszertan (a szuperosztalék nem kerülne 2013-tól levonásra), akkor a 2014. évi RE/GDP ráta éppúgy enyhén negatív volna, mint 2009–2010-ben volt, nem pedig 3 százalékponttal magasabb.

4. ábra. A GDP-arányos nettó újrabefektetett jövedelem Magyarországon, 1995–2014



Forrás: Itt és a továbbiakban MNB-adatokon alapuló saját számítás.

Az 5. ábra csupán kiegészíti és árnyalja a 4. ábra üzenetét, amennyiben a Magyarországon befektetett bruttó tőkeállományra (részesedésekre) vetítve mutatja a három módszertan szerint mért, Magyarországra visszaforgatott (bruttó) FDI-jövedelmet 2000 és 2014 között.

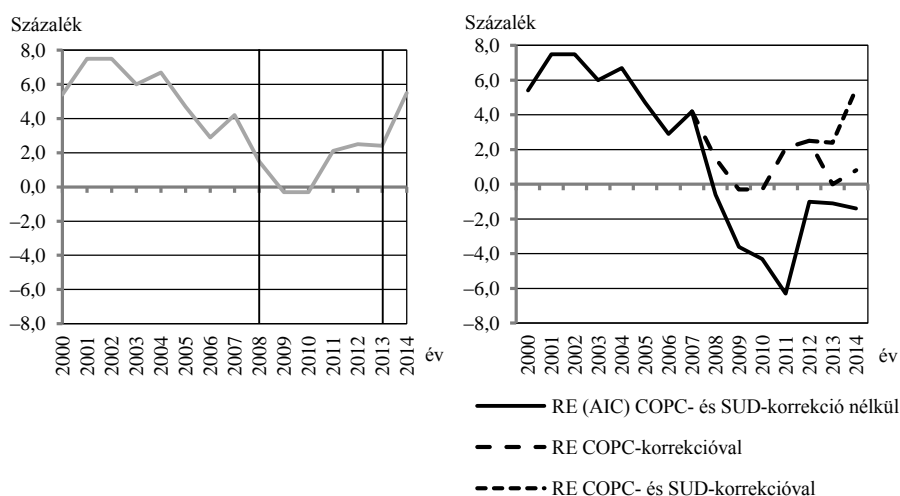
Az 5. ábra nagyjából ugyanazokat a tendenciákat jelzi, és módszertani különbségek okozta hasonló eltéréseket mutat, mint a 4. ábra. Az, hogy a módszertani revíziók nyomán keletkezett, illetve az azonos tartalmú idősorok mindkét ábrán nagyban különböznek egymástól, arra hívja fel a figyelmet, hogy a jelentős törések akkor is megmaradnak, ha az alternatív módszertanokon alapuló RE-adatokat nem nettó, hanem bruttó módon számoljuk, illetve nem a GDP-hez viszonyítjuk, hanem a befektetett tőkére vetítjük. A korábban ismertetett okokon túlmenően ezért sem indokolt a

hivatalos bruttó, illetve nettó RE-adatok (és ezek bármilyen viszonyított arányának) változásából a gazdaság tőkemegtartó képességének változására következtetni.

5. ábra. A Magyarországon befektetett bruttó FDI- (részesevés-) állományra vetített újrabefektetett jövedelem, 2000–2014

a) a hivatalos adatok szerint

b) a módszertani revíziók okozta törések illusztrálásával



## 2.2. A nettó FDI-állomány változásának és a befektetett tőkére jutó hozam alakulásának összetevői, valamint a folyó fizetési mérleg alakulása

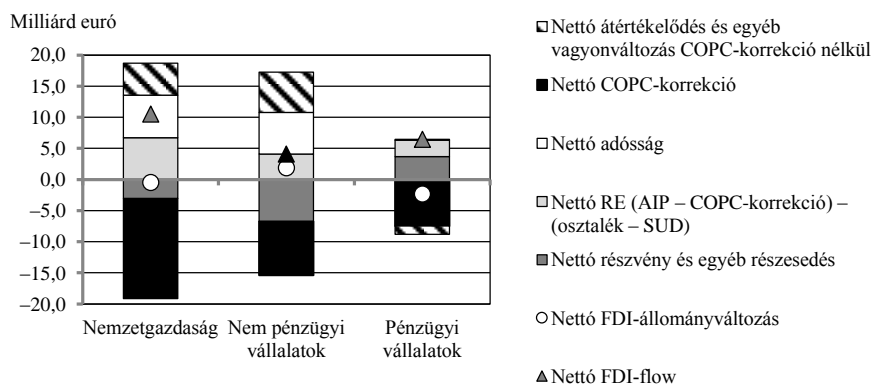
Ebben a részben a jövedelem és a visszaforgatott jövedelem elszámolását érintő revíziókat szélesebb kontextusba igyekszem helyezni. Ezzel azt szeretném bemutatni, hogy bár a módszertani revíziók nyomán keletkezett flow-adatok közvetlenül nem hasonlíthatók össze a revíziók előttiekkel, a statisztikai rendszerben vannak olyan fix pontok, amelyek lehetővé teszik a tartalmi összehasonlítást. Ezek közül kettőről lesz szó: a nettó vagyon változásáról és a befektetett tőkére vetített teljes (a jövedelmet, az átértékelődéseket és az egyéb vagyonváltozásokat egyaránt tartalmazó) hozamról.<sup>20</sup>

