

Ábel István

## Regionális és globális tényezők a vállalatok nemzetközivé válásában<sup>1</sup>

TM 98. sz. műhelytanulmány



BCE VÁLLALATGAZDASÁGTAN INTÉZET  
VERSENYKÉPESSÉG KUTATÓ KÖZPONT

---

<sup>1</sup> A műhelytanulmány a TÁMOP-4.2.1.B-09/1/KMR-2010-0005 azonosítójú projektje, *A nemzetközi gazdasági folyamatok és a hazai üzleti szféra versenyképessége* címet viselő alprojektjének kutatási tevékenysége eredményeként készült.

## Tartalomjegyzék

ÁBRÁK JEGYZÉKE.....	3
ABSZTRAKT .....	4
ABSTRACT .....	6
1. TŐKEÁRAMLÁS ÉS A GLOBALIZÁCIÓ: A GLOBALIZÁCIÓ ÚJ SZAKASZA.....	7
2. MAKROÖKONÓMIAI ÖSSZEFÜGGÉSEK ÉS DETERMINÁCIÓK .....	17
3. A KELET-EURÓPAI ORSZÁGOK GDP MÉRLEGÉNEK SZERKEZETI SAJÁTOSSÁGAI ÉS AZ ALKALMAZKODÁS.....	18
4. A KÜLFÖLDI KÖTELEZETTSÉGEK NÖVEKEDÉSE (NIIP): AZ ADÓSSÁG.....	20
4.1. Mérlegösszefüggések .....	20
4.2. Magyarország: Az NIIP alakulása és az államadósság .....	22
5. A FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG JELENTŐSÉGÉNEK MEGVÁLTOZÁSA A GLOBALIZÁLÓDÁS ÚJABB SZAKASZÁBAN .....	27
6. A MONETÁRIS POLITIKA GLOBÁLIS KERETEIRŐL (GLOBAL LENDER OF LAST RESORT).....	32
7. A KÖLTSÉGVETÉSI POLITIKA KORLÁTAI A GLOBALIZÁLÓDÓ GAZDASÁGBAN .....	34
8. A GLOBÁLIS FESZÜLTSEGEK ÉS A KÜLFÖLDI BEFEKTETÉS ELVÁRT HOZAMA.....	35
8.1. A CAPM modell alkalmazása nemzetközi esetben (Global CAPM) .....	36
8. 2. Ország kockázat értékelése .....	36
9. KÖRNYEZETBARÁT GLOBALIZÁCIÓ: KERESKEDELEM HELYETT FDI .....	44
HIVATKOZÁSOK.....	45

## Ábrák jegyzéke

1. ábra: Globális tőkeáramlás, 1975-2009 .....	8
2. ábra: A tőkeáramlás összetevőinek alakulása 1980-2006.....	9
3. ábra: A nettó tőkeáramlás irányváltása.....	10
4. ábra: A fejlett országok részesedése a világkereskedelemben és a külföldi befektetésekben .....	11
5. ábra: Nemzetközi pénzügyi integráció: Külföldi eszközök és források összegének aránya a GDP-ben, lpari és feltörekvő országok (A+L)/GDP .....	12
6. ábra: Nemzetközi pénzügyi integráció: Külföldi eszközök és források összegének aránya az export és az import összegéhez.....	13
7. ábra: Nemzetközi pénzügyi integrációt korlátozó tényezők lebontása.....	14
8. ábra: A bankok nemzetközi tevékenységének bővülése.....	15
9. ábra: A bankok nemzetközi tevékenységének bővülése Forrás: Milesi-Ferreti – Tille [2011], Fig 7. , p. 51.....	16
10. ábra: GDP mérleg .....	18
11. ábra: GDP mérleg negatív külső egyenleggel.....	19
12. ábra: A nettó nemzetközi befektetési pozíció és az államadósság nemzetközi összehasonlításban (GDP arányában).....	24
13. ábra: Az adósság- és nem adósságjellegű külső tartozások állománya 2011 végén (GDP arányában) .....	25
14. ábra: Az államadósság és a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) várható alakulása Magyarországon (GDP arányában).....	26
15. ábra: Bruttó tőkeállományok a GDP százalékában az eltérő fejlettségű országokban .....	28
16. ábra: A flow és a nem flow jellegű változás az egyes országokban.....	29
17. ábra: A folyó fizetési mérleg egyensúlytalanság régióként jellemző tartósan eltérő jellemzőket mutat.....	30
18. ábra: A jegybanki tartalék kezelés és wealth fund vásárlások a GDP százalékában.....	32
19. ábra: CDS felár és a hitelminősítési kategóriák korrelációja Görögország esetében.....	38
20. ábra: CDS felár és a hitelminősítési kategóriák korrelációja.....	39
21. ábra: A CDS felár és a fizetési mérleg egyenlege.....	40
22. ábra: Kockázat semleges vs. "tényleges" csődvalószínűség. A CDS felárakban tükröződő csődvalószínűség .....	43

## Absztrakt

Az 1990-es évek után a kereskedelem bővülését többszörösen meghaladó ütemű pénzügyi globalizáció bontakozott ki. A tőkeáramlás mozgatói között dominánssá vált a részvény és értékpapír forgalom bővülése, melyet a vállalati profitok növekedése serkentett. A nettó tőkeáramlás kezdetben a fejlett országokból a feltörekvő országokba irányult, de az 1990-es évek végén és a 2000-es évek elején ez az irány megfordult, és dominánssá vált a feltörekvő országokba irányuló nettó tőkebeáramlás. Mindez azonban nem jelentette a fejlett országok háttérbe szorulását. Az 1990-től 2006-ig terjedő időszakban a fejlett országok súlya a világkereskedelemben 70 százalékról 58 százalékra csökkent, de ezen időszakban a fejlett országok külföldi pénzügyi pozíciója tovább növekedett és súlyuk a globális külföldi pénzügyi pozíciókon belül 83 százalékot ért el. A Pénzpiacok és a pénzügyi integráció az ipari országokban gyorsuló ütemben mélyültek. A pénzügyi eszközök és források aránya a GDP 100 százalékáról (1990) 300 százalékot meghaladó szintre emelkedett (2004) az ipari országokban, míg a feltörekvő országokban ez a mutató 90 százalékról 145 százalékra emelkedett. A globális pénzügyi integráció és a kereskedelmi integráció összevetésében figyelemre méltó, hogy a külföldi pénzügyi eszközök és források összegének aránya az export és import összegéhez 320 százalékról (1990) több mint 700 százalékra növekedett az ipari országokban 2004-re, míg a feltörekvőknél a mutató 160-190 százalék körül ingadozott az időszak egészében. A pénzpiacok mélyülését segítette a tőkeáramlást korlátozó akadályok lebontása, Kelet-Európa országainak beintegrálása a globális piacgazdaságba, valamint az árfolyamrendszerek liberalizálása. E folyamatban az országhatárokon átnyúló banki tevékenységek bővülése robbanásszerű méreteket öltött. A bankok teljes külföldi követeléseinek aránya a világ GDP-jéhez viszonyítva az 1999-dik évi 32 százalékról több mint 62 százalékra növekedett 2007-re.

Az országok globális kereskedelembé való integrálódásával és a tőkeáramlás globalizálódásával valamint a pénzügyi integráció elmélyülésével a gazdaságok működésének makroökonómiai keretei megváltoztak. Korábban a külfölddel való kapcsolatot a folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulása teremtette meg. Az egyensúlytalanság e mérleg kibillenésében öltött testet, ami az árfolyam változásán keresztül valamint a belső keresleti viszonyok alkalmazkodásán keresztül korrekciós mechanizmusokat indított be az egyensúly helyreállítása érdekében. Ez az alkalmazkodási folyamat továbbra is a gazdaságpolitika homlokterében áll, de az eladósodással és a külföldi kötelezettségek (NIIP) növekedésével a folyó fizetési mérlegnél és az ezzel kapcsolatos flow jellegű tényezőknél erősebb hatásokat vált ki a külföldi kötelezettségek (NIIP) alakulásán keresztül az állományok (stock jellegű tényezők) átértékelődése és állományváltozása. Ezek nagymértékben változékonyak és változásaik kiszámíthatatlanok (volatilitás), és mára már olyan nagyságrendeket értek el,

hogy az árfolyam alakulással való kölcsönhatásuk felülírja a folyó fizetési mérleg alakulásából adódó tényezők hatását. Az árfolyam és a folyófizetési mérleg közötti kapcsolat fellazult, az egyik megváltozásából nem következik a másik azonnali vagy jelentős alkalmazkodása.

A globális folyamatok a nemzeti gazdaságpolitika alakításában is éreztetik hatásukat. A jegybank kamatpolitikai autonómiájának megőrzése szabad tőkeáramlás mellett csak úgy lehetséges, ha feladja az árfolyam befolyásolásával kapcsolatos céljait. Viszont ha az árfolyam alakítása (védelme) különlegesen fontosá válik, akkor a kamatot kell ennek alárendelten alakítani, kényszerűen letérve az inflációs cél követése által diktált kamatpályától.

A költségvetési politikában is kényszerű korlátokat jelent a globalizáció. Például a gazdaságpolitika a tőkét és a termelési tényezőket terhelő adókat kénytelen csökkenteni, hogy az ország vonzó befektetési célpont tudjon maradni a többi országgal a forrásokért folyó versenyben. Az export versenyképességét rontó adótípusokat szintén kerülni kell a globális verseny keretei között. Ilyen esetben gyakran előtérbe kerül az ún. fiskális leértékelés, vagyis az ÁFA típusú forgalmi adók emelése, amelyek az exportot nem terhelik, és ösztönzést adnak az exportnak a belföldi felhasználással szemben, hasonlóan ahhoz, mint az árfolyam leértékelődése.

A külföldi befektetéssel kapcsolatos üzleti döntéseknél a globális piac és a helyi gazdaságpolitika keretei egyaránt fontos tényezők és ezek az üzleti kalkulációkba a befektetés elvárt hozamán keresztül jelennek meg a hagyományos üzletértékelési irodalom egyik ága szerint. A befektetés elvárt hozamával kapcsolatban a kockázati felár megragadásával, pontosabban a kockázati felár egyik fontos tényezőjével, az ország kockázattal foglalkozom ebbe az írásban. Az ország kockázat vagy csődkockázat mérése adott időpontban relatív összehasonlításokra alkalmazhatónak tűnik, mert az eltérő módszerekkel adódó mutató értékek az országok között hasonló sorrendeket jeleznek. Azonban maguk a mutatók nagyon eltérő, esetenként tízszeres nagyságú eltérést mutatnak a csődkockázat valószínűségében. E nagyságrendi eltérés azzal magyarázható, hogy maga a csődkockázat jelentős mértékben időpont és szituációfüggő, így az ár alapú piaci mértékek a globális kockázati helyzet függvényében jelentősen változó csődvalószínűséget eredményezhetnek.

A globalizáció előttünk álló újabb szakaszában várható, hogy a külföldi befektetések (FDI) szerepe ártértékelődik. Az irodalom jelenleg a vállalat külföldi terjeszkedését az export – licenc - FDI fejlődési pályán írja le az OLI paradigma szerint. Ez a megközelítés kifejezi, hogy az export kisebb közvetlen kockázatot és alacsonyabb szintű elkötelezettséget jelent, mint a leányvállalaton (FDI) keresztüli piacra lépés. Az energia

és a környezetterheléssel kapcsolatos költségek növekedése azonban várhatóan abba az irányba mutat, hogy az FDI előbbre kerül a preferált alternatívák között, mivel kisebb környezetterhelést jelent, mint az export.

## **Abstract**

The speed of financial globalization surpassed the growth of global trade many times since the 1990s. Capital flows were dominated by equity and bonds driven by the surge of corporate profits. The direction of net capital flows switched from emerging markets to developed economies. Developed economies, while losing their share in global trade, had been able to increase their share in global cross-border financial flows. The share of advanced countries in global trade fell from 70 percent in 1990 to 58 percent in 2006, while their share in global cross-border financial positions has increased to 83 percent. International financial integration progressed faster in industrial countries. The ratio of financial assets and liabilities to GDP in industrial countries has increased from around 100 percent of GDP in 1990 to above 300 percent of GDP by 2004, while the same ratio in emerging and developing economies has increase from around 90 percent to 145 percent during the same period. Comparing financial integration and trade integration the sum of external assets and liabilities in percent of the sum of exports and imports has increased from 320 percent in 1990 to over 700 percent in industrial economies by 2004, while the same ratio in emerging and developing countries fluctuated around 160-190 percent during the same period. Financial deepening were supported by the gradual abolition of the restrictions to capital flows, by the integration of Eastern Europe to the global economy, and by the liberalization of exchange rate systems. Cross border bank lending increase fast. Total foreign claims of banks in percent of world GDP has increased from 32 percent in 1999 to over 62 percent in 2007.

As a result of global trade integration and financial deepening the macroeconomic framework of national economies has changed profoundly. Previously, current account balances represented the link between domestic and external economic factors. External imbalances were equated by current account deficits and these deficits triggered corrective adjustments through exchange rate changes. Such adjustment mechanisms are still in the center of economic policies but the link between current account balances and exchange rate changes became weaker. With the towering global capital flows and accumulated net international investment positions (NIIP) changes in these stocks caused by either price induced revaluations or other stocks adjustment drive exchange rate developments dominating the impact of current account

balances on the exchange rate. Stock adjustments in NIIP are volatile and their correlation with exchange rate movements limits the impact of low frequency current account data on exchange rates.

Global capital flows limit the autonomy of monetary policy. The central banks are confronted with a choice between interest rate or exchange rate goals but only one of them can be adopted at a time when capital accounts are open. In periods when they would opt to defend their exchange rate they would have to adjust the interest rates accordingly as capital flows would dictate it.

Fiscal policy autonomy is also gone as the authorities are limited in the taxation of production factors not to undermine their competitiveness position in attracting foreign investments. Fiscal devaluation may still help exports when they increase taxes that are imposed on exports but make domestic and import consumption more expensive. Increasing turnover taxes is an example for fiscal devaluation that could enhance exports.

Domestic policies and global market conditions are evaluated in foreign investment decisions. These factors are taken into consideration when they decide on what equity risk premium measures are used. Market based measures of country default risks, calculated by using CDS spreads normally give a similar ranking among countries like the sovereign ratings based measures, but the probability of default may be very different depending on which measure was used. In a turbulent period like today, high frequency market information based calculation of country default probabilities are normally much higher than the ratings based calculations which are based on historical information for a longer time period.

