

A vállalati haszonkulcs és az infláció: új elem az infláció magyarázatában

ÁBEL István¹ –HEGEDŰS Szilárd² –NAGY Gyula³ –TÓTH Orsolya Éva⁴

DOI: [10.29180/978-615-6342-76-8_1](https://doi.org/10.29180/978-615-6342-76-8_1)

Absztrakt

Az infláció 2021-et követő felgyorsulásával kapcsolatban sokféle vélekedés látott napvilágot, köztük a hagyományos elmélet szerinti keresletoldali és kínálatoldali magyarázatok. Ezek empirikus megalapozottsága hiányos, így új magyarázatokra van szükség a jelenlegi helyzet értékeléséhez és megfelelő gazdaságpolitikai válaszok meghatározásához. Az új megközelítések között kiemelt szerephez jutott a vállalatok árakban érvényesített nyereségképzési lehetősége. A hagyományos elmélet szerint a vállalatok nem tudnak visszaélni az áremeléssel, mert ez a piaci részarányuk elvesztésével járna és a versenytársaknak juttatna előnyt. A mai sajátos helyzetben azonban sok jel mutat arra, hogy a domináns vállalatok visszaélhetnek az erőfölényükkel és ez az infláció növekedését táplálhatja. A kérdést a magyar vállalati adatok felhasználásával elemezzük ebben a kutatásban.

Kulcsszavak: infláció, haszonkulcs, EBITDA

Bevezetés

Az infláció hosszú időn keresztül tapasztalt alacsony szintjéről 2021-ben a világ számos országában jelentősen megemelkedett és nagyon hamar negyvenéves rekordokat döntött a fejlett gazdaságokban is. A jelenség kiváltó okainak feltérképezése során találkozhatunk olyan vélekedésekkel, amelyek a *keresleti* tényezőket hangsúlyozzák, nevezetesen a Covid-19 miatt bevezetett korlátozásokat, majd azok lecsengését követően az addig elhalasztott fogyasztói kereslet felfutását említik. Az Egyesült Államokban a Covid-19 miatti válság enyhítésére különösen nagy költségvetési kiadásokat, közvetlen jövedelempótló és likviditás bővítő gazdaságpolitikai lépéseket alkalmaztak, így ott a keresletoldali magyarázatok terjedtek el, míg az Európai Unióban, különösen az eurozónában inkább a nominális bérnövekedés által indukált gyors ütemű áremelkedéssel kapcsolatos magyarázat volt domináns. E vélekedések közgazdasági megalapozottsága azonban kérdéses, és az empirikus vizsgálatok sorra cáfolták az ilyen megközelítéseket. Kutatásunkban egy új elem, a vállalati erőfölény érvényesítésének inflációs hatásait vizsgáljuk.

Az inflációval kapcsolatos vélekedésekről

Az Egyesült Államok esetében a gazdaságpolitika hibáit középpontba állító magyarázatokat részletesen cáfolta Ferguson és Storm (2023). Az Európai Unió esetében a Bizottság (2022) ugyan megállapítja, hogy a nominális jövedelmek 2021-ben mért 4 százalékos emelkedése 1,9 százalékponttal meghaladta a pandémiát megelőző 2013-2019 közötti évek átlagát, azonban a bérek alakulása összességében visszafogott növekedést mutatott, sőt, a reálbérek 2022-ben és

¹ Budapesti Gazdasági Egyetem, Pénzügyi és Számviteli Kar, Pénzügy Tanszék, e-mail: abel.istvan@uni-bge.hu

² Budapesti Gazdasági Egyetem, Pénzügyi és Számviteli Kar, Pénzügy Tanszék, e-mail: hegedus.szilard@uni-bge.hu; A szerző a Demján Sándor Alapítvány ösztöndíjasa, a tanulmányban való részvétele az Alapítvány támogatásával valósult meg.