<sup>20</sup> E mutatók elemzésével a külső egyensúlyi folyamatokkal foglalkozó irodalomnak azt az irányzatát követem, amely a tranzakciókra összpontosító elemzéssel szemben hangsúlyt fektet az állományváltozást befolyásoló egyéb tényezőkre – elsősorban az átértékelődési hatásokra – is, és ezeknek a tranzakciókkal egyenrangú jelentőséget tulajdonít. Lásd például *Gourinchas–Rey* [2007]; *Hausmann–Sturzenegger* [2007] és *Lane–Milesi-Ferretti* [2005], [2014].

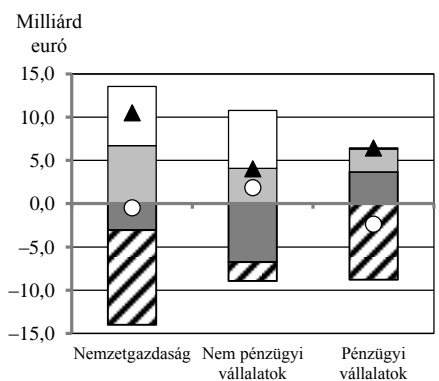


6. ábra. A nettó FDI-állományváltozás és a kumulált nettó FDI-flow összetevői, 2008–2014  
(nettó kötelezettség)

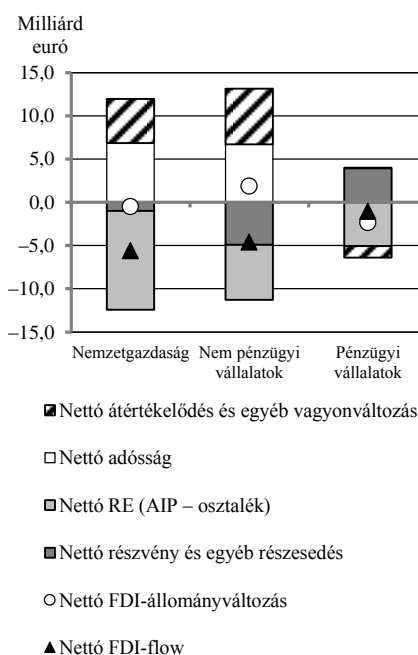
a) jelenlegi módszertan szerinti felbontás az átértékelődések és egyéb vagyonváltozásokon belül a COPC-korrekcióhoz kapcsolódó és az attól független tételek megkülönböztetésével



b) jelenlegi módszertan szerinti felbontás az átértékelődések és egyéb vagyonváltozásokon belüli megkülönböztetés nélkül



c) 2007-ig követett módszertan szerinti felbontás



Megjegyzés. AIP: adózás utáni számviteli eredmény.

A 6. ábra három része Magyarország nettó FDI- (kötelezettség-) állományának 2008 eleje és 2014 vége között bekövetkezett, közel 0,5 milliárd eurónyi (49,7-ről 49,2 milliárdra történt) csökkenését háromféleképpen bontja komponensekre, a nemzetgazdaság egészén belül megkülönböztetve a nem pénzügyi és a pénzügyi vállalatokat (az utóbbi nagyjából a bankszektort jelenti). A nem pénzügyi vállalati szektorban a nettó FDI-állomány közel 1,9 milliárd euróval (45,5-ről 47,4 milliárd euróra) emelkedett; a pénzügyi szektorban több mint 2,3 milliárd euróval (4,2-ről 1,9 milliárd euróra) csökkent.<sup>21</sup>

Az a véleményem, hogy ezek az IIP-ben (a raktárban) fellelhető és az ábra mindhárom részén karikával jelzett számok az igazán fontosak a nettó FDI alakulása szempontjából. A vagyonváltozásról közölt adatokat természetesen érdemes kiegészíteni egyéb információkkal is. Ennek három lehetséges módját mutatja be a 6. a)–c) ábra. A vagyonváltozást kiegészítő információk azonban egyrészt módszer-, illetve kontextusfüggők, másrészt csak együtt van értelmük; külön-külön nem érdemes foglalkozni velük. Így például annak, hogy egy adott időszakban bekövetkezett vagyonváltozásból csak a tranzakcióknak betudható (a fizetési mérlegben elszámolt) részt vesszük figyelembe, éppoly kevés értelme van, mint annak, ha kizárólag az átértékeléseknek és egyéb vagyonváltozásoknak tulajdonítható (az IIP-ben elszámolt) hatások iránt tanúsítunk érdeklődést. Az előbbi igen gyakran, az utóbbi lényegében sohasem fordul elő, de ettől az előbbi nem lesz közgazdaságilag ésszerűbb az utóbbinál.