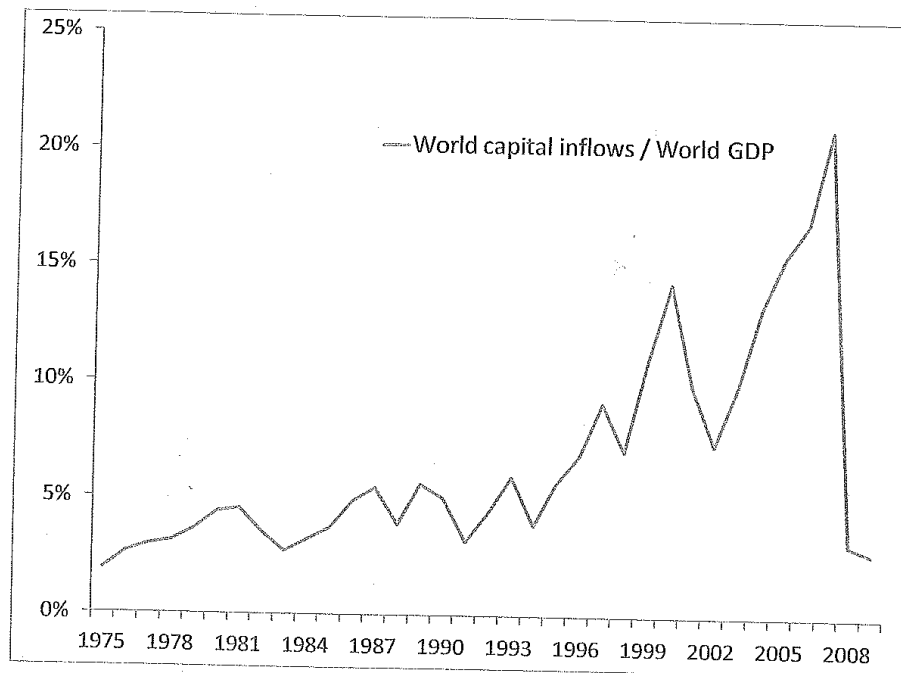
Traditional theories of internationalization follow a gradual approach starting with export, than selling license and finally establishing a foreign operation (FDI), as described the OLI eclectic paradigm. Current and expected future changes in energy prices, transportation and environmental awareness may change the focus and the process of internationalization. As transportation may become more of a burden on the environment FDI may prove to be much more attractive option than export.

## **1. Tőkeáramlás és a globalizáció: A globalizáció új szakasza**

A világereszkedelem (export) aránya a világ GDP-jében 1975 és 2007 között 15 százalékról 27 százalékra növekedett, közel megduplázódott (IMF [2011]). A tőkeáramlás ezen időszak alatt megtízszereződött. A

tőkebeáramlás a világ GDP-jéhez viszonyítva az 1975-ös 2 százalék körüli értékről 21 százalékra növekedett.

1. ábra: Globális tőkeáramlás, 1975-2009  
A globális tőkeáramlás a világ GDP százalékában



Note: sum of gross capital inflows across the world's countries, as a ratio of world GDP. Source: Lane and Milesi-Ferretti, EWN II database, and IMF, Balance of Payments Statistics.

Forrás: (Milesi-Ferreti – Tille [2011], Fig 1, p. 45.)

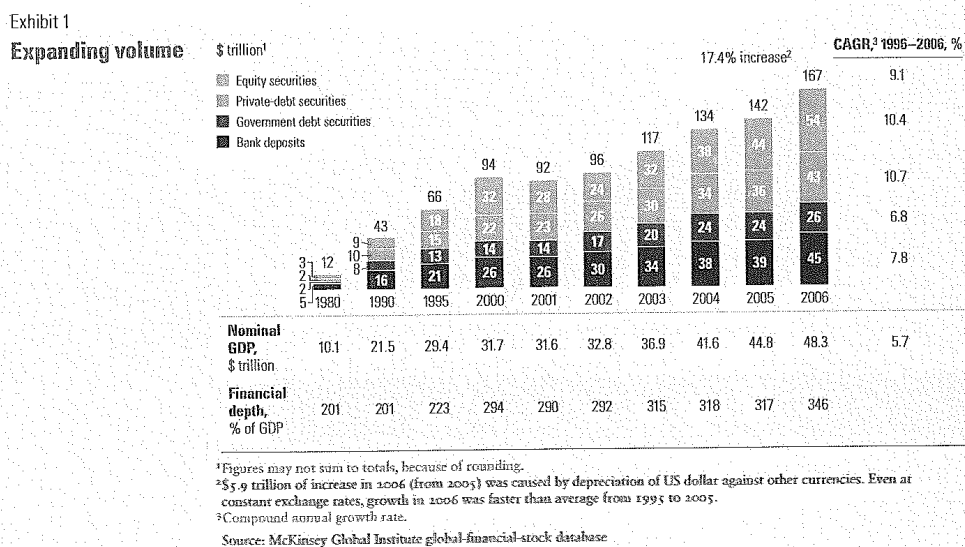
A globális tőkeáramlás növekedése különösen a 90-es évektől kezdődően gyorsult. A tőkepiacok fejlődése a 90-es évektől szinte minden eszközkategóriában gyors ütemben folyt. Egy McKinsey tanulmány (Farrel – Fölster – Lund [2008], Exhibit 1. 3. o.) arról számolt be, hogy a pénzügyi eszközök piacain az éves átlagos növekedési ütem 1996 és 2006 között 9,1 százalék volt. Ezen belül a részvények piacán 10,4 százalék, a vállalati adósságpapírok esetében 10,7 százalék, az államkötvények piacán 6,8 százalék és a bankbetéteknél 7,8 százalék volt. A pénzpiacok növekedése jelentősen meghaladta a GDP növekedés ütemét, különösen a fejlett országok esetében, így a pénzpiacok mélyülése gyors ütemben bontakozott ki. 1990 csupán 33 ország esetében haladta meg a pénzügyi eszközök összege a GDP nagyságát (Financial deepening). Ez a szám 2006-ra több mint megduplázódott és 72 ország esetében haladta meg a pénzpiacok mérete a GDP nagyságát. Míg 1990-ben csupán két ország esetében haladta meg a pénzügyi mélység



mutatója a 300 százalékot, azonban 2006-ban már 26 ország esetében haladta meg a pénzügyi eszközeinek összege a GDP háromszorosát. A pénzpiacok gyors mélyülése globális aggregátumok szintjén is jelentős ütemben folytatódott és 2006-ra a világ összes pénzügyi eszközei a világ GDP-jének 3,5-szeresére növekedett. Mely tényezők váltották ki és dominálták ezt a folyamatot?

A pénzügyi eszközök globális növekedésének közel fele a növekvő vállalati profitok nyomán növekvő részvénypiacból származott. (Farrel – Fölster – Lund [2008], 4. o.) A globális tőkeáramlás motorja a kezdeti időszakban az FDI volt, és a határokon átnyúló befektetések növelték a világgazdaságban a pénzügyi összefonódást, de egyben elkezdődött a feltörekvő gazdaságok térnyerése a fejlődőkkel szemben.

2. ábra: A tőkeáramlás összetevőinek alakulása 1980-2006  
Részvény, vállalati kötvény, állampapír, bankbetét



Forrás: (Farrel – Fölster – Lund [2008], Exhibit 1. 3. o.)

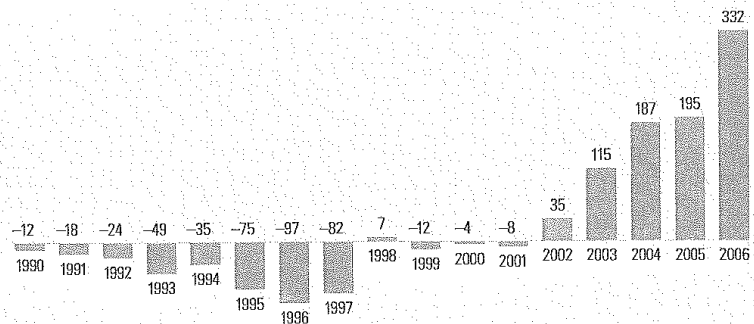
A nettó tőkeáramlás iránya megfordult, és 2002-től kezdődően a feltörekvő országokból a fejlett országok felé áramlott több tőke (Farrel – Fölster – Lund [2008], Exhibit 5, 8. o.)

### 3. ábra: A nettó tőkeáramlás irányváltása

Exhibit 5

#### A multiple effect

Net capital flows in emerging markets<sup>1</sup> (capital outflows minus capital inflows),  
\$ billion (constant 2006 exchange rates)



<sup>1</sup> 4 emerging markets, including Argentina, Brazil, China, Czech Republic, India, Indonesia, Philippines, Poland, Russia, South Korea, Thailand, Turkey.

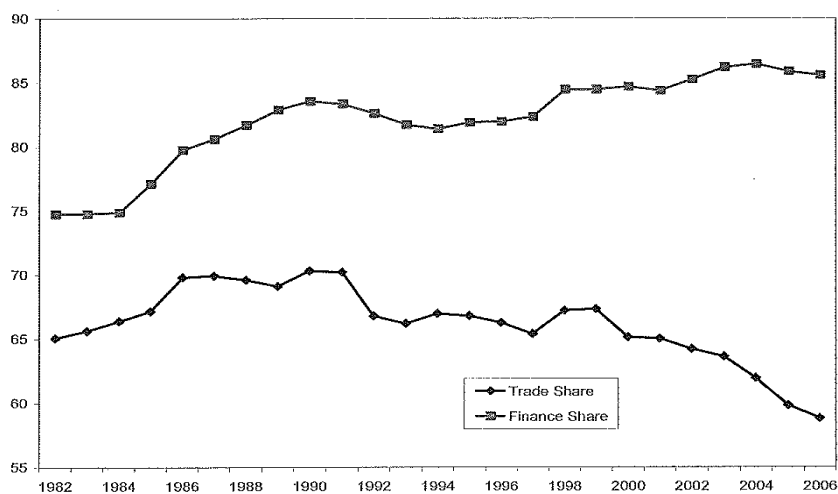
Source: McKinsey Global Institute analysis

Forrás: Farrel – Fölster – Lund [2008], Exhibit 5. 8. o.

Mindez azonban nem jelenti a fejlett országok háttérbe szorulását, mert miközben a kereskedelemben betöltött súlyuk valóban csökken, a határokon átnyúló pénzügyi pozíciókban jelentősen növekedett a súlyuk (Lane – Milesi-Ferretti [2008], Fig 1. 328. o.). Ennek a tendenciának egy más vetületét mutatja a külföldi eszközök és kötelezettségek GDP-re vetített (Lane – Milesi-Ferretti [2007], Fig 3. 235. o.) vagy az exportra vetített (Lane – Milesi-Ferretti [2007], Fig 4. 236. o.) arányának alakulása az iparosodott országok és a feltörekvő és fejlődő országok összevetésében.

4. ábra: A fejlett országok részesedése a világkereskedelemben és a külföldi befektetéseiben

Share of advanced countries in world trade and cross-border financial positions.



Note: Authors' calculations based on Lane and Milesi-Ferretti (2007) and WDI data.

Table 1. Global Shares of Advanced Countries

Global Totals	1996	2006	External Categories	1996	2006
Trade	67.4	58.4	Debt assets	84.0	88.6
Stock market capitalization	87.9	83.3	Debt liabilities	80.3	90.3
Debt securities outstanding	93.8	90.9	Portfolio equity assets	92.6	90.8
Bank deposits	87.2	79.1	Portfolio equity liabilities	90.1	86.2
Foreign assets	84.2	85.6	FDI assets	90.2	89.1
Foreign liabilities	81.1	86.5	FDI liabilities	72.3	73.8
			Reserves	48.3	28.3

Note: Authors' calculations based on Lane and Milesi-Ferretti (2007), IFS, WDI, World Bank and Global Financial Data for financial sector data.

Forrás: Lane – Milesi-Ferretti [2008], Fig 1. 328. o.

5. ábra: Nemzetközi pénzügyi integráció: Külföldi eszközök és források összegének aránya a GDP-ben, Ipari és feltörekvő országok (A+L)/GDP

*P.R. Lane, G.M. Milesi-Ferretti / Journal of International Economics 73 (2007) 223–250*

235

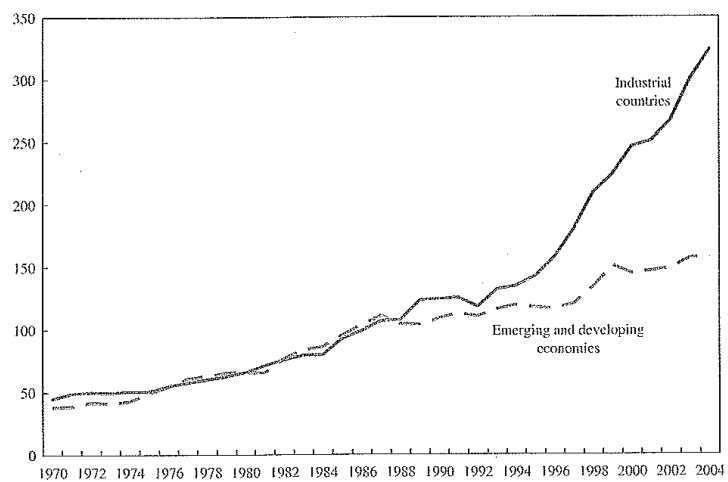


Fig. 3. International financial integration, 1970–2004. Note: Ratio of sum of foreign assets and liabilities to GDP, 1970–2004.

Forrás: Lane – Milesi-Ferretti [2007], Fig 3. 235. o.