³ Budapesti Gazdasági Egyetem, Pénzügyi és Számviteli Kar, Pénzügy Tanszék, e-mail: drnagy.gyula@uni-bge.hu

⁴ Budapesti Gazdasági Egyetem, Pénzügyi és Számviteli Kar, Pénzügy Tanszék, e-mail: toth.orsolya@uni-bge.hu

2023-ban egyaránt jelentősen csökkentek. A Nemzetközi Munkaügyi Szervezet (ILO) (2022) jelentése szerint 2022 első felében a reálbérek globálisan 0,9 százalékkal csökkentek, Kínát nem számítva pedig 1,4 százalékkal, ami 2008 óta eddig egyszer sem fordult elő. Az Európai Unióban a Covid előtt még 1-2 százalékos reálbér növekedés volt, 2021-ben ez már megszűnt, 2022 első felében viszont már 2,4 százalékos csökkenés volt megfigyelhető. Kelet-Közép-Európában a 2021-ben még relatíve magas, 3,3 százalékos reálbér emelkedést ugyanilyen mértékű negatív változás követte a jelzett időszakban. Miután a Covid-19 következtében az Egyesült Államokban és Kanadában az alacsony bérű foglalkoztatottak milliói veszítették el a munkahelyüket, a reálbér növekedés 2020-ban 4,3 százalékkal nőtt, majd a következő évben lecsökkent nullára, 2022 első felében pedig már itt is 3,2 százalékkal zsugorodott. Stiglitz – Baker (2022) szerint alaptalan a bér-ár spiráltól való félelem, mert az Egyesült Államokban a nominális bérnövekedés 2022 májusára (a háromhavi átlagok alapján évesített) 6 százalékról 4,4 százalékra lassult.

Mások szerint az egyes érintett szektorokban a pandémia elleni küzdelem során bevezetett korlátozó intézkedések nyomán a globális ellátási láncokban felmerült zavarok, szűk keresztmetszetek (pl. chip-hiány) okoztak problémát, vagyis *kínálati* oldalról táplálták az inflációt. Az inflációval kapcsolatos sokszínű vélekedéseket tekinti át Ábel – Nagy (2022). Az újabb keletű felfogásokat elemezve Stiglitz – Regmi, (2022) öt fő tényezőt azonosított ezzel összefüggésben. 1. Az orosz-ukrán háború által felgyorsított világgpiaci energia- és élelmiszer áremelkedés 2022-ben együttesen 2,9 százalékponttal járult hozzá az Egyesült Államokban a 2022 októberében mért 7,7 százalékos inflációhoz, míg a járványt megelőzően az energiaár alakulása inkább deflációs hatású volt. 2. Az egyéb alapvető termékek áremelkedése is jelentős volt (különösen a gépkocsik és alkatrészek, valamint a teherszállítás esetében). 3. Az egyes szektorokban fellépő kínálati problémák miatt a kereslet a helyettesítő termékek iránt gyorsabb ütemben növekedett, mint amilyen mértékben a túlkínálattal rendelkező termékeknél az ármérséklődés bekövetkezne, ugyanis a nominális árak lefelé rugalmatlanok, így ez is árfelhajtó hatású volt. 4. A megnövekedett lakásbérleti díjak (területi és ingatlantípustól függően) 0,6 százalékponttal vették ki a részüket az Egyesült Államok 2022 októberi inflációjából. A Stiglitz – Regmi (2022) által említett ötödik tényező a vállalatok piaci erejére vezethető vissza, nevezetesen arra, hogy a költségeik növekedéséhez képest az áraikat nagyobb mértékben növelték.

Stiglitz – Regmi (2022) szerint az Egyesült Államokban 1960 és 1980 között a vállalati haszonkulcs (árbevétel és az eladott áruk beszerzési értéke – ELÁBÉ – közötti eltérés) átlagosan 26 százalékkal haladta meg a marginális költségeket, és azt követően is folyamatosan, emelkedett, bár lassú ütemben. Az átlagos haszonkulcs 2021-ben 72 százalékkal volt magasabb a határköltségnél. Lapavitsas et al. (2022) szerint sem a bér-ár spirál magyarázza az infláció növekedését, hanem a profit túlságosan gyors növekedése. Nagy-Britanniában 2021 októberétől az árszínvonal emelkedés 60 százaléka volt visszavezethető a vállalati profitok növekedésére, miközben a bérnövekedés hozzájárulása mindössze 8 százalék volt. Nersisyan – Wray (2022) idézi Matt Stoller (2021) felmérését, amely szerint az Egyesült Államokban szintén az infláció 60 százalékáért tehető felelőssé a növekvő vállalati profitok. A becslése szerint ez egy átlag amerikaiak évente 2.126 dollárjába kerül. Egy másik kutatás, Glover et al. (2023) legfrissebb kimutatása szerint az Egyesült Államokban a haszonkulcs növekedése 2021-ben több mint 50 százalékkal járult hozzá az inflációhoz (*greedflation*), ami számottevően nagyobb mértékű volt, mint a megelőző évtizedben. A vállalatok ár érvényesítési képességének erősödéséről adott nagyon részletes áttekintést Weber – Wasner (2023).