A 6. a) és a 6. b) ábra a jelenlegi hivatalos adatokon alapul, a 6. c) pedig azt mutatja be, hogy miként alakultak volna a 2008 és 2014 között kumulált tranzakciók, illetve átértékelődések (amelyekbe beleértem az egyéb vagyonváltozásokat is) a 2007-ig alkalmazott módszertan alapján. A grafikonokon karikával jelzett nettó vagyonváltozáson kívül csak a nettó adósság (adósságtípusú instrumentumok) tranzakciója stabil, mivel e két tételt nem érintették a módszertani váltások; valamennyi más tétel módszertanfüggő.

A hivatalos adatokon alapuló 6. a) és 6. b) ábra között csupán az a különbség, hogy míg az utóbbi pontosan megfelel a hivatalos adatoknak (így a korábbi módszer szerinti számokkal közvetlenül összehasonlítható), az előbbin a nettó átértékelődések ketté vannak bontva: az egyik összetevő a nettó COPC-korrekción (a nem szokásos eredmény), a másik a nettó átértékelődések ezen kívüli része. Ez utóbbi rész felel meg a korábbi módszertan szerint értelmezett átértékelődésnek (lásd a 6. c) ábrán a nettó átértékelődést).

A 6. a) ábrán látható, hogy amíg a pénzügyi szektorban (harmadik oszlop) a negatív nettó COPC-korrekción és az egyéb okokból eredő (csekélyebb) negatív átértékelődési hatás összeadódott, addig a gazdaság többi részében (második oszlop) a negatív nettó COPC-korrekción hatását jelentős mértékben ellensúlyozta az egyéb okokból bekövetkezett nettó átértékelési nyereség. Ez fontos adalék annak tisztázásához, hogy a korábbi

<sup>21</sup> A 2008. évi kezdeti nettó állományhoz viszonyítva az előbbi szektorban bekövetkezett emelkedés 4 százalékos, az utóbbiban tapasztalt csökkenés pedig 55 százalékos volt. 2008 és 2014 között a nettó FDI-ban az előbbi szektor részesedése 92-ről 96 százalékra nőtt, az utóbbi 8-ről 4 százalékra csökkent.

módszertannal összehasonlítva, az új módszer miatt távolította el egymástól a bank-szektor (háromszöggel jelölt) nettó tranzakcióit a nettó vagyonváltozás indikátorától, miközben a gazdaság többi részét tekintve közelítette egymáshoz ezeket a mutatókat (vesd össze a 6. b) és a 6. c) második oszlopában a karikák és háromszögek távolságát).

Folytatva e két utóbbi grafikon összehasonlítását: szembetűnő, hogy a jelenlegi módszer szerint a nettó FDI-tranzakciók (flow-k) háromszöggel jelölt összevont egyenlege mind a gazdaság egészét, mind pedig az egyes szektorokat tekintve pozitív, a korábbi módszer szerint viszont negatív. Ugyanakkor a mai módszer alapján az átértékelési hatás a gazdaság egészében és mindkét szektorban negatív, a korábbi módszer szerint viszont a gazdaság egészét tekintve pozitív, és csak a pénzügyi szektorban (enyhén) negatív. Ez egyrészt azt jelzi, hogy a tranzakciós, illetve átértékelődési adatok egymással összefüggésben értelmezendők. Másrészt felhívja a figyelmet a pénzügyi szektorhoz kötődő FDI-folyamatok azon sajátosságaira, amelyek miatt a régi módszertan alapján számított tranzakciós adatok hűbben tükröznék az „alapfolyamatot” (a nettó vagyon csökkenését), mint a jelenlegi hivatalosak. (Érdemes visszalapozni az 1.2. alfejezetben bemutatott második számpéldára.)

A régi módszertan szerint a pénzügyi szektorban (lásd a 6. c) ábra harmadik oszlopát) a számviteli eredményben (az AIC-profitban) elszámolt nem szokásos (átértékelődésből és adósságleírásból eredő) mintegy 7,5 milliárd eurónyi nettó veszteség miatt a fizetési mérlegben megjelenő jövedelemegyenleg negatív lenne, és a szerény osztalékfizetés levonása után mínusz 5,1 milliárd eurót tenne ki a nettó RE. A tulajdonosok a tőkeveszteség nagy részét pótolták (3,9 milliárd eurós nettó részvény- és egyéb részesedésbeáramlás), így a 2,3 milliárd euróra rúgó vagyoncsökkenéséből mintegy  $(5,1 - 3,9 =)$  1 milliárd eurónyit magyarázna meg az FDI-tranzakciók negatív egyenlege (a tőkekiáramlás), a maradék 1,3 milliárd euró a számviteli eredményben nem szereplő átértékelési veszteséghez lenne köthető. (Lásd a 6. c) ábrát.)