6. ábra: Nemzetközi pénzügyi integráció: Külföldi eszközök és források összegének aránya az export és az import összegéhez

Ipari és feltörekvő országok  
(A+L)/export

236

*P.R. Lane, G.M. Milesi-Ferretti / Journal of International Economics 73 (2007) 223–250*

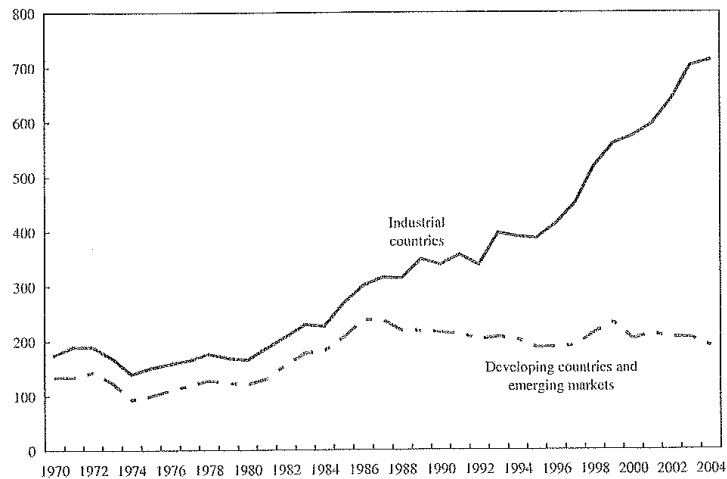
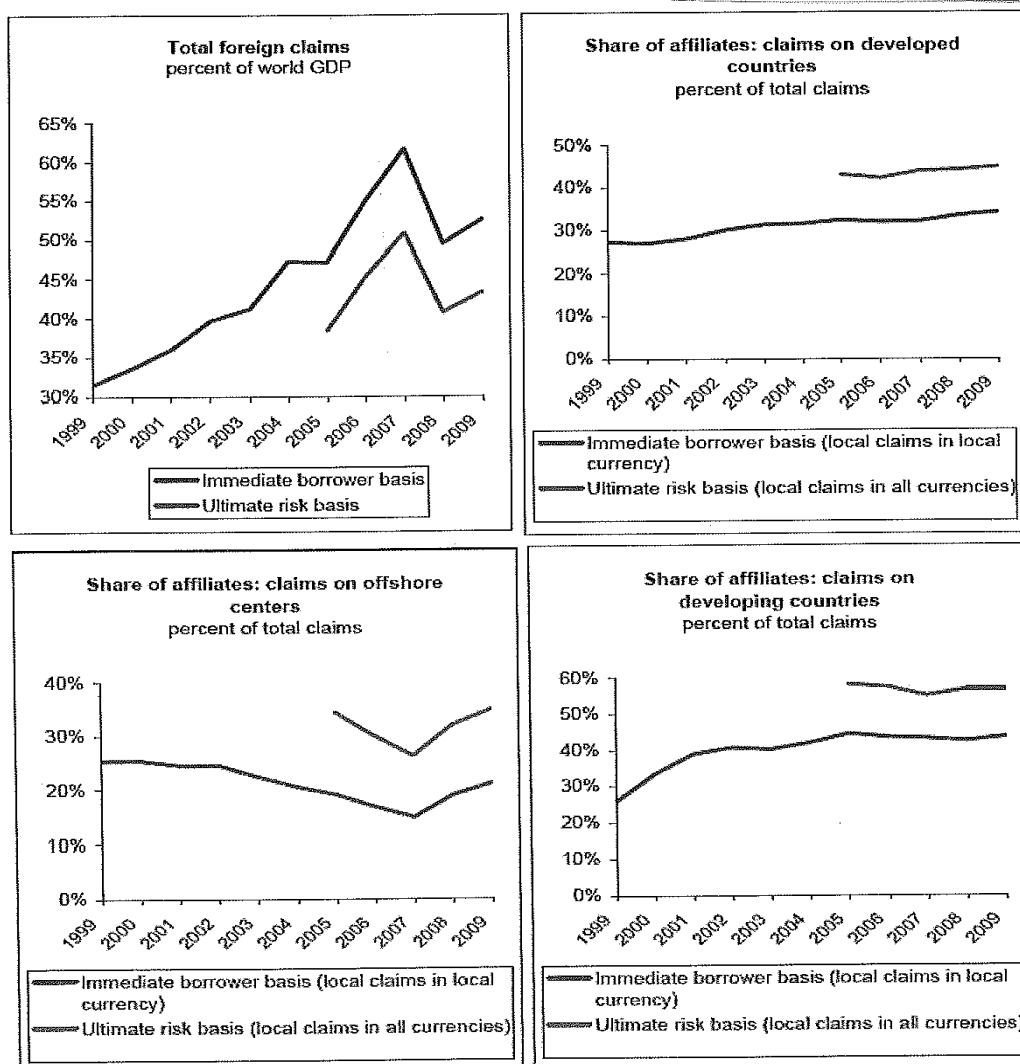


Fig. 4. Financial integration versus trade integration, 1970–2004. Note: Sum of external assets and liabilities in percent of sum of exports and imports.

Forrás: Lane – Milesi-Ferretti [2007], Fig 4. 236. o.

A tőkeáramlás gyorsulását segítette az ezek útjában álló pénzügyi és tőkeáramlási korlátozások lebontása (Milesi-Ferreti – Tille [2011], Fig 4, p. 48.).

7. ábra: Nemzetközi pénzügyi integrációt korlátozó tényezők lebontása



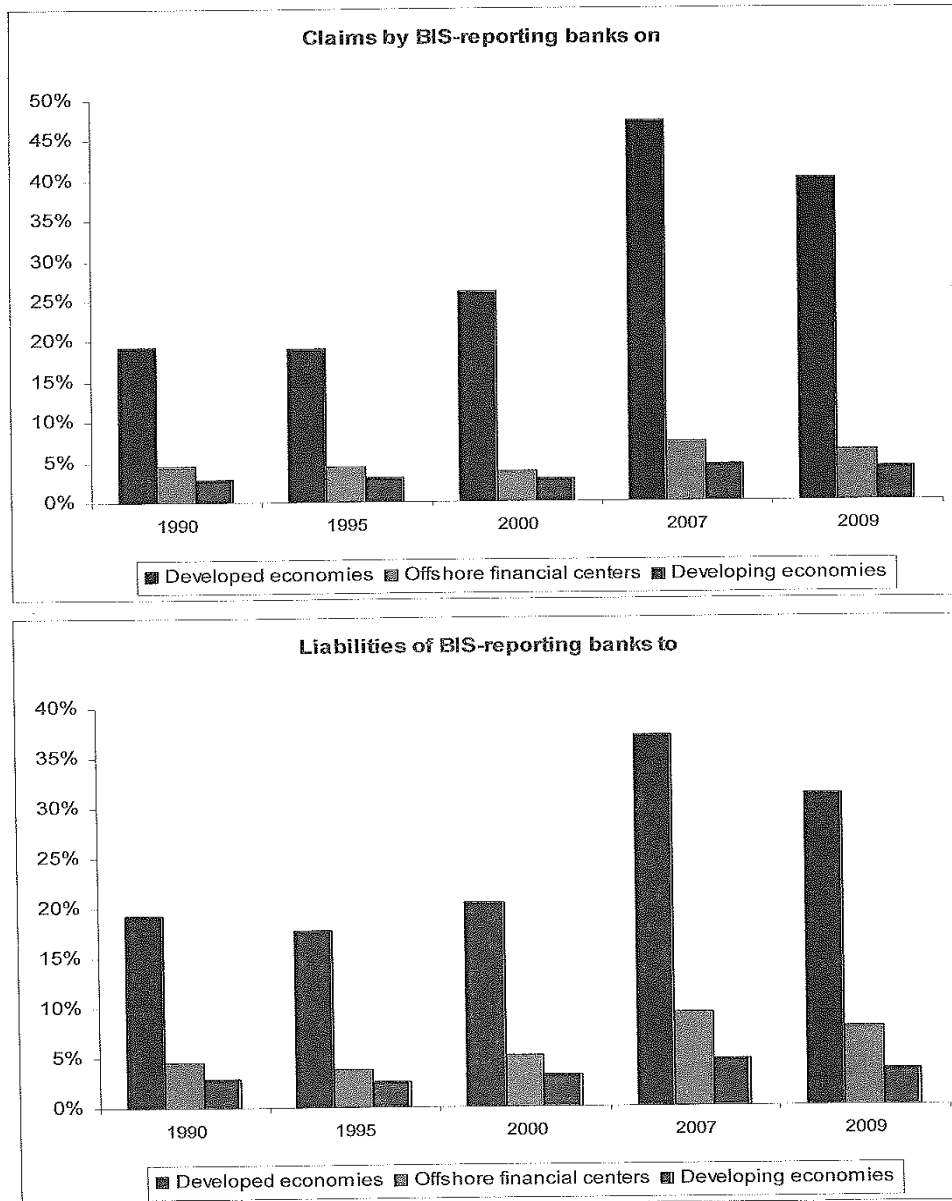
Source: BIS consolidated banking statistics. International bank exposures (foreign claims) takes the form of A) cross-border claims, B) claims through local affiliates in foreign currency and C) claims through local affiliates in local currency. The data on the "immediate borrower" basis split "international claims" (A+B and C) but do not include cross-border claims separately. The data on the "ultimate risk" basis distinguish between cross border claims and claims through local affiliates in all currencies (B+C), but start only in 2005 and cover a narrower set of banks.

Forrás: Milesi-Ferreti – Tille [2011], Fig 4, p. 48.

A pénzügyi globalizáció növekedése különösen gyors volt a bankszektor esetében, azon belül is a fejlett országok bankjai terjeszkedtek külföldre, gyakran szabályozási korlátok megkerülése érdekében is. (Milesi-Ferreti – Tille [2011], Fig 5 és 7., p. 49-51.)

8. ábra: A bankok nemzetközi tevékenységének bővülése

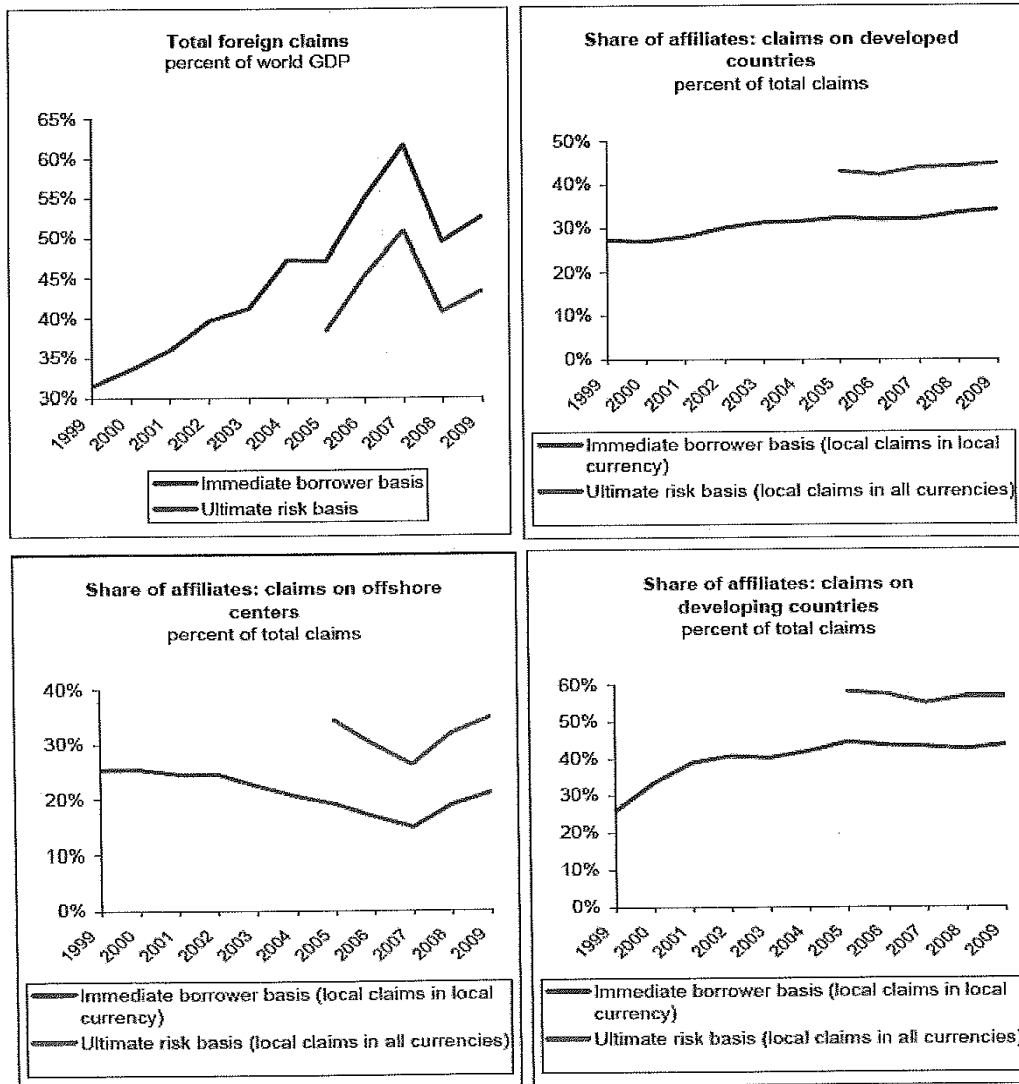
Cross border bank lending  
Holdings at year-end, percent of world GDP.



Source: BIS locational banking statistics.

Forrás: (Milesi-Ferreti – Tille [2011], Fig 5., p. 49.

9. ábra: A bankok nemzetközi tevékenységének bővülése



Source: BIS consolidated banking statistics. International bank exposures (foreign claims) takes the form of A) cross-border claims, B) claims through local affiliates in foreign currency and C) claims through local affiliates in local currency. The data on the "immediate borrower" basis split "international claims" (A+B and C) but do not include cross-border claims separately. The data on the "ultimate risk" basis distinguish between cross border claims and claims through local affiliates in all currencies (B+C), but start only in 2005 and cover a narrower set of banks.

Forrás: Milesi-Ferreti – Tille [2011], Fig 7. , p. 51.