Elemzésünk a továbbiakban a vállalati profitok növekedésének inflációs következményeivel foglalkozik. Az Egyesült Államok vállalataira vonatkozóan Konczal – Lusiani (2022) által elvégzett haszonkulcs felmérés módszertanát alkalmaztuk hazai

vállalkozásokra, és a kiinduló tanulmányhoz hasonlóan azt vizsgáltuk, milyen összefüggések tárhatók fel az árak, a vállalati nyereségesség és a piaci erő vonatkozásában.

A vállalati haszonkulcs változása

Konczal, M. – Lusiani, N. (2022) a piaci felárakat vizsgálta az Egyesült Államokban az 1955 és 2021 közötti időszakban. Tanulmányukban De Loecker et al. (2020) módszertanát vették alapul és fejlesztették tovább, amely a piaci felárakat (*markup*) az árbevétel és az eladott áruk beszerzési értéke (ELÁBÉ) hányadosaként értelmezték, bizonyos korrekciós tényezőkkel. A szerzők három szempontot vizsgáltak: a cégméret és felárak alakulását, a felárak mozgását ágazati dimenzióban, továbbá a 2021-es felárakra ható prediktív tényezőket.

Az amerikai példa azt mutatta, hogy a De Locker et al. (2020) módszertanával számolt felárak a pandémia ellenére is számottevően növekedtek. Különösen a korábbi időszakban is legnagyobb árréssel rendelkező cégek árrése nőtt nagyot, ágazati szempontból a pénzügyi szektor, az olajipar, és ingatlanpiac árai mutatták a legnagyobb emelkedést.

Kutatásunkban De Locker et al (2020) és Konczal – Lusiani (2022) megközelítését alkalmaztuk a magyar vállalati adatokkal elvégzett elemzésben. Itt is azt vizsgáltuk, hogy a vállalati haszonkulcs változása hozzájárult-e az infláció gyorsulásához. Az elemzett mintánk az Orbis adatbázisból származott, azon társaságokat tartalmazta, amelyek 2013-2021 között minden évben éves beszámolót nyújtottak be Magyarországon. Az adatok lekérdezésének szempontjait a 2000. évi C. törvénnyel összhangban adtuk meg, vagyis az árbevétel 2,4 milliárd Ft-ot, a mérlegfőösszeg 1,2 milliárd Ft-ot, valamint a foglalkozotti létszám 50 főt meghaladó legyen, amely feltételek közül legalább 2 feltétel minden évben teljesüljön. Az adat lekérdezés több évre adott keresztmetszeti mintáján panelvizsgálatot alkalmaztunk, vagyis csak azon cégeket vettük figyelembe, amelyeknek minden évre rendelkezésre állnak adatai. Így összesen 1.987 vállalat maradt a mintában. Ez a minta ugyan nem tekinthető reprezentatívnak, de az éves beszámolót beadó cégek meghatározó hányadát lefedi.

A vizsgált változók a következők voltak:

- Árrés (Értékesítés nettó árbevétele / Eladott áruk beszerzési értéke – (Sales / COGS⁵)
- EBITDA⁶ haszonkulcs (Üzemi eredmény amortizációval növelve / Értékesítés nettó árbevétele)

A vizsgálati időhorizontot 2014-2021 közötti időszakban állapítottuk meg.

A vizsgált változókkal leíró statisztikai elemzéseket, trendszámításokat, továbbá varianciaelemzést végeztünk, ez utóbbit ágazati szegmensben. Az EBITDA haszonkulcs változásának okait regresszióelemzéssel teszteltük.