A mai módszertan szerint (lásd a 6. b) ábra harmadik oszlopát) a nem szokásos veszteségek levonása (COPC-korrekció) és némi szuperosztalék-korrekció folytán  $[-5,1 - (-7,5) + 0,2 =]$  2,6 milliárd euró volt a pozitív nettó visszaforgatott jövedelem. Ezt „egészítette ki” a tőkepótlás miatti  $(3,9 - 0,2 =)$  3,7 milliárd eurós nettó beáramlás, így a jelenlegi elszámolás szerint a 6,5 milliárd eurónyi tőkebeáramlás és a  $(7,5 + 1,3 =)$  8,8 milliárd eurónyi átértékelési veszteség egyenlege adja ki a 2,3 milliárd eurós nettó vagyoncsökkenést.

Ezek az adatok megerősítenek abban, hogy – legalábbis e szektor tekintetében – a mai módszertan nem segíti az FDI-folyamatok megértését, mivel az átértékelődési veszteség (technikai) levonása és annak a tulajdonosok által történt (valóságos) pótlása egyaránt pozitív módon befolyásolta a kimutatott FDI-beáramlást.

A pénzügyi szektorhoz kötődő folyamatok azért érdemelnek kitüntetett figyelmet, mert e szektor súlyához mérten (2008-ban 8, 2014-ben 4 százalékkal részesedett a nettó FDI-vagyonból) aránytalanul nagymértékben, 60 százalékkal járult hozzá a

2008 és 2014 között kumulált 10,5 milliárd eurónyi nettó FDI-beáramláshoz a jelenleg alkalmazott módszertan szerinti adatok alapján. A korábbi módszer alapján kalkulálva viszont a pénzügyi szektor mintegy 20 százalékkal járult volna hozzá az 5,6 milliárd eurónyi nettó kiáramláshoz.

Ám, ha az alternatív módszertanok egyfajta „teljesítménymutatójának” tekintenénk, hogy általuk közelednek vagy távolodnak-e egymástól a tranzakciók egyenlegére és a nettó állományváltozásra vonatkozó adatok – a fizetési mérleg alapján a vagyonszerzésnek nagyobb vagy kisebb része érhető-e meg –, akkor elégedetten állapíthatnánk meg: a külföldi tulajdonú szektornak a pénzügyi vállalatokon kívüli, meghatározó súlyú részében a módszertani revíziók láthatóan közelítették a tranzakciókról közölt adatokat azokhoz, amelyek az állományváltozást jelzik. (Vesd össze a 6. b) és a 6. c) ábrák középső oszlopait.)

Mindent egybevetve azonban az a véleményem, hogy mivel nem lehet (pontosabban nem érdemes) „megúszni” a fizetési mérlegben közölt tranzakciók és az IIP-ben szereplő átértékelődések párhuzamos tanulmányozását, nincs meghatározó jelentősége annak, hogy melyik módszerrel mérjük a tranzakcióknak, illetve az átértékelődéseknek az állományváltozáshoz való hozzájárulását. Az a fontos, hogy mindkettőt nézzük, nem megfélemlítve arról, hogy komplementer mutatókkal van dolgunk (jin és jang). Ha – módszertantól függően – az egyik hozzájárulása nő, a másikénak csökkennie kell, és a kettő egyenlege a lényeg.

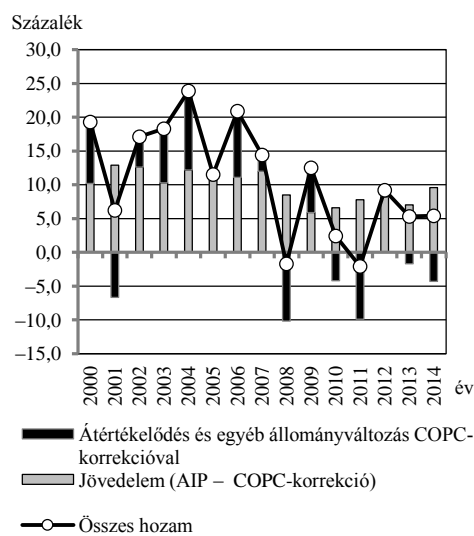
A 7. ábra más összefüggést emel ki, de – idősorokat ábrázolva – ugyanennek a szemléletnek felel meg. Két része a magyarországi (bruttó) FDI-befektetések (részesedések) teljes hozamát alternatív módon bontja – értelmezés-, illetve módszertanfüggő – összetevőkre 2000 és 2014 között. Az egyik komponens a vagyonszerzés jövedelem, a másik a vagyonszerzés átértékelődés (ebbe továbbra is beleértem az egyéb állományváltozást). Amint tudjuk, 2008-tól (a COPC-korrektúra bevezetésével) megváltozott (tartalmával konzisztensebbé vált) a külföldi tulajdonú vállalatok jövedelmének elszámolási módszere: a számviteli eredmény nem szokásos része átkerült az IIP-be, és átértékelődésként kerül elszámolásra. Mivel a nem szokásos tételek minden évben veszteséget mutattak, ezek levonása a jövedelmet (a szokásos eredményt) megemelte a számviteli eredményhez viszonyítva, de ugyanennyivel növelte az átértékelődési veszteséget is (a korábbi módon számítottal összehasonlítva).