A globalizációnak az elmúlt húsz évben kibontakozó új korszakát a világkereskedelem bővülésének ütemét ötszörösen meghaladó ütemű pénzügyi mélyülés jellemezte, melynek során a pénzügyi eszközök a GDP bővülését jelentős ütemben meghaladó mértékben növekedtek, és 2006-ra a világ összes pénzügyi eszköze a világ GDP-jének a 3.5-szeresére növekedett. A bővülés során a részvénypiacok jelentős szerepet játszottak, növekedésüket a globalizálódó vállalati szektor profitja (és profitkilátásai) serkentette. A pénzügyi



eszközök súlyának növekedése a globális méreteket öltő pénzügyi összefonódás szorosabbá válásával együtt ment végbe. E folyamatban a globális piacokat kiépítő bankok kulcsszerepet játszottak. Bár a kereskedelem bővülésében a feltörekvő országok javították pozícióikat a fejlettekkel szemben és a tőkeáramlásban is jelentős térnyerés következett be a javukra, a bankokon keresztül végbemenő pénzügyi globalizációban a fejlett országok bankjai domináltak. A vezető bankok immár globális szereplők a pénz és tőkepiacokon, globális összefonódásaik erősebbek, mint az egyes országoktól és azok gazdaságaitól való függőségük. A tőkeáramlás utóbbi időszakban érzékelhető irányváltásai még nem változtattak azon a tényen, hogy a globális pénzügyi eszközök döntő mértékben a fejlett országok tulajdonában koncentráálódtak.

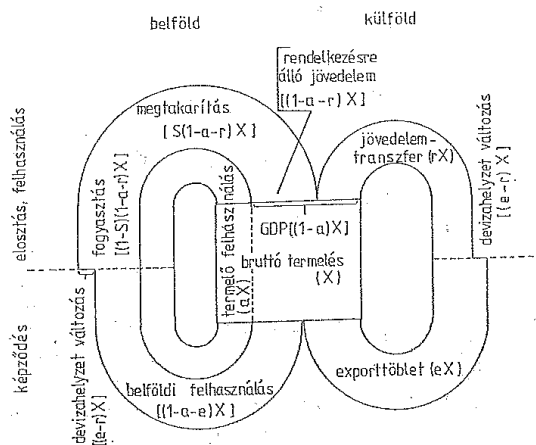
A mai válsághoz ez az út vezetett, és ebből a történetből sokan azt az elhamarkodott következtetést vonják le, hogy a mai válság oka a bankszektor globalizációjának nagy tempója volt. Mi ezt a véleményt nem osztjuk, de hogy a vélekedésekben tükröződő érvelés egyoldalúságára, lényeges összefüggéseket figyelmen kívül hagyó tévedésére utaljunk, még át kell tekinteni a gazdaságok külföldi kötelezettségeinek (nettó külföldi befektetési pozíciójának, NIIP), vagyis az eladósodásnak a szerepét a mai helyzetben. Az eladósodás ténye ugyanis nem a bankszektor globalizációjából, hanem gazdaságpolitikai választásokból vezethető le.

## **2. Makroökonómiai összefüggések és determinációk**

A globális tendenciák áttekintése után most rátérünk az egyes országok előtt álló kihívások és lehetőségek kereteinek felvázolására. A globális áru és pénzpiacok világában a nemzetgazdaságok külső és belső alkalmazkodási folyamatainak sematikus keretbe illesztésére egy korábbi sémából indulok ki (Ábel – Führinger 1987). A GDP forrás és felhasználási összefüggései kapcsolatot teremtenek a gazdaság belső termelési és felhasználási (fogyasztási és felhalmozási) jellemzőinek és a külső (külpiazi és külföldi finanszírozási) viszonyainak értékelése között. A GDP mérleg főbb tételei kapcsolatát sematikusán úgy fogalmazhatjuk meg, hogy az ábrán látató módon a belföldön rendelkezésre álló jövedelem és a belföldi felhasználás különbsége megadja az ország finanszírozási képességét vagy igényét. Ha belföldön többet költünk, mint amennyi rendelkezésünkre áll, akkor ezt a külföldnek kell megfinanszíroznia. Hasonlóképpen a külföld felé fennálló kötelezettségeink (adósság, külföldiek nálunk befektetett eszközei utáni hozam) finanszírozása korlátozza a belföldön rendelkezésre álló jövedelem nagyságát.

10. ábra: GDP mérleg

A jövedelem termelése és felhasználása



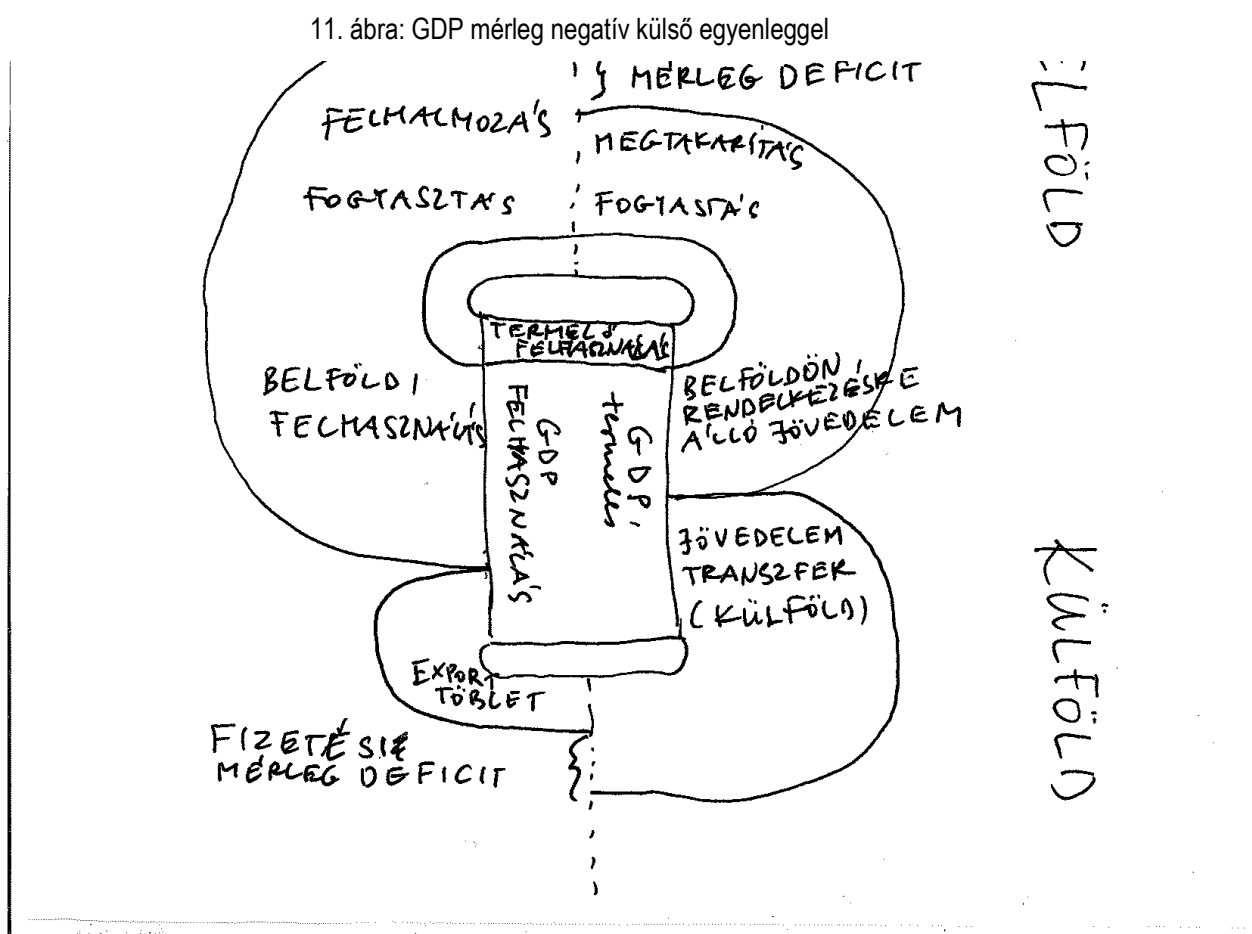
Forrás: Ábel – Führinger 1987

### 3. A kelet-európai országok GDP mérlegének szerkezeti sajátosságai és az alkalmazkodás

A kelet-európai országok a globalizációnak az 1990-es évektől kibontakozó új szakaszában jelentős szerepet játszottak. Egyrészt a globalizáció e szakaszának éppen az az egyik fontos jellemzője, hogy ezt a régiót nem puszán bekapcsolta, hanem integrálta a globális piacgazdaságba. Tette ezt a határok megnyitásával, majd az Európai Unióba vezető úton való elindítással és eredményes célba juttatással. A kezdeti időszakban jelentős tőkét vonzottak a régió privatizációs és intézményi modernizációs lépései. Minden ország e régióban kisebb nagyobb államadóssággal vágott neki ennek az útnak és a piacgazdaságra való áttérésben a külföldi tőke (FDI) úttörő szerepet vitt. A modernizációs folyamatban a beruházások importigénye tartós fizetési mérleg deficiteket eredményezett annak ellenére, hogy kezdetben az FDI-ra alapozott modernizáció exportorientált volt, és később, a piacgazdaság kiépülésével a versenyképesnek bizonyuló magyar tulajdonú vállalatok is az export útján tudják fenntartani a fejlődésüket. A modern kapacitásaik gazdaságos

kihasználása a belső piacon gyakran nehézségekbe ütközne, és az üzleti fejlődés egyetlen lehetőségét az exportba való közvetlen vagy közvetett bekapcsolódás kínálja. A helyi multinacionális vállalatoknak való beszállítói pozíciók megszerzése az exporthoz való közvetett kapcsolódás lehetőségét ígéri, de e lehetőségek igen korlátozottak, mert a multik kockázatkerülési okokból is inkább megtartják korábbi beszállítóikat és csak vonakodva kísérleteznek hazai cégekkel való együttműködéssel.

A régió gazdaságait a fizetési mérleg deficit jellemzi, amit a 11. ábrán szemléltetünk.



Forrás: Ábel – Führinger 1987

Ez a makroökonómiai jövedelemtermelési és felhasználási struktúra sajátos alkalmazkodási kényszerrel jár. A jelentős eladósodás miatt a külföldre irányuló jövedelemtranszfer kamat és egyéb transzferek útján a belföldön megtermelt jövedelmek itteni felhasználását korlátozza. A beruházások fenntartásához a korábban megszokottnál nagyobb arányú megtakarításra lenne szükség. Ugyanakkor a megtakarítási igényt az állam hiányfinanszírozási szükséglete is feszíti.

## 4. A külföldi kötelezettségek növekedése (NIIP): Az adósság

### 4.1. Mérlegösszefüggések

A régió gazdaságait az adósság kényszerpályára kényszerítette. Az adósság finanszírozása egyre nagyobb megtakarítást igényelne, a jövedelemtermelés növekedése azonban elmarad, a megtakarítások hiánya a beruházásokat sújtja, és a gazdaság eladósodási spirálba került. Ez a helyzet a külföldi kötelezettségek makro mutatóját, a nettó befektetési pozíciót (NIIP) a gazdaságpolitikai megfontolások fókuszába helyezte. Ebben a részben ezt az összefüggés rendszert tekintjük át röviden.

A nettó befektetési pozíció vagy röviden külföldi kötelezettség (NIIP: Net International Investment Position) gazdasági következményeit Obstfeld (2012a) írását követve mutatom be. A következő jelölést használjuk:

$A(t)$ : assets (Külföldi befektetések) piaci értéke a  $t$  időpontban

$L(t)$ : Liabilities (külföldi kötelezettségek) piaci értéke a  $t$  időpontban

A nettó külföldi kötelezettség tehát az alábbi formát ölti:

(1)

A külföldi kötelezettségek alakulását a lakossági és a költségvetési jövedelem korlátok felhasználásával bontjuk főbb elemeire:

Lakosság mérlege (budget constraint):

$$(2) \quad V(t) + D(t) + A(t) - L(t) = C(t) + T(t) - W(t)$$

ahol

$V(t)$  a hazai lakosok tőkére vonatkozó követeléseinek nominális piaci értéke a  $t$  időpontban

$D(t)$  a nettó államadósság nominális értéke a  $t$  időpontban

$\bar{C}(t)$  a lakosság jelen és jövőbeli fogyasztásának a  $t$  időpontra diszkontált értéke (várható érték)

$\bar{T}(t)$  az adók jelenlegi és jövőbeli nominális értékének a  $t$  időpontra diszkontált értéke<sup>2</sup>(várható érték)

$\bar{W}(t)$  a nominális bérek a  $t$  időpontra diszkontált értéke (várható érték)

---

<sup>2</sup> Az állami bevételeknél az adókat általános értelemben vesszük, de a pénzmennyiséggel kapcsolatos seignorage bevételekkel vagy privatizációs és hasonló vagyontranszferekkel (koncessziós díjakkal) kapcsolatos egyszeri bevételeket (stock-flow adjustment) figyelmen kívül hagyjuk

Az államadósság mértékét fenntarthatónak tekintjük, ha az a jelen és a jövőbeli kiadások és bevételek egyenlegének jelenre diszkontált értékét nem haladja meg (government budget constraint):

$$(3) \quad D(t) = T(t) - G(t)$$

ahol

$\tilde{G}(t)$  a jelen és jövőbeli nominális költségvetési kiadások értékének a  $t$  időpontra diszkontált értéke<sup>3</sup>(várható érték).