Eredmények

Az eredmények ismertetését az árbevétel (Sales), valamint az eladott áruk beszerzési értékének (ELÁBÉ – COGS) mintabéli aggregált összegének bemutatásával kezdjük. Az adatok alapján megállapítható, hogy az árbevétel növekedési üteme 2014-2016 között jelentősen meghaladta az ELÁBÉ, az eladott áruk beszerzési értékének növekedési ütemét. E trendet megtörte a 2017 és 2019 közötti időszak, amely során nagyobb mértékben nőtt az ELÁBÉ, mint az árbevétel. 2020-ban ismét az árbevétel növekedési üteme volt magasabb, ám mindkét változó visszaesést mutatott a pandémia nyomán. 2021-ben az ELÁBÉ növekedési üteme jelentősen meghaladta az árbevétel növekedését.

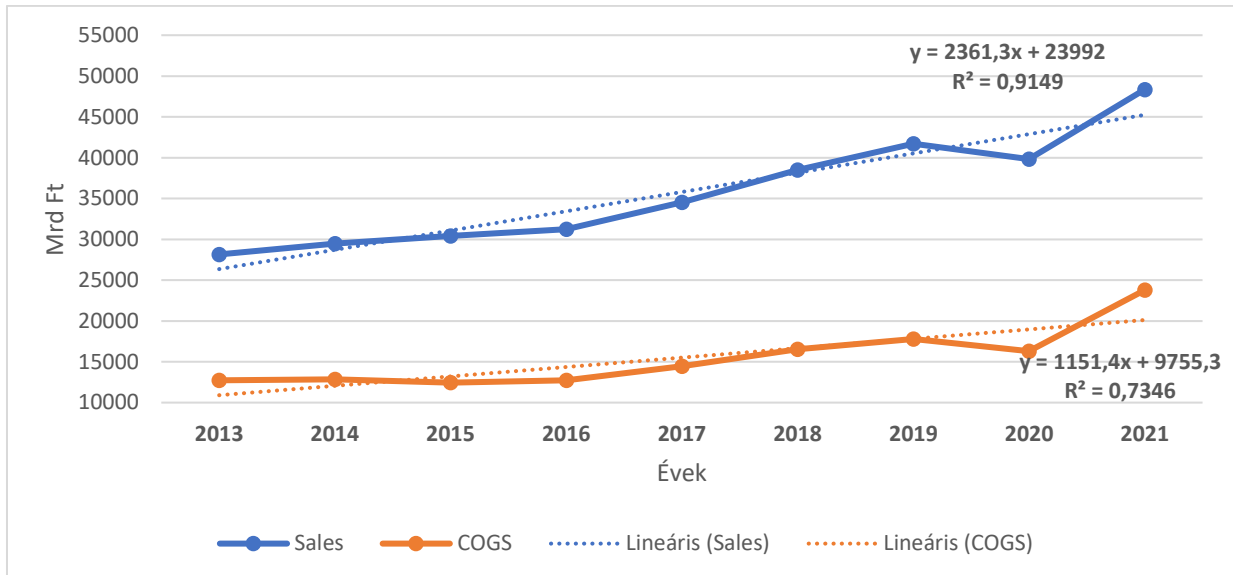
Önmagukban a növekedési ütemek azonban tévútra vihetnek, hiszen az 1. ábrából látható, hogy 2016-tól nyílik az „olló” az árbevétel és az ELÁBÉ között, amely a kiugró értéknek

⁵ Cost of goods sold

⁶ Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization

számító 2021-es évben is megfigyelhető. Ezen megállapítást alátámasztja, hogy a két változó aránya 2021-ben mutatta a legmagasabb értéket.