A 7. a) ábrán a jelenlegi módszertan szerinti éves adatok láthatók: karika jelzi a teljes hozamot, az összetevők közül pedig a szürke oszlop a jövedelmet (a korrigált számviteli eredményt), a fekete oszlop az átértékelődési hatást szemlélteti. Ha csak a 7. a) ábra jövedelemmutatója alapján tudnánk/akarnánk értelmezni az elmúlt másfél évtized folyamatait, megállapíthatnánk, hogy 2014-ben a jövedelem igen közel került a válságot megelőző évek (a 2003 és 2007 közötti időszak) átlagához.<sup>22</sup> Ennek az

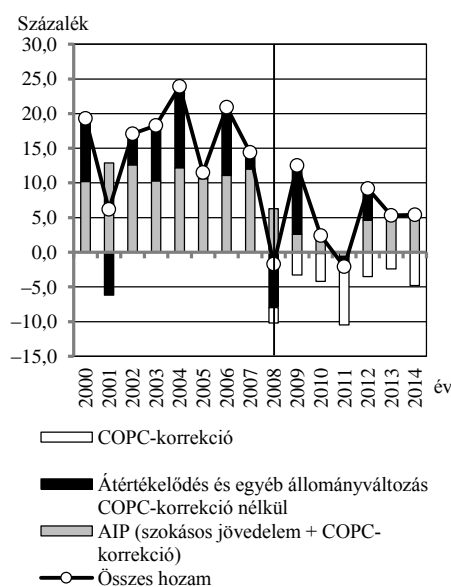
<sup>22</sup> Az MNB [2015a] szerint: „A külföldi tőkebefektetések profitja a normál üzletmenet szerint így jelentősen nőtt 2014-ben, és már a válságot megelőző szint közelében alakult.” (35. old.)

összehasonlításnak természetesen nincs értelme, hiszen tudjuk – ahogy az MNB elemzői is –, hogy 2008-tól a jövedelem tartalma megváltozott. A 7. b) ábrán pedig – amely összehasonlítható adatokat tartalmaz – azt is láthatjuk, hogy a COPC-korrektió hány százalékponttal emelte meg a 2008-tól közölt jövedelem relatív nagyságát azzal összehasonlítva, amely a 2007-ig érvényesített módszer alapján adódna. A 7. b) ábra világosan mutatja, hogy azonos módszerrel számítva, a profitráta lényegesen alacsonyabb volt az elmúlt években, mint a válság előtti időszakban. Ennél azonban fontosabb, hogy az átértékelődési hatásokat is tartalmazó teljes hozam, amely érzéketlen a módszertani váltásokra, s a 7. a), illetve 7. b) ábrán pontosan azonos értékkel szerepel, egyértelműen mutatja, hogy a befektetett tőke hozama az elmúlt években jóval alacsonyabb volt, mint a 2007-ig tartó időszakban.

7. a) ábra. A Magyarországon befektetett (bruttó) FDI- (részesezés-) állományra vetített „normál üzletmenet” szerinti jövedelem, valamint a teljes hozam további összetevői, 2000–2014



7. b) ábra. A Magyarországon befektetett (bruttó) FDI- (részesezés-) állományra vetített korrígálatlan (AIC) profit, valamint a teljes hozam további összetevői, 2000–2014



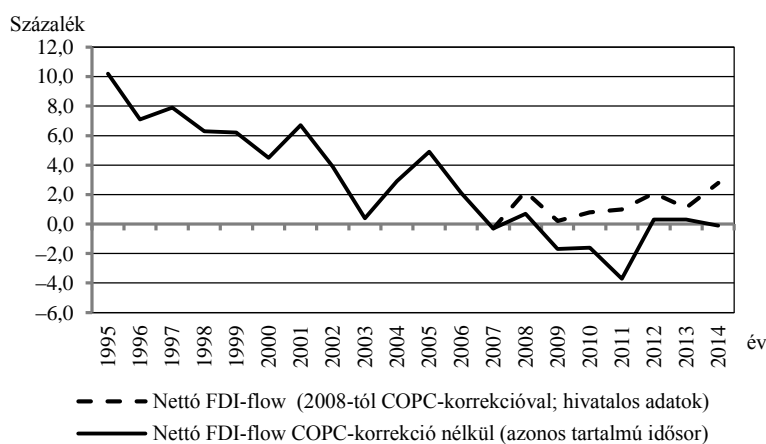
A 7. ábra alapján ugyanaz a konklúzió adódik, mint ami a 6. ábra részleteinek elemzéséből következett: az eredő (az utóbbi esetben a teljes hozam) a lényeg; a módszertanfüggő, és egymást kiegészítő komponenseket pedig nem tanácsos önmagukban értelmezni. Lehetséges, hogy a 7. a)-n ábrázolt jövedelemmutató sokkal precízebben fejezi ki a jövedelem közgazdasági-statisztikai jelentését, mint az, ame-

lyik a 7. b)-n szerepel, de ez is csak az átértékelődési hatásra vonatkozó információval együtt értelmezhető.