A lakosság tőkére vonatkozó követeléseinek nominális piaci értéke a  $t$  időpontban várható értéken a jövőbeli osztalékok várható értéke. Az osztalék makroszinten a GDP ( $Y$ ), a bérköltség ( $W$ ) és a beruházás ( $I$ ) különbsége:

$$(4) \quad V(t) = Y(t) - W(t) - I(t)$$

ahol

$\tilde{Y}(t)$  a GDP jelenlegi és jövőbeli nominális értékének a  $t$  időpontra diszkontált értéke (várható érték)

$\tilde{W}(t)$  a bérköltség jelenlegi és jövőbeli nominális értékének a  $t$  időpontra diszkontált értéke (várható érték)

$\tilde{I}(t)$  a beruházás jelenlegi és jövőbeli nominális értékének a  $t$  időpontra diszkontált értéke (várható érték)

A (2)-(4) egyenletek felhasználásával adódik az alábbi összefüggés az NIIP-re:

$$(5) \quad A(t) - L(t) = C(t) + G(t) + I(t) - Y(t)$$

Az (5) egyenlet jobb oldalán a nettó export (exporttöbblet) mínusz egyszerese szerepel. Ezt a képletet a magyar esetre jellemző, vagyis a negatív NIIP esetében úgy értelmezhetjük, hogy *a nettó külföldi kötelezettségeink jelenlegi szintje mekkora jövőbeli exporttöbbletet követel meg. Ha a jövőbeli exporttöbblet jelenre diszkontált értéke ennél kisebb, akkor az NIIP fenntarthatatlan eladósodást jelent.*

A gazdaságpolitika gyakran emlegetett csodafegyvere helyzetünk javítására a gyenge forint, ami az importot drágítva és az exportot ösztönözve segíthet a hazai vállalkozóon. Ez az elgondolás bizonyos feltételek mellett még akár igaz is lehetne, a mi esetünkben azonban inkább ennek az ellenkezője valószínű. Egyrészt a magyar gazdaságra jellemző  $A(t) - L(t) < 0$  esetben a forint árfolyam emelkedése (a forint leértékelődése) a külföldi kötelezettség növekedésével jár együtt, a NIIP még nagyobb negatív értéket vesz fel. Az árfolyam gyengülés tehát rontja a gazdaság kilátásait, és a fenntarthatóság csak nagyobb

---

<sup>3</sup> Az állami kiadásokat a szokásos általános értelemben vesszük, de az állami tulajdonszerzéssel és hasonló vagyontranszferekkel kapcsolatos egyszeri kiadásokat (stock-flow adjustment) figyelmen kívül hagyjuk.

exporttöbblettel őrizhető meg. Kérdés, hogy a gyengébb árfolyamból adódó exporttöbblettel növekedés mértéke eléri-e a kritikus mértéket, pusztán a növekedés nem elég, fontos, hogy a mérték meghaladja a fenti összefüggés által meghatározott romlás mértékét.

A másik problémát az okozza, hogy az árfolyam romlása a gazdaság finanszírozási feltételeit is rontja. Ezzel kapcsolatban csak egy elemet ragadok itt ki, a külföldiek hozamkövetelményét, amire egy későbbi részben még részletesebben vissza fogok térni. A külföldi hozamkövetelmények emelkedése negatív nettó külföldi befektetési pozíció (negatív NIIP) esetén szintén a helyzet romlását okozza, mert a negatív nettó pozíció miatt a hozamok növekedéséből adódó eszközoldali növekedés kisebb, mint a hozamok miatt drágábbá váló adósságfinanszírozás megnövekedett terhe a kötelezettségekkel kapcsolatban. Ebből az is következik, hogy a külföldi hozamkövetelmény emelkedése megnöveli a külföldi kötelezettségek fenntarthatóságának biztosításához szükséges exporttöbbleteket.

## **4.2. Magyarország: Az NIIP alakulása és az államadósság**

A külföldi kötelezettségek GDP-re vetített aránya Magyarország esetében kiemelkedően magas. Az 1. táblázatban szereplő nemzetközi összevetés tanúsága szerint Magyarország e mutató szerint a világ legeladósodottabb országai között szerepel.

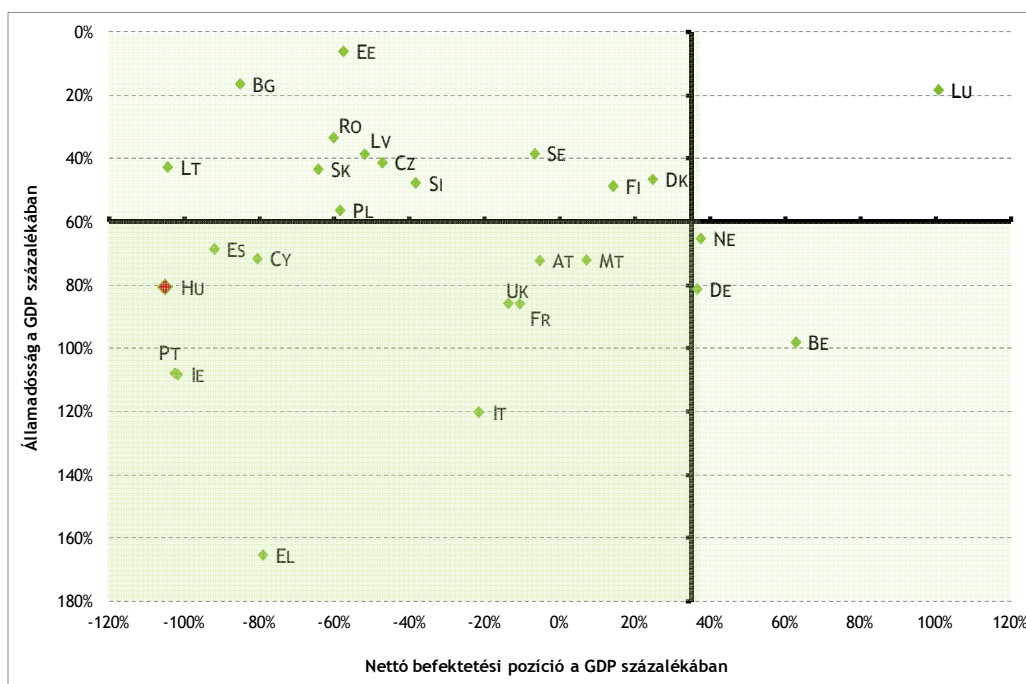
1. táblázat: A világ legnagyobb adóssai: NIIP/GDP, 2010, (A külföldi kötelezettség (nettó) a GDP százalékában)

ország	NIIP/GDP százalékban
Izland	-673,1
Magyarország	-116,9
Portugália	-116,6
Bulgária	-103,4
Írország	-98,4
Görögország	-98,1
Spanyolország	-88,4
Új-Zéland	-87,0
Lettország	-82,9
Szlovákia	-72,9

Forrás: Philip R. Lane, The Macroeconomics of BOP, előadás, 23-02-2012

Az adósságon belül külön is figyelemre méltó az államadósság. Magyarország államadóssága a GDP százalékában mért 80 százalék körüli szintjével nemzetközileg is magasnak számít. A 2. ábrán az államadósságot és a gazdaság külföldi kötelezettségeit összevetve Magyarország mindét tényező szerint eladósodottnak minősül, azonban az NIIP-t vizsgálva hazánk rendelkezik a legmagasabb értékkel. Az alábbiakban Hoffmann, [2012] írására támaszkodom.

12. ábra: A nettó nemzetközi befektetési pozíció és az államadósság nemzetközi összehasonlításban (GDP arányában)

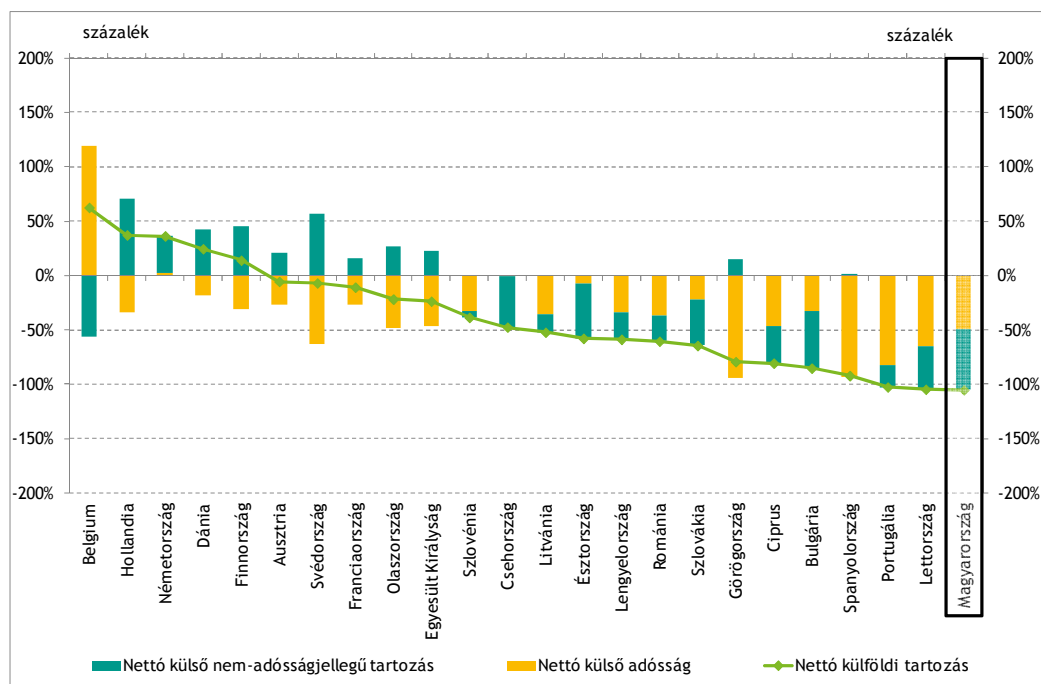


Forrás: Hoffmann Mihály [2012]

A külföldi kötelezettségeken belül adósság és nem-adósságjellegű tartozásokat különböztetünk meg. Magyarországon - összhangban a relatíve magas működő tőke állománnyal - viszonylag magas a nem-adósságjellegű tartozások aránya a teljes tartozáson belül, sőt a GDP-hez viszonyítva hazánk rendelkezik a második legmagasabb nem-adósságjellegű tartozásállománnyal. A külső adósság vonatkozásában is jelentős hazánk eladósodottsága, európai összevetésben itt is a legnagyobb adóssággal rendelkező tagállamok közé tartozunk.



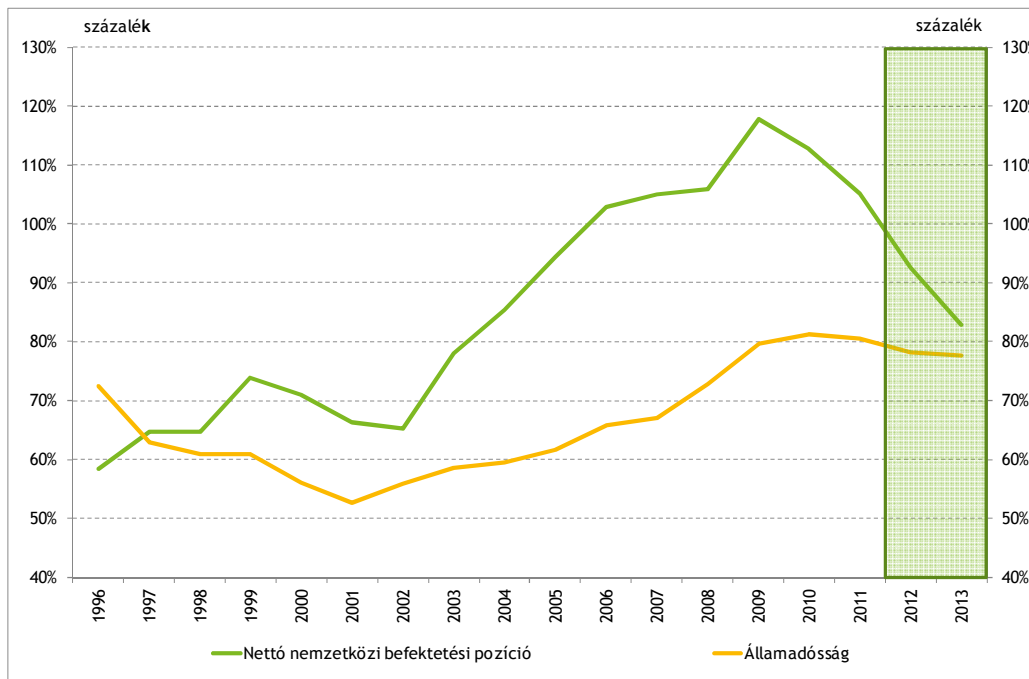
13. ábra: Az adósság- és nem adósságjellegű külső tartozások állománya 2011 végén (GDP arányában)



Forrás: Hoffmann Mihály [2012]

Az MNB előrejelzése alapján (Hoffmann, [2012]) az NIIP 2013 végéig – a külső egyensúlyi többlet magas szintje mellett – 83 százalék közelébe mérséklődhet, azonban még ez is jelentősen magasnak számít. Az Európai Unió Makrogazdasági Egyensúlytalansági Eljárása (Macroeconomic Imbalance Procedure – MIP) erre a mutatóra vonatkozóan a -35 százalékban határozta meg a határértéket, aminél rosszabb pozíciót az egyensúlytalanság szempontjából vizsgálandónak tekint. A következő két évben a várhatóan növekvő külső finanszírozási képességünk eredményeképpen tovább mérséklődhet külső tartozásállományunk. Amennyiben a külső többletünk hosszabb távon fokozatosan csökken (esetleg újra hiányba fordul), az NIIP mérséklődése lelassulhat, így belátható időn belül a 35 százalékos határérték elérése nem reális Magyarország esetében. Az államadósság ugyancsak mérséklődhet a következő években, 2013 végéig azonban – a gyenge növekedés és a magas kamatszint miatt - nem várható látványos csökkenés. Természetesen a hosszabb távú folyamatokat erőteljesen befolyásolják a növekedési kilátások vagy éppen a külső finanszírozási költségeink alakulása (kockázati prémium).