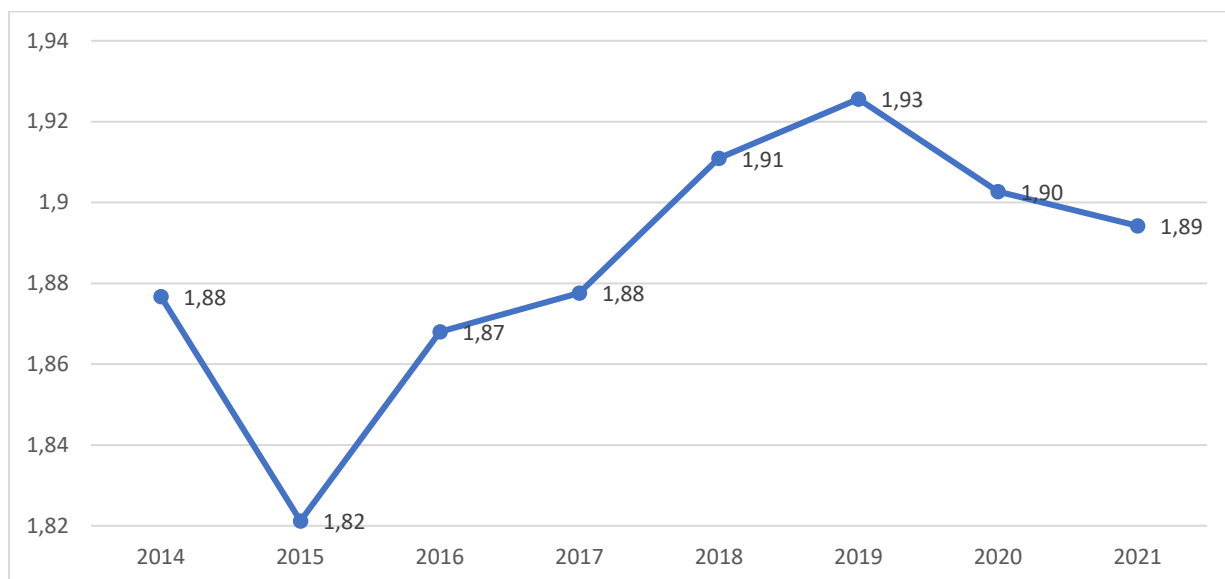
1. ábra: Az árbevétel (Sales) és az eladott áruk beszerzési értéke (ELÁBÉ – COGS) alakulása 2013-2021 között, $N=1.987$



Forrás: Orbis (2023) adatok alapján saját szerkesztés

Jóllehet Konczal és Lusiani (2022) és De Locker et al. (2020) elemzéseikben főként az ELÁBÉ-ra helyezték a hangsúlyt, a magyar adatok kapcsán az anyagi típusú költségszerkezetben főként az anyagköltségeket és igénybe vett szolgáltatásokat kell nagyobb fontosságúnak tekinteni. A tendenciák azonban mindkét említett elem kapcsán megegyeznek az ELÁBÉ-nál ismertetett folyamattal. A hazai tendenciák e tekintetben hasonlóak mint az Egyesült Államokban tapasztaltak.

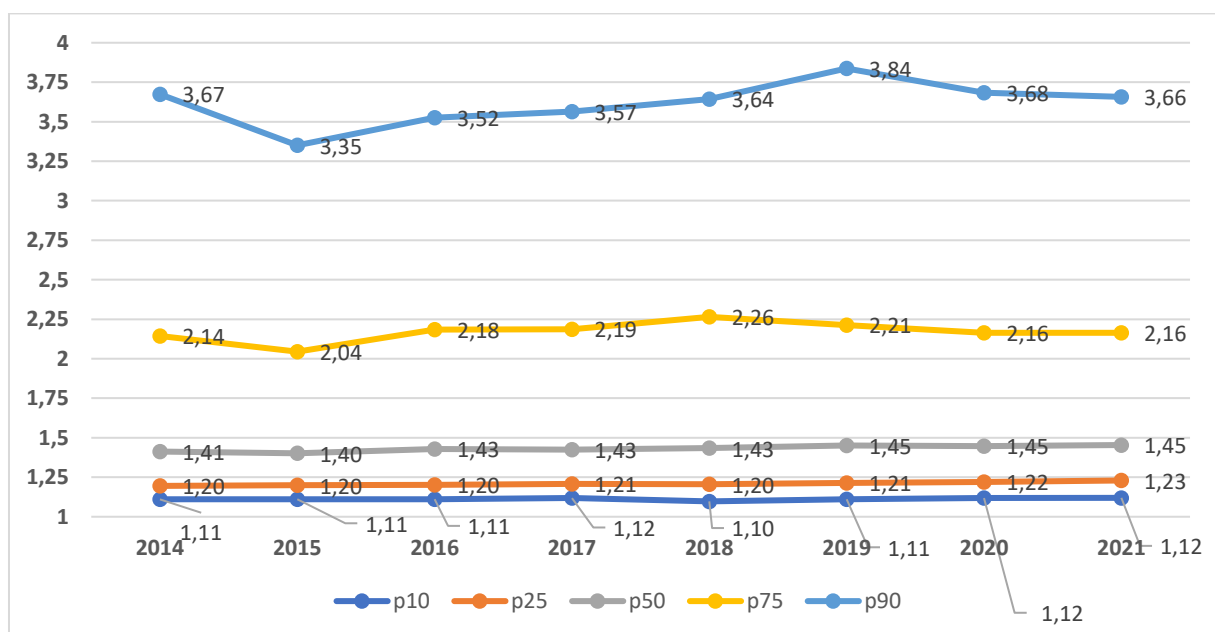
2. ábra: Az árbevétel (Sales) és az eladott áruk beszerzési értéke (ELÁBÉ – COGS) hányadosának átlagos értéke 2014-2021 között