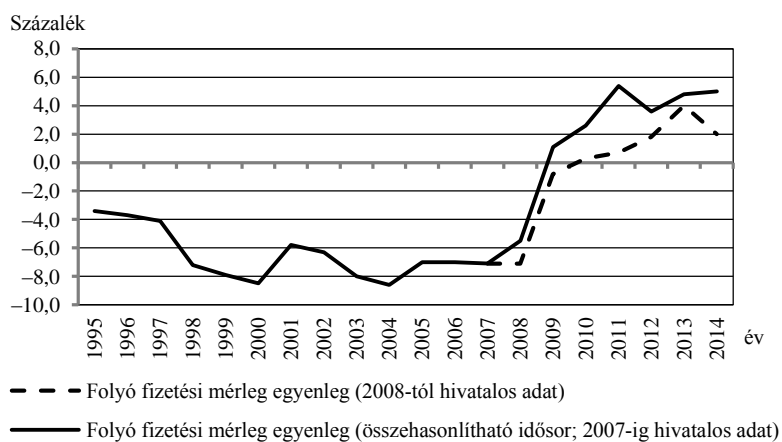
Befejezésül vizsgáljuk meg, hogy a 2008-tól érvényesített módszertani revízió (COPC-korrekció) miként befolyásolta a makrogazdasági egyensúly egyik fontos indikátorának, a folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlegének alakulását.

8. ábra. A 2008. évi módszertani revízió hatása, 1995–2014

a) a GDP-arányos nettó FDI-áramlásra



b) a folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlegére



A 8. a) ábrán – amely az 1. a) és az 1. b) grafikonokon ábrázolt, idevonatkozó információkat sűríti egybe – látható, hogy a nem szokásos vállalati eredménynek a számviteli eredményből történt kiemelése jelentősen növelte a hivatalosan elszámolt

GDP-arányos nettó FDI-beáramlást a korábbi módszertan alapján számított (és a 2007-ig tartó időszorral összehasonlítható) beáramlással egybevetve. A 2008 és 2014 közötti kumulált eltérés elérte a 2014. évi GDP 15,5 százalékát. Ám ugyanaz a módszertani váltás, amely megemelte (és a legtöbb évben meg is fordította) az FDI-tranzakciók egyenlegét, a GDP-hez mérten pontosan ugyanolyan arányban, de ellentétes irányban befolyásolta a folyó fizetési mérleg egyenlegét. (Lásd a 8. b) ábrát.) Amennyivel „javult” az RE- (és így az FDI-) egyenleg, annyival „romlott” a folyó mérleg egyenlege.

A kérdés makrogazdasági jelentősége ahhoz a problémához kapcsolódik, hogy milyen mértékű és ütemű volt a magyar gazdaság külgazdasági egyensúlyhiányának korrekciója a nemzetközi válság időszakában, illetve azt követően. A 8. b) ábrán látható, hogy a folyó mérleg GDP-arányos deficitje 2005 és 2007 között 7 százalékon „ragadt be”, és a hivatalos adatok szerint ugyanezen a szinten maradt 2008-ban is. Ezek az adatok azt mutatják, hogy csak 2009-ben, a válság évében kezdődött meg a hiány csökkenése, de a kiigazodás igen gyorsnak és nemzetközi összehasonlításban is jelentősnek bizonyult: a nagyarányú deficit három év alatt többletbe fordult.<sup>23</sup> A hivatalos statisztika szerint 2008 és 2011 között a GDP arányában jelentékeny, 8 százalékpontos korrekció történt.

A 8. b) ábrán a 2008 és 2014 közötti időszakra nézve a korábbi módszer szerint számított (a 2007-ig tartó időszorral összehasonlítható, vastag vonallal jelzett) adatok is láthatók. Ezekből pedig az derül ki, hogy a deficit csökkenése már 2008-ban megkezdődött, és a következő években is nagyobb mértékű volt, mint amit a hivatalos adatok jeleznek. Ha a 2007-ig tartó és az azt követő időszakra vonatkozó folyómérleg-egyenlegeket ugyanolyan módszerrel számoljuk, akkor a 2007 és 2011 között bekövetkezett GDP-arányos kiigazodás mértéke 12,5 százalékpontot tett ki, ez pedig sokkal durvább annál, mint amit a hivatalos adatok jeleznek.

Ahhoz, hogy a folyamatokat megértsük, nem a hivatalos adatokra, hanem az azonos tartalmú, összehasonlítható fizetésimérleg-idősorokra kellene támaszkodni mindazokban az elemzésekben, amelyek a nemzetközi válság, illetve a válságot kísérő hazai gazdaságpolitika makrogazdasági hatásainak feltárására irányulnak.

### 3. Összegzés és néhány ajánlás

Írásom arra törekedett, hogy a lehető legtöbb oldalról mutassa be a 2008-ban és 2013-ban bevezetett módszertani revíziók hátterét és hatásait, továbbá igyekezett

<sup>23</sup> Erről lásd például *Halpern–Oblath* [2014] elemzését. Akkori írásunk készítésekor még nem volt tudomásunk a COPC-korrekció létezéséről, így a folyó fizetési mérleg egyenlegére gyakorolt hatásáról sem tudtunk.

felhívni a figyelmet arra, hogy e revíziók előtti és utáni adatok nem hasonlíthatók egymással össze.