14. ábra: Az államadósság és a nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) várható alakulása Magyarországon (GDP arányában)



Forrás: Hoffmann Mihály [2012]

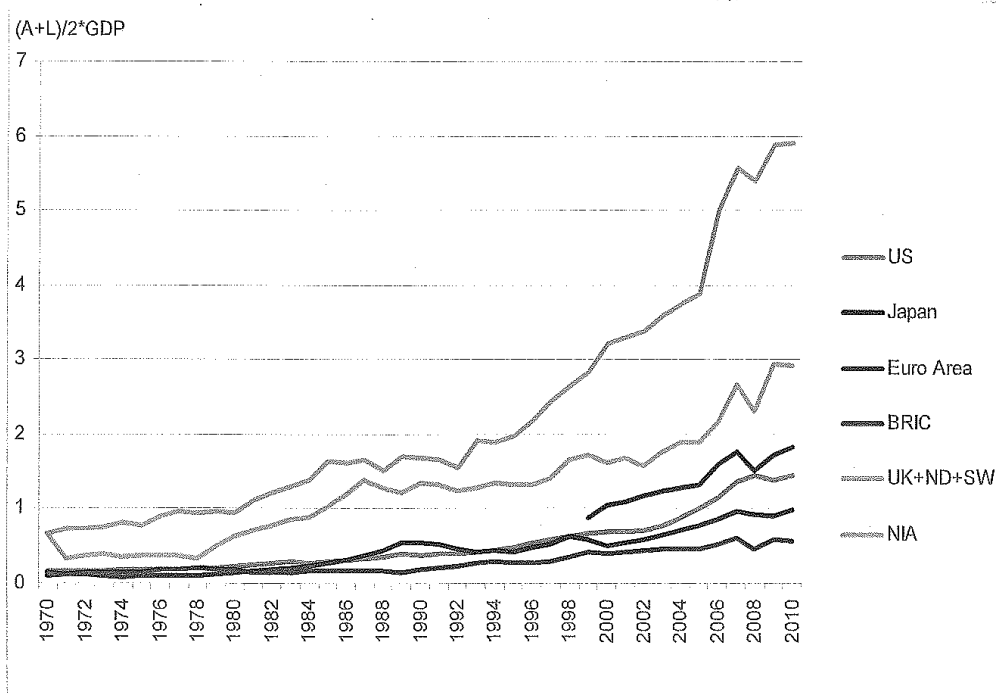
A nettó nemzetközi befektetési pozíció (NIIP) jelentősen negatív értéke fontos szerepet játszik a gazdaságélénkítési politika törekvéseinek értékelésénél. A gyengébb forintárfolyamnak tulajdonított exportösztönzés és importvisszafogás délibábjára épülő gazdaságélénkítési stratégia Magyarország esetében súlyosan elhibázott. Kérdéses ugyanis, hogy olyan gazdaság esetében, ahol az export döntő részét olyan multinacionális társaságok adják, amelyek lényegében nem függenek a magyar gazdaságpolitikától, mert könyvelésüket, kalkulációikat eleve euróban végzik, finanszírozásuk szintén nem a forintpiac szeszélyeitől függ, miféle exportösztönzés várható az árfolyam gyengülésétől. Ilyen gazdaságok esetében meg nyilvánvalóbb, hogy az árfolyam alapú fizetési mérleg alkalmazkodás feltételezett mechanizmusa ma érvényét veszítette. Itt még inkább érvényes, hogy a fizetési mérleg alkalmazkodás inkább függ a tőke (adósság) állományoktól és ezen állományok értékváltozásaitól, mint maguktól azoktól a flow változóktól, amivel az árfolyamváltozás közvetlen kapcsolatban van. z utóbbi esetben is inkább arról beszélhetünk, hogy a flow-k mozgatják az árfolyamot, mintsem fordítva. Az árfolyam gyengülése az adósságon (NIIP) keresztül egyértelműen helyzetromlást eredményez, az adósság átértékelése miatt növeli azt. E helyzetromlás semmit nem segít a növekedésnek, sőt megterheli azt, az adósság fenntarthatósága érdekében nagyobb exporttöbbletet kényszerít ki. Ily módon talán igazolható, hogy az árfolyam gyengülés az exporttöbblet növekedését eredményezi, ez azonban az adósság átárazódása miatt legjobb esetben is csak a helyben maradáshoz elegendő, és nem a növekedés élénküléséhez.

## 5. A folyó fizetési mérleg jelentőségének megváltozása a globalizálódás újabb szakaszában

Mielőtt a hozamkövetelményekkel részletesebben foglalkoznánk, előbb a folyó fizetési mérleg makrogazdasági jelentésének módosulását tisztázzuk. A folyó fizetési mérleg és a gazdaságok alkalmazkodási kényszerei közötti sematikus kapcsolatot már érintettük a GDP mérleg szerkezeti sajátosságai kapcsán. Ez a keret alkalmas számos gazdaságpolitikai kérdés megragadására. Az alábbiakban Obstfeld [2012a] írását követve azt mutatjuk be, hogy a globális gazdaságban a fizetési mérleg szerepe, közgazdasági jelentősége is alapvetően megváltozott, jelentősége háttérbe szorult. Mielőtt elhamarkodott következtetéseket vonnánk le ebből a kijelentésből előre hangsúlyozom, hogy nem arról van szó, mintha a gazdaságpolitikai keretekkel kapcsolatban korábban elemzett determinációk súlyukat veszítették volna. Távrolról sem, sőt a tőkeáramlás volumenei és dinamikája valamint volatilitása miatt a bruttó tőkeáramlásokkal kapcsolatos kockázatok megnövekedtek, és ma már nem elég ezek nettó hatásaként előálló egyenlegekre figyelni.

A bruttó áramlások súlyának megnövekedését jól érzékelteti a 12. ábra (Obstfeld [2012b] Fig. 2.)

15. ábra: Bruttó tőkeállományok a GDP százalékában az eltérő fejlettségű országokban



Note: BRIC denotes Brazil, Russia, India, and China. NIA denotes Newly Industrialized Asia and consists of Honk Kong, Republic of Korea, Singapore, and Taiwan. UK + ND + SW consists of the United Kingdom.

Forrás: Obstfeld [2012b] Fig. 2. p. 472

A bruttó állományok változása és a fizetési mérleg egyenlege közötti kapcsolatot a következő összefüggés írja le:

A NIIP változása:

$$(6) \quad \frac{dNIIP}{dt} = \frac{dA}{dt} - \frac{dL}{dt} = CA + KG_A - KG_L$$

ahol

CA: a fizetési mérleg egyenlege (flow változás)

KG: a tőkenyeresség vagy átértékelés miatti állományváltozás (minden nem flow változás)

A folyó fizetési mérleg gazdaságpolitikai jelentésével kapcsolatos kételyek egyik forrása az, hogy a külföldi kötelezettségek változása ( $\Delta NIIP$ ) és a folyó fizetési mérleg egyenlege (CA) közötti kapcsolat fellazult annak következtében, hogy az átértékelési hatások és egyéb nem flow jellegű volumenváltozások szerepe a tőkeáramlás volumenének ugrásszerű megnövekedésével szintén jelentősen növekedett. E diszkrépancia növekedését jól szemlélteti a 13. ábra (Obstfeld [2012a] Fig. 4.)

16. ábra: A flow és a nem flow jellegű változás az egyes országokban

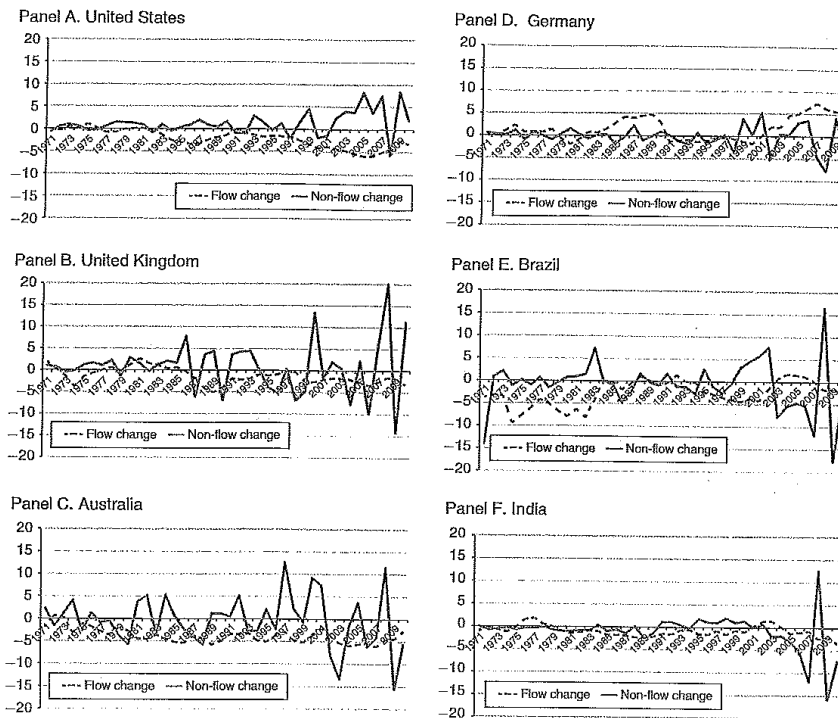
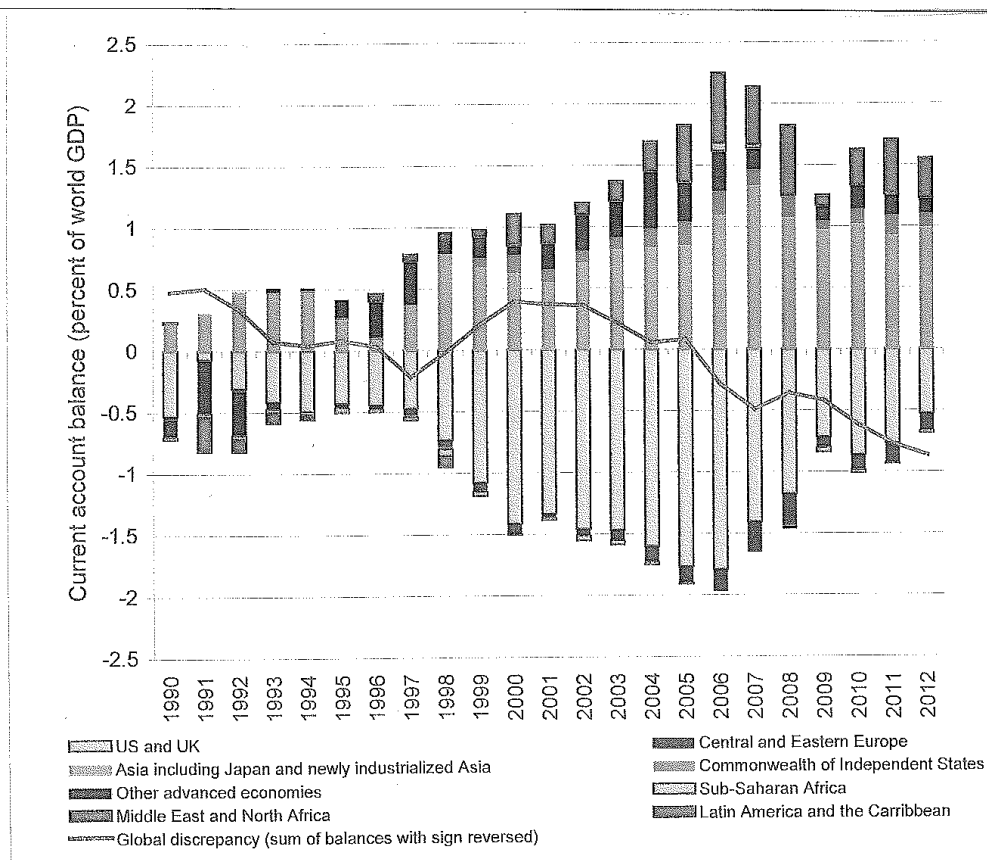


FIGURE 4. FLOW AND NON-FLOW CHANGES IN THE NET INTERNATIONAL INVESTMENT POSITION: SELECTED COUNTRIES (percent of GDP)

Source: Undated Lane and Milesi-Ferretti (2007) data, provided by the authors.

Forrás: Obstfeld [2012a] Fig. 4

17. ábra: A folyó fizetési mérleg egyensúlytalanság régióként jellemző tartósan eltérő jellemzőket mutat



Forrás: Obstfeld [2012a] Fig. 1

A globális kereskedelmi és pénzfolyamatok dinamikájának sajátos lenyomatát láthatjuk a fizetési mérleg egyenlegek alakulásában a 14. ábrán. Az egyensúlytalanság egyre szélesedő és tartós tendenciája rajzolódik ki, arra utalva, hogy a közgazdaságtan azon feltételezése, hogy a fizetési mérleg egyensúlytalansága az árfolyam változásán keresztül olyan alkalmazkodási folyamatokat indít be, ami az egyensúlytalanság megszüntetése irányába hat. Az adatokban látható tendenciák ilyen automatikus alkalmazkodást láthatóan nem jeleznek. Mi ennek az oka? Ebből a tényből milyen következtetést vonhatunk le a monetáris és szélesebb értelemben a gazdaságpolitikára vonatkozóan?

Obstfeld [2012a] meggyőzően azzal érvel, hogy a tőkeáramlás volumenének mérete és az eszköz és adósság állományok átértékelődésének, nem flow jellegű változásainak volatilitása egyaránt arra utal, hogy a gazdaság pályáját korlátozó állományok fenntarthatósága egyre kevésbé függ a flow jellegű folyó fizetési mérleg egyenlegétől. Továbbra is függ ettől, éppen úgy, mint korábban, de emellett domináns szerepet játszanak más tényezők is. E más tényezők között említendők például az állományok értékelését befolyásoló tényezők, de önmagában ezen állományok GDP-re vetített arányának megnövekedése is magával hozza a szerepük és gazdaságpolitikai tényezők közötti súlyuk megnövekedését. A 4. részben bemutattuk, hogy a NIIP jól használható a nemzet fogyasztási és felhalmozási kilátásai valamint a fenntarthatóság biztosításához szükséges jövőbeli exporttöbbletek megítéléséhez. A hagyományos megközelítésben (lásd ezen írás 2. és 3.

részekben leírtakat) mindezt a folyó fizetési mérleg és végső soron a kereskedelmi mérleg egyenlegével határoztuk meg.