Forrás: Orbis (2023) adatok alapján saját szerkesztés

Az árbevétel ELÁBÉ-re vetített értéke 2015 és 2019 között dinamikusan növekedett, azonban a növekvő trendet megtörte a pandémia hatása. Ezek alapján megállapítható, hogy De Locker et al. (2020) módszertanával kalkulált átlagos felár alakulása Magyarországon 2020-2021 között nem mutatja az Egyesült Államokban megfigyelhető dinamikus bővülést, sőt a korábbi növekvő trend az amerikaival ellentétben csökkenésbe fordul (2. ábra).

3. ábra: Az árbevétel (Sales) és az eladott áruk beszerzési értéke (ELÁBÉ – COGS) hányadosának megoszlása 2014-2021 között



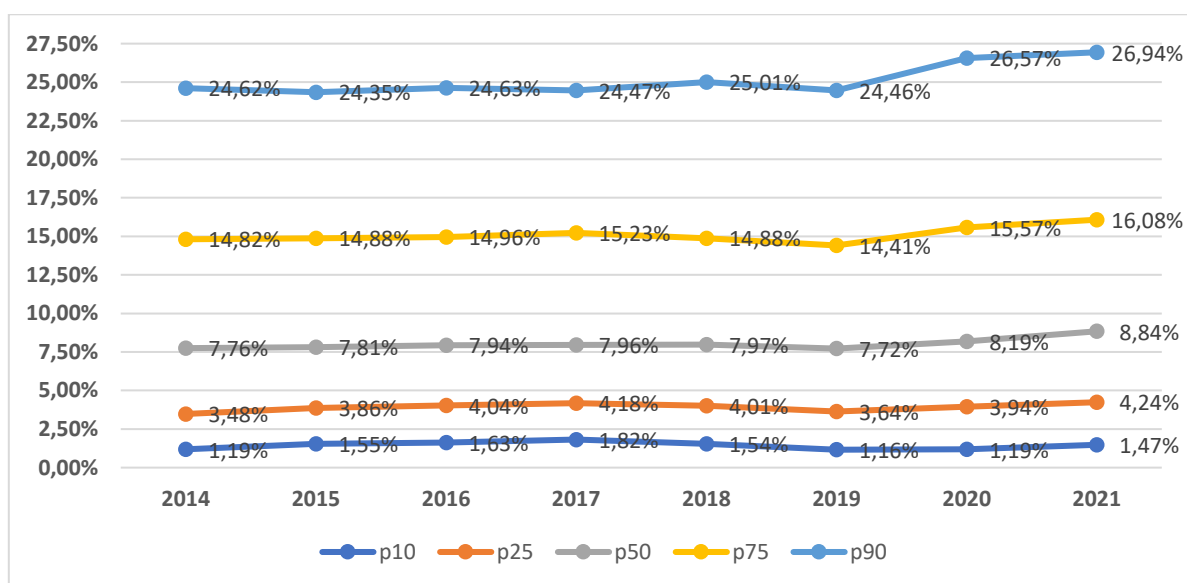
Forrás: Orbis (2023) adatok alapján saját szerkesztés

De Locker et al (2020) tanulmánya megállapította, hogy az általuk definiált árrés 2015-től jelentősen növekedett, és ez a növekedés főként a legnagyobb árrést produkáló társaságokat érintette, amelyet a felső percentilissel azonosított. Szintén megállapítást nyert vizsgálataikból, hogy minden vizsgált kvartilisben és percentilisben a legnagyobb értéket 2021-ben érték el a mintába került társaságok, ezzel magyarázva a piaci erő jelenségét.