A 2008 és 2014 közötti időszak egészét tekintve, a revíziók legfontosabb hatásai Magyarország publikált statisztikai adataira (a revíziók előtti módszertan szerinti adatokkal összehasonlítva) a következőkben összegezhetők. 1. Lényegesen kisebb az ország hét év alatt felhalmozott folyó fizetési mérlegének (így a külső finanszírozási képességének) többlete, mint amekkora a 2007-ig követett módszertan szerint lenne; 2. lényegesen nagyobb a kimutatott nettó (és bruttó) FDI-beáramlás, ez pedig alapvetően ahhoz köthető, hogy 3. számottevően nagyobb a kimutatott nettó (és bruttó) újrabefektetett jövedelem. Ugyanakkor azonban 4. lényegesen nagyobb az IIP-ben elszámolt átértékelési és egyéb vagyonszűkülés, valamint a 3. és a 4. tétel nagyjából ellensúlyozza egymás hatását.

A módszertani revíziók ismeretében érthetővé vált, hogy a külföldi tulajdonú vállalatok visszaforgatott jövedelme miként lehetett pozitív, ha az osztalék felülmúlta a számviteli eredményt, továbbá hogyan csökkenhetett a Magyarországon befektetett nettó FDI-vagyron, ha az FDI-áramlás egyenlege az ország javára mutatott jelentős aktívumot.

A revideált módszertan alapján az FDI-jövedelemről, valamint az osztalékról közölt adatok minősége abban az értelemben javult, hogy tartalmuk közelebb került a mutatók közgazdasági-statisztikai jelentéséhez. Ennek azonban az az ára, hogy az idősorok megtörték. Így például abból, hogy 2013–2014-ben megemelkedett a fizetési mérlegben elszámolt nettó RE, távolról sem következik az, hogy az előző évekhez képest javult volna Magyarország nettó tőkemegtartó képessége. Sőt, éppen ellenkezőleg, az összehasonlítható adatokból az derül ki, hogy 2013–2014-ben olyan volt a helyzet, mint 2009–2010-ben, amikor a nettó RE enyhén negatív volt.

Bemutattam az RE értelmezéséhez és időbeli összehasonlításához kapcsolódó problémákat, de írásom fő üzenete pozitív: a fizetési mérlegben elszámolt tranzakciók csak az IIP-ben közölt adatokkal együtt értelmezhetők. Ajánlásaim is ehhez kötődnek.

A közgazdászoknak azt ajánlom, hogy

- a fizetési mérlegben közölt FDI-adatokat az IIP-ben közölt információk fényében értelmezzék;
- az RE-re vonatkozó adatokat (s így az RE/jövedelem rátát) ne tekintsék a gazdaság tőkemegtartó képessége mutatójának; valamint
- ne hasonlítsák (kapcsolják) össze a módszertani revíziók előtti, illetve utáni adatokat.

A statisztikusoknak pedig azt ajánlanám, hogy mindezekben nyújtsanak az eddiginél több segítséget a közgazdászoknak.



Nevezetesen:

- közleményeikben hívják fel a figyelmet az IIP-re, illetve arra, hogy az IIP-n belül mely specifikus információk segíthetik az FDI-áramlásról közölt adatok megértését;
- az eddigénél nagyobb nyomatékkal hívják fel a figyelmet a módszertani váltások okozta törésekre, továbbá arra, hogy
- a sajtótájékoztatóikban publikált korrekciós tételek alapján – nemzetközi összehasonlításban kivételes módon – minden felhasználónak módja van arra, hogy rekonstruálja az egységes tartalmú időszakokat.

## Függelék

*Az írásban használt rövidítések jegyzéke*

- AIC (all-inclusive concept): a vállalati eredmény teljes körű értelmezése.
- AIP (all-inclusive profit): AIC alapján értelmezett profit (adózott számviteli eredmény).
- COPC (current operating performance concept): a „szokásos üzletmenethez kapcsolódó” eredmény fogalma (átértékelődés és egyéb állományváltozás nélkül értelmezett eredmény).
- FDI (foreign direct investment): külföldi közvetlen- (működő-) tőkebefektetés.
- IIP (international investment position): a külfölddel szembeni befektetési pozíció.
- RE (reinvested earnings): újrabefektetett (visszaforgatott) jövedelem.
- SUD (superdividend): kiugró osztalék.