Mindezekből levonhatjuk azt a következtetést, hogy a fizetési mérleg egyenlege ma már nem eléggé orientál, hanem a külföldi eszközök és kötelezettségek egyenlegére (NIIP) kell figyelniük. Fontos hangsúlyozni, hogy a fizetési mérleg egyenlegének a gazdaságpolitika fókuszából való kikerülését nem azt indokolja, mintha ez az egyenleg önmagát korrigálná az árfolyam alkalmazkodásán keresztül. Ennek inkább az ellenkezője lehet igaz. A tőkeáramlás és a nemzetállamok monetáris politikája együttesen nagyobb szerepet játszik az árfolyam alakulásában, mint a folyó fizetési mérleg egyenlege. De Obstfeld más okokat is említ. A bruttó áramlások volumenük miatt hatásaikban jelentősebb és ingadozásaik következtében súlyosabb következményekkel járnak, mint amit ezek egyenlege, vagy mint amit a folyó fizetési mérleg egyenlege okozhatna. Emlékeztetőül a tőke áramlások egyenlegét gyakran a folyó fizetési mérleg ellentettjének vesszük, e kettő azonban jelentősen eltérhet, mivel az állományokat nem flow jellegű változások, átértékelések is változtathatják, és ez torzítja az azonosságot. Ha ilyen torzítás nem lenne, akkor nem lenne különbség a fizetési mérleg és a NIIP gazdaságpolitikai szerepében, hiszen az ugyanazt mutatná, csak a változás ellenkező előjellel szerepelne. A tőkemozgás volumenének megnövekedése azonban felnagyította az átértékelések okozta eltéréseket és ez azzal jár, hogy a folyó fizetési mérleg gazdaságpolitikai iránytű szerepe háttérbe szorul. A külföldi pozíciók nettó értéke (NIIP) fontosabbá vált ebből a szempontból. De ha egy ország külföldi nettó pozíciója erős, abból még nem következik automatikusan, hogy minden rendben van, mert az emögött meghúzódó struktúrák is lényeges szerepet játszanak. Hiába van ugyanis nagyon erős külföldi pozíciókkal rendelkező vállalati szektora egy országnak, ha közben az állam és a lakosság ezzel ellentétesen erős negatív külföldi pozíciót épített fel, vagyis eladósodott. Ekkor nettó szinten még akár megnyugtató lehetne a kép, de az állam vagy a lakosság sérülékenysége miatt könnyen adódhat finanszírozási feszültség ezeknél, ami öngerjesztő (esetleg spekulatív) folyamatokat szabadíthat el. De hasonlóképpen lehet erős lakossági és vállalati pozíció, miközben az állam eladósodott. Mivel az egyik szektor többlete nem használható a másik szektor hiányának lenullázásához ezért ún. balance sheet egyensúlytalanság és válság alakulhat ki. Ilyen esetekben az egyik szektor likviditása nem segít a másik likviditás hiányán. A problémát nehezíti, hogy a bruttó áramlások eszközár változásoknak való növekvő kitettsége miatt a ma erősnek tűnő likviditási helyzet igen gyorsan változhat gyengére, a likviditás elillanhat.

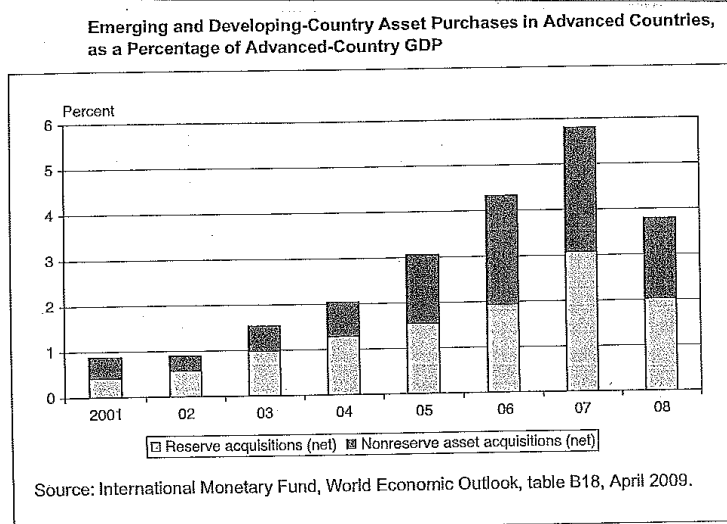
A problémát úgy foglalhatjuk össze, hogy a tőkeáramlás felgyorsulásával és volumenének növekedésével ezek mérete válik fontos kockázatok forrásává, mivel az áramlások iránya hirtelen megváltozhat. Még abban az esetben is, ha makroszinten kiegyensúlyozottnak tűnik az adósságok és a követelések egyenlege, az egyes gazdasági szektorok és szereplők kockázati kitettsége eltérő lehet és ez komoly sérülékenységet

okozhat. Az eszközök árváltozásai, a portfóliók átrendeződése olyan hirtelen változásokat okozhatnak, amik válságos helyzetekbe torkollnak.

## 6. A monetáris politika globális kereteiről (Global Lender of Last Resort)

A monetáris politika lehetőségei és kihívásai megváltoztak. A globális pénzpiacon az államok megjelennek vásárlóként. Pénzpiaci eszközvásárlásaik egy része a nemzeti valutatartalékokkal kapcsolatosak. Sok fejlett és feltörekvő országban állami alapok (wealth funds) jöttek létre, amelyek szintén vásárlóként jelennek meg ezen eszközök piacain. Obstfeld, M. [2009]:

18. ábra: A jegybanki tartalék kezelés és wealth fund vásárlások a GDP százalékában



Forrás: IMF WEO, April 2009, table B18

Mára a pénzpiacok integráltsága olyan fokot ért el, hogy egy összefüggő globális pénzügyi rendszerről beszélhetünk, melyben a fejlett és a feltörekvő országok súlya kezd kiegyensúlyozottá válni. Ebben az összekapcsolódó világban, ami az egyik országban történik, lényeges kihatással lehet a többi ország pénzügyi rendszerének stabilitására.



Ha például a feltörekvő országok csoportja átcsoportosítja az eddig az európai bankokban betétként elhelyezett nemzetközi tartalékait, akkor ez az európai bankrendszer összeomlásához vezethet egyik napról a másikra. A tartalékok átcsoportosítása miatti portfólió átcsoportosításnak drámai hatása lehet a likviditásra éppen úgy, mint az eszközárakra. Önmagában attól, hogy minden ország nagyobb devizatartalékkal rendelkezik, még nem következik, hogy a pénzügyi rendszer stabilabb. Ezek a nemzeti valutatartalékok az országokon belüli likviditást fenn tudják tartani, de országok közötti likviditás korrekcióra alkalmatlanok. A globális tőkeáramlás változásai azonban éppen ezen a területen okozhatnak hirtelen változást. Emiatt nagy jelentőségű a jegybankok közötti SWAP egyezmények rendszere ez azonban limitált volumenében és a benne érintett országok körében egyaránt.

A problémán csak egy globális és gyorsan mozgósítható *lender of last resort* létrehozás segíthetne Obstfeld, M. [2009] érvelése szerint. Az IMF-ben jelenleg zajló változások abba az irányba mutatnak, hogy az IMF betölthetne valami hasonló szerepet, de jelenleg erre még nem alkalmas sem a rendelkezésére álló hitelezhető források volumene sem pedig az IMF működési mechanizmusa.

A pénzfolyamatok globális összekapcsolódása a monetáris politika más területein is meghatározó következményekkel jár, nemcsak az ország pénzügyi rendszerének stabilitására hat. A hagyományos monetáris politikai eszközök alkalmazásának hatékonysága csökkenésén túlmenően bizonyos célok együttes érvényesítése lehetetlenné válik. Régen közismert az ún. lehetetlen szentháromság (*impossible trinity*) problémája, mely arra hívja fel a figyelmet, hogy szabad tőkeáramlás és rögzített árfolyam mellett a monetáris politika autonómiája megszűnik. Ez esetben aktív kamatpolitikát folytatni lehetetlen, mivel a kamat az árfolyamcél tartása érdekében alárendelt szerepbe kerül. Ugyanez a hármas lehetetlenségi összefüggés érvényesül akkor is, ha például ragaszkodunk az autonóm kamatpolitikához, de ennek érdekében fel kell adnunk az árfolyamcélokat. Az árfolyamot ez esetben a tőkeáramlás határozza meg, amelyre a kamat természetesen aktívan hat. A harmadik lehetőség a szabad tőkeáramlás feladása annak érdekében, hogy mind az árfolyamcélokat mind pedig a monetáris politika autonómiájához fűződő vonzalmunkat megtartsuk. Ez azonban gyökeres ellentétben állna a globalizálódó gazdasághoz fűződő alapvető érdekekkel.

A monetáris politika hatásmechanizmusának csak egyik csatornája a kamatcsatorna. A monetáris politikának a gazdaság szereplőire gyakorolt hatása más csatornákon keresztül is érvényesül, így például a bankrendszer mérlegére gyakorolt hatáson keresztül. E csatornán keresztül érvényesülő hatásmechanizmus hatékonyságának csökkenésére figyelmeztet Kriesler – Neville [2003]. E csatorna azt jelenti, hogy a kamatkondíciók változása befolyásolja a banki eszközök értékelését és ezen keresztül a hitelezési aktivitást.

Például a kamatok csökkenése növeli a banki eszközök értékét és ezen keresztül arra ösztönzi a bankokat, hogy növeljék a hitelezési aktivitásukat. A kamatemelés ezzel ellentétes hatással jár. A banki hitelnyújtás jelentősen befolyásolhatja a gazdaság növekedési lehetőségeit. A megnövekedett volumenű szabad tőkeáramlás közegében azonban a hazai kamat ilyen hatása kevésbé érvényesül, hiszen a vállalatok függősége a belföldi kamatoktól és a belföldi bankoktól már nem olyan erős, feltéve, hogy megnyílik számukra a külföldi forrásokhoz való hozzáférés lehetősége. Ilyen körülmények között a monetáris szigorítás csökkenti a hazai hitelaktivitást, de növeli a határokon átnyúló (crossborder) banki hitelezési tevékenységet.

Mindez azt jelenti, hogy a gazdaságélénkítési célú aktív monetáris politika lehetőségei nagyon limitáltak abban, hogy a gazdaságot élénkítsék, miközben jelentős kárt képesek okozni a mellékhatásokon keresztül. De ugyanez mondható el az ellenkező irányú aktivizmusról. Az infláció egyoldalú befolyásolása érdekében folyamatosan magasán tartott kamat szintén költséges és kártékony eszköze az infláció befolyásolásának. E költségek azért lehetnek különösen nagyok, mert közben a monetáris politika hatékonyságát ezen a téren is kikezdte a tőkeáramlás.

## **7. A költségvetési politika korlátai a globalizálódó gazdaságban**

A globalizáció a költségvetési politika mozgásterét is megváltoztatta. Kriesler — Neville [2003] tömören összefoglalja azokat a szempontokat, amelyek arra utalnak, hogy a tőkeáramlás a költségvetési politika mozgásterét hogyan szűkítette be. Mielőtt ezeket sorra vennénk, jelezni kell, hogy a globalizáció más vonatkozásban viszont ugyanúgy kitérítette az államok finanszírozási lehetőségeit, mint a vállalatokét, hiszen az adósságfinanszírozás hatékonyabbá és könnyebbé vált a befektetést kereső globális likviditás könnyebb elérésével. A költségvetést érintő korlátozó hatások éppen ebből a lehetőségből kiindulva ragadhatók meg legegyszerűbben. Úgy is fogalmazhatunk, hogy a globalizáció az államok számára új lehetőségeket nyitott, de ezekkel a lehetőségekkel csak azok az államok tudnak élni, amelyek gazdaságpolitikája megfelelő. Az elhibázott gazdaságpolitika következményei viszont a globalizáció miatt súlyosabbak lehetnek és gyorsabban érvényesülhetnek, mint zárt gazdaságok esetében.

Mivel a tőkét a nagyobb hozam vonza igazán, a tőkevonásban érdekelt országok kormányai az adózás terén korlátokba ütköznek, hiszen egyes adók emelésének lehetőségét ez az érdekeltségük korlátozhatja. Az államok annak érdekében, hogy a tőkepiac nyitva legyen számukra, bizonyos elvárásoknak kell megfelelniük gazdaságpolitikai lépéseik elhatározásakor. Ilyen elvárás például az, hogy alacsony inflációra, az állami

kötelezettségek csökkentésére, és általában kiegyensúlyozott költségvetésre kell törekedniük annak érdekében, hogy az országba irányuló befektetések vonzó célpontnak tekintsék az országot. Ezek a törekvések ugyanakkor korlátot jelentenek a fiskális politikában. Persze azt is mondhatjuk, hogy e szabályok betartása nemcsak a külföldi tőke, hanem a hazai számára éppen ennyire fontosak, és a gazdaság fejlesztéséhez szükséges belföldi befektetések megfelelő mértéke éppen úgy feltételezi a nyugodt üzletmenet ezen alapkövetelményeinek teljesülését. Vagyis ha a szabályokat érvényesítjük, akkor nincsen szükség fiskális gazdaságélénkítésre, ha viszont nem érvényesülnek ezek az elemi szabályok, akkor a gazdaságélénkítési törekvések nem járnak eredménnyel, nem hatékonyak.

Miből lehet arra következtetni, hogy a gazdaságpolitika téves úton halad? Nyilván sokféle módszer alkalmas e hibák értékelésére, azonban megoszlanak a vélemények azzal kapcsolatban, hogy mely módszer alkalmazása a legcélszerűbb. Abban azonban nincsen vita, hogy minden olyan jelenség, ami a hazai befektetésektől elvárt hozamok növekedését eredményezi, hátrányos az országnak. Az elvárt hozamra ható tényezők, és magának az elvárt hozamnak a meghatározását a külföldi befektető szempontjából kiindulva közelítjük a következő részben.

## **8. A globális feszültségek és a külföldi befektetés elvárt hozama**

A befektetés elvárt hozamának becslése, e hozamra hatást gyakorló tényezők áttekintése számos bizonytalansággal terhelt és vitatható, hogy a külföldi befektetésekkel kapcsolatos döntések mennyire támaszkodhatnak erre a mutatóra. Nem vitatott azonban az a tény, hogy minden külföldi befektetés kapcsán kísérlet történik e mutató meghatározására, és az is elfogadott, hogy a globális pénzfolyamatokat érintő tényezők hatásai ebben is tükröződnek. Az elvárt hozam vizsgálata minden kétely mellett hasznos információkkal szolgálhat a befektetési döntésnél figyelembe veendő tényezőkről. Még ha pontosan nem is mérhető ez a kategória, és ha a mért eredményt nem is tekintjük perdöntőnek, annyi tudható, hogy a nagyobb kockázat nagyobb hozamelvárással párosul. Az elvárt hozam mutatójának bizonytalansága magának a kockázatnak a mérésével függ össze, valamint azzal, hogy egy átlagos kockázathoz kapcsolódóan milyen többlethozamot vár el a befektető a külföldi befektetéstől. Mindebben sok egyedi megfontolás tükröződhet, és számunkra itt nem is az a vonatkozás a legfontosabb, hogy a befektetési döntésnél miért fontos e mutató mérlegelése, hanem az, hogy a mutató milyen tényezők megváltozását jelezheti. Ezen keresztül azt is érzékeltethetjük, hogy a globális folyamatok változásai milyen csatornákon keresztül befolyásolják a külföldi befektetéseket.