Ezzel szemben a magyar mintán nem igazolódott az amerikai mintán tapasztalható jelenség, hiszen az árrés a medián feletti szegmensekben visszaesett a pandémia nyomán, a mediánnál pedig stagnálásba fordult. Csupán a medián alatti szegmensekben figyelhető meg csekély mértékű árrés emelkedés a teljes vizsgált időszakban. Ennek oka lehet, hogy az ELÁBÉ értéke nagyobb volumenben nőtt, mint ahogyan azt a társaságok az árbevételben realizálni tudták. Mivel az ELÁBÉ jelenléte meglehetősen ágazatspecifikus, javarészt a kereskedelmi szektorban jelentkezik, ebből fakadóan leszűrhető, hogy ezen tényezőt ágazati jellegzetességek is befolyásolhatták (3. ábra).

Mivel a piaci erőfölény alkalmazásának hipotézise a magyar mintán 2020-ban és 2021-ben nem igazolódott, ezért a teljes üzemi szintű profitot vettük górcső alá. Ennek a módszernek a legfontosabb előnye, hogy az ELÁBÉ mellett minden más üzemi szintű költséget és ráfordítást egyaránt tartalmaz, függetlenül a számviteli struktúrától⁷. Az EBITDA margin, vagy másnéven haszonkulcs a magyar gyakorlatban nem alkalmazott mutatószám, ugyanakkor megfelelő fokmérője az üzemi szintű profitabilitásnak. Az EBITDA ebben az aspektusban az amortizációtól megtisztított üzemi-üzleti eredményt jelenti, amelyet az árbevétellel osztottunk. Erre vonatkozó vizsgálatot Konczal és Lusiani (2022) nem végzett el, mi azonban a továbbiakban a haszonkulcs függvényében értékeljük a kapott eredményeket.

4. ábra: Az EBITDA haszonkulcs megoszlása 2014-2021 között



Forrás: Orbis (2023) adatok alapján saját szerkesztés

Szembevető különbség az árrésnél bemutatott elemzéssel szemben, hogy az EBITDA haszonkulcs növekvő pályán mozgott, sőt a pandémia évei alatt jelentősen növekedett, több szegmensben rekordértéket elérve! Így történt az összes szegmensben, tehát ebben a tekintetben a legsikeresebb évnek a 2021-es év tekinthető a vizsgált időszorban. Ez visszaigazolja az amerikai mintán tapasztalható fejleményeket, vagyis a piaci erő jelenségével éltek a társaságok,

⁷ Forgalmi vagy összköltség eredménykimutatás

mivel a magasabb profit elérése érdekében nagyobb mértékben voltak képesek árat emelni, még a legalacsonyabb szegmensekben is. Ebből tehát jól látszik, hogy az inflációs hatásokban a társaságok növekvő profitját meghatározó árbevétel növekedés is jelen volt (4. ábra).

Az ágazati jellemzőket az EBITDA haszonkulcs 2021-es, 2020-as, valamint 2021-2020 közötti, továbbá 2021 és 2014-2019 közötti átlagos értékhez mért változásával teszteltük. Ez utóbbi változók során a Konczal és Lusiani (2022) által javasolt módon jártunk el, az EBITDA haszonkulcs változásának számítása során a különböző évekhez kapcsolódó értékeket kivontuk egymásból, így kaptuk meg a 2021 és 2020, valamint a 2021 és 2014-2019 közötti átlagos érték közötti differenciát. Az F-próba feltételei teljesültek, a Levene statisztika minden változó vonatkozásában meghaladta a kritérium értéket, ahogyan az F-próba értékei is szignifikánsak voltak.

Következtetés

A 2021-től felgyorsult infláció okainak elemzése során a keresleti és kínálati tényezők mellett új elemként merült fel a vállalatok gyors ütemben növekvő profitja. Az empirikus vizsgálatok kimutatták, hogy miközben a nominális bérnövekedés reálisan nem fenyeget bér-ár spirál bekövetkezésével, az infláció gyorsulása jelentős mértékben vezethető vissza a vállalati nyereség megugrására. A vállalatok piaci erejüket kihasználva ugyanis a költségeiket jóval meghaladó mértékben növelték áraikat.