## Irodalom

- BOWERS, L. – FARRELL, K. [2014]: *Revisions to UK GDP and the Balance of Payments Current Account Sourced from the Bank of England*. Bank of England. London. <http://www.bankofengland.co.uk/statistics/Documents/ms/articles/art3sep14.pdf>
- GOURINCHAS, P.-O. – REY, H. [2007]: International financial adjustment. *Journal of Political Economy*. Vol. 115. No. 4. pp. 665–703. <http://dx.doi.org/10.1086/521966>
- HALPERN L. – OBLATH G. [2014]: A gazdasági stagnálás „színe” és fonákja. *Közgazdasági Szemle*. LXI. évf. 7–8. sz. 757–800. old.
- HAUSMANN, R. – STURZENEGGER, F. [2007]: The missing dark matter in the wealth of nations and its implications for global imbalances. *Economic Policy*. Vol. 22. Issue 7. pp. 470–518. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0327.2007.00182.x>

- IMF (INTERNATIONAL MONETARY FUND) [2009]: *Balance of Payments and International Investment Position Manual – Sixth Edition (BPM6)*. Washington, D.C. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>
- LANE, PH. R. – MILESI-FERRETTI, G. M. [2014]: Global Imbalances and External Adjustment after the Crisis. *Working Paper*. Vol. 14. Issue 151. August. <http://dx.doi.org/10.5089/9781498339216.001>
- LANE, PH. R. – MILESI-FERRETTI, G. M. [2005]: *A Global Perspective on External Positions*. IMF Discussion Papers No. 79. June. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.922009>
- MADÁR I. [2015]: Tényleg újra ömlik a pénz Magyarországra? *Portfolio.hu*. Október 13. [http://www.portfolio.hu/gazdasag/tenyleg\\_ujra\\_omlik\\_a\\_penz\\_magyarorszagra.220866.html](http://www.portfolio.hu/gazdasag/tenyleg_ujra_omlik_a_penz_magyarorszagra.220866.html)
- MNB (MAGYAR NEMZETI BANK) [2014]: *A fizetésimérleg- és a külfölddel szembeni befektetésipozíció-statisztikák összeállítása során alkalmazott módszertan – BPM6 (2014. júni-ustól)*. <https://www.mnb.hu/letoltes/bop-modszertani-megjegyzesek-bpm6-2014-juniustol-20140529.pdf>
- MNB [2015a]: *Fizetési Mérleg Jelentés. 2015. szeptember*. Budapest. <https://www.mnb.hu/letoltes/fizetesi-merleg-jelentes-2015-q2-hu.pdf>
- MNB [2015b]: *Sajtóközlemény. A fizetési mérleg alakulásáról. 2015. II. negyedév*. Szeptember. <https://www.mnb.hu/letoltes/bpm6-sajtokozlemenye-2015-q2.pdf>
- MNB [2016]: *Fizetési Mérleg Jelentés. 2016. június*. Budapest. <https://www.mnb.hu/letoltes/boritoval-fizetesi-merleg-jelentes-2016-q1-hu-honlap.pdf>
- OBLATH G. [2016a]: *Fizetési mérleg, működőtőke-áramlás és az újrabefektetett jövedelmek értelmezése*. Kopint-Tárki Gazdaságkutató Zrt. Budapest. [http://www.kopint-tarki.hu/wp-content/uploads/2015/12/Oblath\\_fizm%C3%A9rleg\\_FDI\\_M%C3%A1sodik-r%C3%A9sz1.pdf](http://www.kopint-tarki.hu/wp-content/uploads/2015/12/Oblath_fizm%C3%A9rleg_FDI_M%C3%A1sodik-r%C3%A9sz1.pdf)
- OBLATH G. [2016b]: Mi mennyi? – Tényleg ömlik a tőke Magyarországra? *Portfolio.hu*. Január 18. [http://www.portfolio.hu/gazdasag/mi\\_mennyi\\_tenyleg\\_omlik\\_a\\_toke\\_magyarorszagra.225580.html](http://www.portfolio.hu/gazdasag/mi_mennyi_tenyleg_omlik_a_toke_magyarorszagra.225580.html)
- OBLATH G. [2016c]: *Mi mennyi? A külföldi vállalatok újrabefektetett profitjának értelmezése és mérése*. MTA KTI blog. Január 14. [http://blog.mtakti.hu/blog\\_cikk/?cikk\[cikk\]\[keyvalue\]=1183](http://blog.mtakti.hu/blog_cikk/?cikk[cikk][keyvalue]=1183)
- OBLATH G. [2016d]: Romló intézményi környezet és növekvő újrabefektetés? Egy rejtély megfejtése. In: *Morcsányi G. – Tóth I. Gy. (szerk.): A magyar polgár*. TÁRKI. Budapest.
- OECD (ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT) [2008]: *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment. Fourth Edition*. <https://www.oecd.org/daf/inv/investmentstatisticsandanalysis/40193734.pdf>

## Summary

Since 2008, in accordance with international standards, important methodological revisions have been introduced in Hungary's BOP (balance-of-payments) statistics. As a result of these changes, the quality of data on FDI- (foreign direct investment) income and dividends has improved, but the time series on FDI-flows have broken. According to the former methodology, the country would have experienced a cumulative net FDI-outflow reaching 5.6 billion euros between

2008 and 2014, while the present methodology indicates a net inflow of 10.5 billion for the same period. The difference is explained by the fact that capital gains/losses and other volume changes in assets of foreign-owned companies have been extracted from the BOP and inserted into statistics on the country's IIP (international investment position). The study explains the background and effects of the methodological revisions, calling attention to the fact that data on FDI-flows can be interpreted only in light of the change in IIP and in its composition.