Az Egyesült Államokban elvégzett felmérésben De Loecker et al. (2020) módszertanára alapozva Konczal – Lusiani (2022) a cégméret és a piaci felárak (*markup*) alakulását, ez utóbbiak ágazati dimenzióban történő mozgását vizsgálta, és kimutatta ennek az infláció növekedéséhez való hozzájárulását. Az amerikai elemzés hazai vállalati környezetben történt elvégzése során – a piaci felár helyett az EBITDA haszonkulcs alakulása alapján – megállapítható volt, hogy a vállalatok kihasználva piaci erejüket fokozták nyereségüket, javították ár érvényesítő képességüket, ami hozzájárult a magyarországi infláció növekedéséhez.

Irodalomjegyzék

Ábel István – Nagy Gyula (2022): Vélekedések az inflációról: Megalapozatlan feltételezések és megdönthetetlen elméletek *Külgazdaság* 66: 9-10, pp. 44-75 (2022) <https://doi.org/10.47630/kulg.2022.66.9-10.44>

De Loecker, Jan – Eeckhout, Jan – Unger, Gabriel (2020): The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications. *The Quarterly Journal of Economics* 135 (2): 561–644. <https://doi.org/10.1093/qje/qjz041>

European Commission, Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion (2022): Labour market and wage developments in Europe: annual review 2022, Publications Office of the European Union, <https://data.europa.eu/doi/10.2767/128906>

Ferguson, Thomas – Storm, Servaas (2023): Myth and Reality in the Great Inflation Debate: Supply Shocks and Wealth Effects in a Multipolar World Economy. Working Paper No. 196, *Institute for New Economic Thinking*. <https://doi.org/10.36687/inetwp196>

Glover, Andrew – Mustre-del-Rio, Jose – von Ende-Becker, Alice (2023): How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?, *Economic Review, Federal Reserve*

Bank of Kansas City, Vol. 108 no.1, pages 23-34, January.
<https://doi.org/10.18651/er/v108n1glovermustredelriovonendebecker>

ILO (2022) Global Wage Report 2022–23, The impact of inflation and COVID-19 on wages and purchasing power, International Labour Organization, Geneva
<https://doi.org/10.54394/zlfg5119>

Konczal, M. – Lusiani, N. (2022): Prices, Profits, and Power: An Analysis of 2021 Firm-Level Markups. *Roosevelt Institute*, June 2022. http://rooseveltinstitute.org/wp-content/uploads/2022/06/RI_PricesProfitsPower_202206.pdf

Lapavistas, Costas – Meadway, James – Nicholls, Doug (2022): The True Causes of Inflation: Weak Production and High Profits, Sept 2022 <https://gftu.org.uk/wp-content/uploads/2022/09/The-Real-Causes-of-inflation.pdf>

Nersisyan, Yeva – Wray, L. Randall (2022): What’s Causing Accelerating Inflation: Pandemic or Policy Response? Working Paper No. 1003, March 2022, *Levy Economics Institute*, <https://doi.org/10.2139/ssrn.4049894>

Stiglitz, Joseph E. – Baker, Dean (2022): Inflation Dos and Don’ts. Project Syndicate Jul 8 <https://www.project-syndicate.org/onpoint/us-inflation-supply-side-causes-and-solutions-by-joseph-e-stiglitz-and-dean-baker-2022-07>

Stiglitz, Joseph E. – Regmi, Ira (2022): The Causes of and Responses to Today’s Inflation. *Roosevelt Institute* <https://doi.org/10.1093/icc/dtad009>

Stoller, Matt (2021): Corporate Profits Drive 60% of Inflation Increases. BIG, Dec. 29. <https://mattstoller.substack.com/p/corporate-profits-drive-60-of-inflation>

Weber, Isabella M. – Wasner, Evan (2023): Sellers’ Inflation, Profits and Conflict: Why can Large Firms Hike Prices in an Emergency? *Review of Keynesian Economics*, Vol. 11 No. 2, Summer 2023, pp. 183–213.