## 8.1. A CAPM modell alkalmazása nemzetközi esetben (Global CAPM)

Damodaran, A. [2012] sorra veszi a külföldi befektetés elvart hozamának meghatározására alkalmazott eltérő megközelítéseket és ezek alkalmazási korlátait. A CAPM modell alkalmazásaival kapcsolatban kiemeli, hogy bár a tőkepiaci információk alapján lehetőség van globális adatokon becsülni a bétákat, de úgy tűnik, hogy e becsült béták nem alkalmasak arra, hogy az ország kockázatot is érzékeltessék. Ha ugyanis a bétát a helyi (országon belüli) részvényindexek adatai alapján becsüljük, akkor az átlagos béta értéke egy, és így matematikailag lehetetlen ebbe ország kockázati értékelést belelátni. Ha viszont globális részvényadatokon végezzük a becslést, akkor elképzelhető, hogy a becsült bétának ország kockázati értelmezést is tulajdonítsunk, de a gyakorlatban ez a módszer sem eredményes. Az indexek piaci súlyozásából adódóan a fejlett országokban működő vállalatokra kapott becslések gyakran magasabb bétát eredményeznek, mint egy kockázatosabb, de kisebb országban működő cégre vonatkozó becslés (Damodaran, [2012] 41. o.).

Vannak olyan vélemények is, hogy a globalizáció kibontakozásával sok részvényt több piacon is forgalmaznak, így egy használható globális béta becslésének lehetősége is kézzelfoghatóbbá válik, bár ettől az ország kockázattal kapcsolatos kétely nem múlik el. Az ország kockázat hatásának jelentőségét azonban árnyalhatja, hogy a befektetők globálisan diverzifikálva befektetéseiket a portfóliójuk ország kockázatát is minimalizálhatják. A béta kalkulációjával kapcsolatos kifogást tovább árnyalja az a felvetés, hogy az ország kockázat számos vonatkozását jobban lehet a cash flow-val összefüggésben kezelni, mint a diszkontrátával vagy a kockázati felárral összefüggésben.

## 8. 2. Ország kockázat értékelése

Az ország kockázatot figyelembe kell venni a külföldi befektetéssel kapcsolatos döntések mérlegelésénél, ezért erre a kérdésre itt részletesebben kitérek. Az előbbi részben láttuk, hogy még ha a legnagyobb gondossággal járunk is el a béta megválasztásánál, és a cash flow értékelésénél is figyelembe vesszük a megfelelő kockázati elemeket, továbbá a diverzifikációban rejlő lehetőségeket is felhasználjuk a kockázat kezelésére, akkor is fog maradni egy kockázati elem, amit ország kockázatnak tekinthetünk, és ezt figyelembe kell venni az elvart hozam számításánál. Ha az ország kockázat nem diverzifikálható, akár azért mert a befektető nem diverzifikált globálisan, akár azért mert a kockázatok korrelálnak a piacokon, akkor az ország kockázattal számolnunk kell.

Az ország kockázat megközelítésénél gyakran a múltban megfigyelt hozamprémiumból indulnak ki. Donadelli és Proserpi [2011] a múltban megfigyelt hozamtöbbleteket elemzte 32 ország esetében és arra jutott, hogy a feltörekvő országokban mind maga a hozam, mind pedig annak ingadozása magasabb volt, mint a fejlettebb országokban.

Az ország kockázat értékelésének kétféle mérését érintjük az alábbiakban. Az egyik lehetőség a hitelminősítő intézetek kockázati értékelése (rating) alapján becsült ország kockázat, a másik pedig a piaci árinformációkból (CDS spreadekből) számolt kockázati értékelésekre épít.

### 8.2.1. A hitelminősítő intézetek ország kockázat értékelése

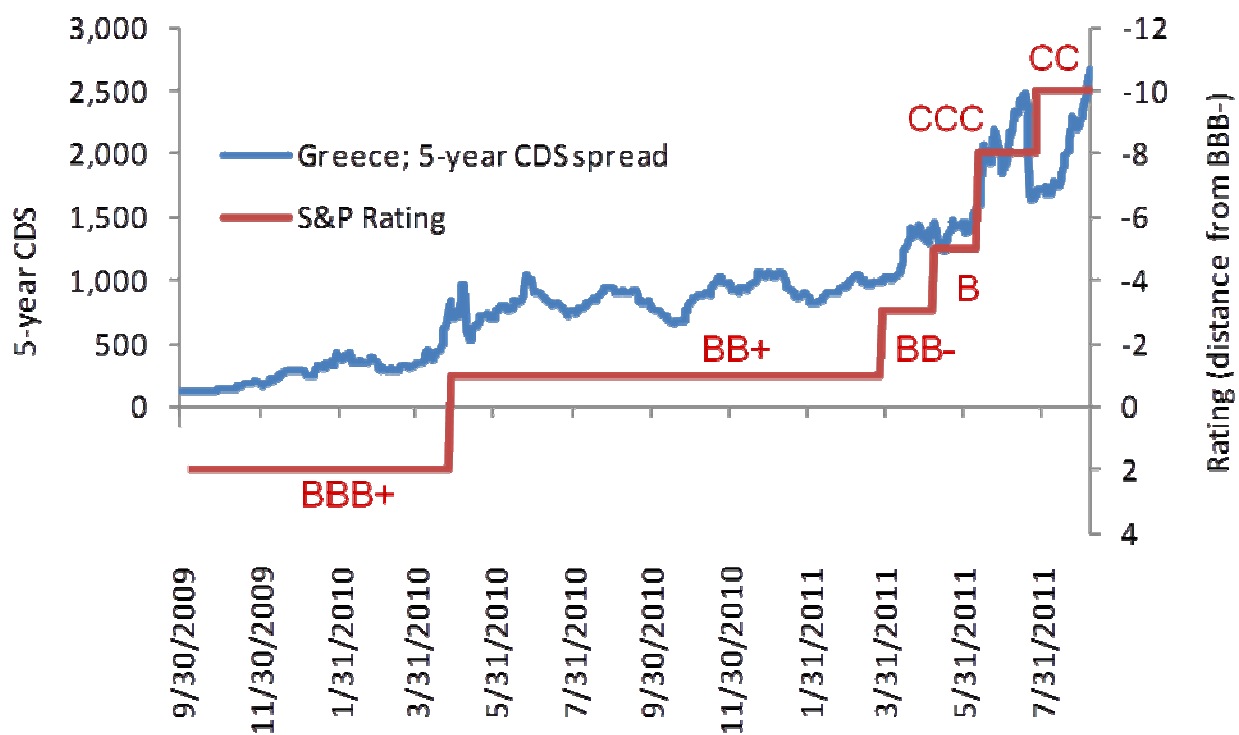
A hitelminősítő intézetek ország kockázat értékelési metodikájának ismertetése helyett itt pusztán azt akarom érzékeltetni, hogy a minősítési értékek hogyan tükrözik ország kockázatot, végső soron csőd kockázatot. A 2. táblázatban összefoglalva találjuk a kockázati értékeléseket és az ezen kategóriába sorolt országok empirikus csőd valószínűségét. A csőd valószínűség persze lényegesen függ attól is, hogy milyen időszakot választunk, hiszen egy nyugalmasabb periódusban az empirikus csőd valószínűség is alacsonyabb, mint egy viharos időszakban.

2. táblázat: Hitelminősítés és csőd kockázat (1975-2009), S&P

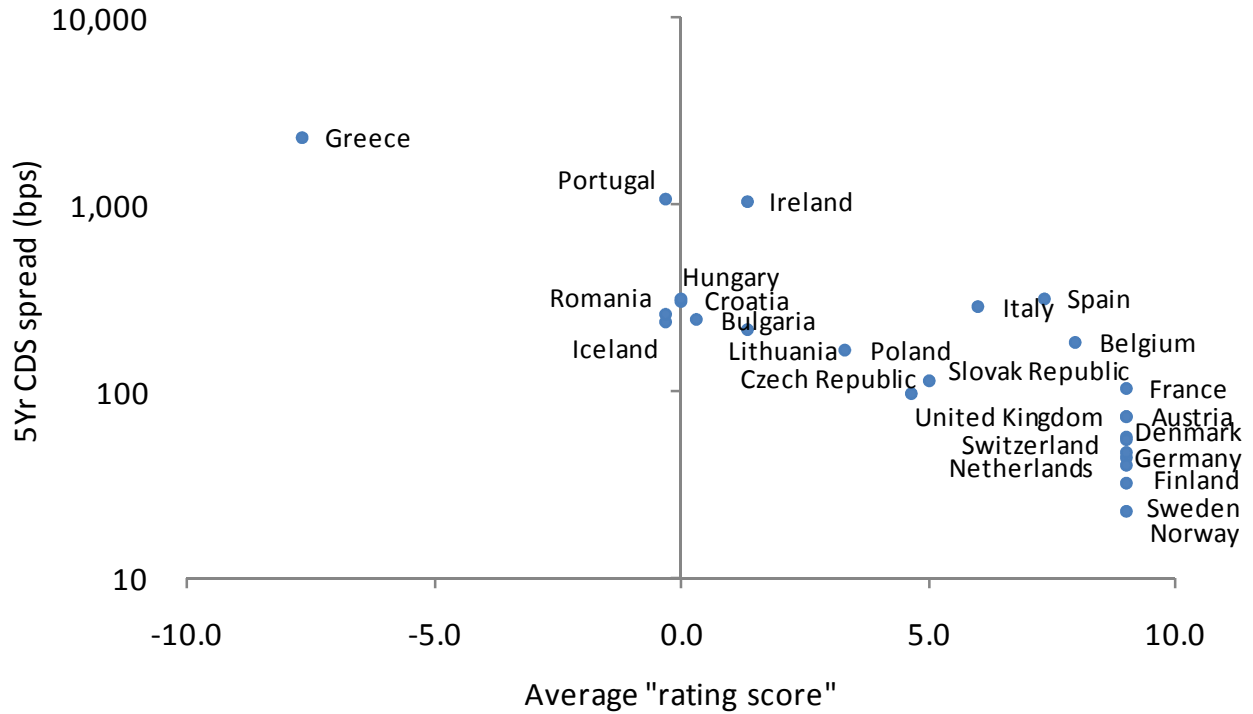
S&P ratings	egy éven belül bekövetkező csőd empirikus gyakorisága (valószínűsége) százalékban	öt éven belül bekövetkező csőd empirikus gyakorisága (valószínűsége) százalékban
AAA	0,00	0,00
AA	0,00	0,00
A	0,00	0,00
BBB	0,00	1,60
BB	0,74	4,02
B	2,13	6,70
CCC/CC	36,84	61,11

Forrás: Standard & Poor's

19. ábra: CDS felár és a hitelminősítési kategóriák korrelációja Görögország esetében



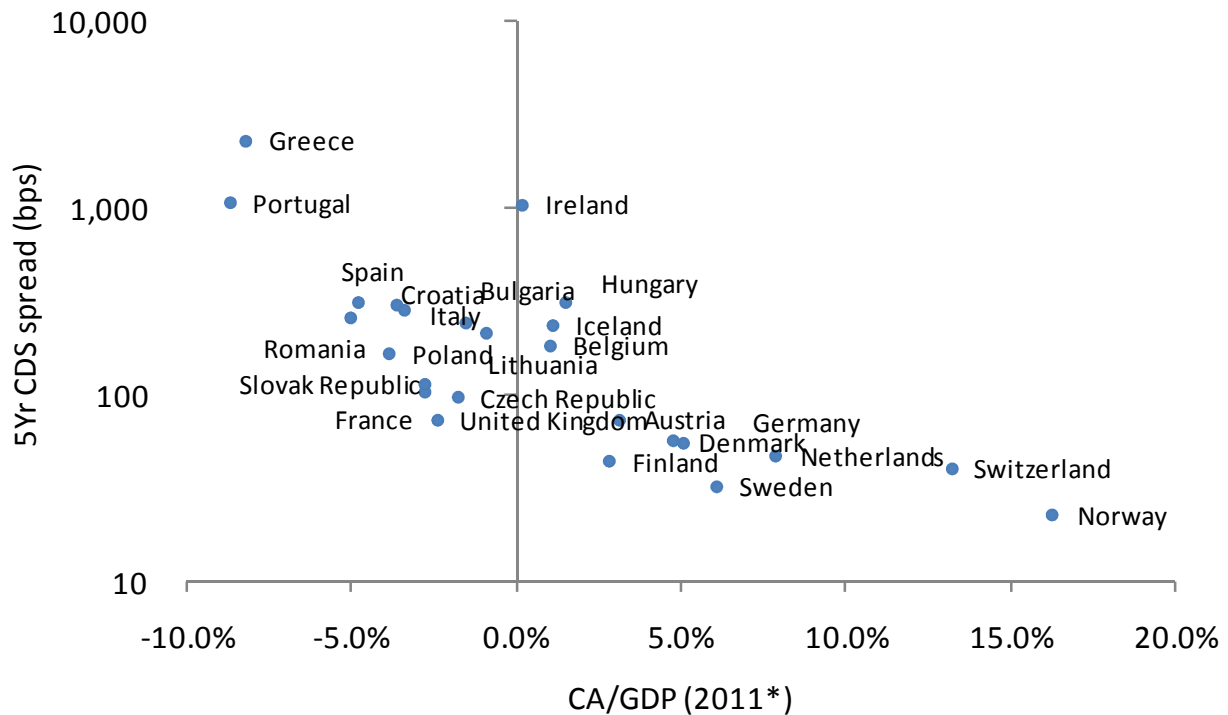
20. ábra: CDS felár és a hitelminősítési kategóriák korrelációja



Note: The point 0.0 on the horizontal scale represents BBB- rating for S&P and Fitch, and Baa3 for Moody's. Lower than this means "below investment grade" rating. The value represents the distance to investment grade rating. CDS and Rating survey date: July 14, 2011.

Source: Bloomberg, S&P, Moody's, Fitch

21. ábra: A CDS felár és a fizetési mérleg egyenlege



CDS survey date: July 14, 2011.

Source: IMF and Bloomberg

### 8.2.2. Piaci kamatfelárak (spreads) alapján becsült csőd kockázat

Az adósság növekedése a csőd kockázat növekedésével jár, de arra vonatkozóan nem sokat tudunk mondani, hogy milyen adósságszint mellett következik be a csőd. Reinhart és Rogoff [2011] több ország esetét vizsgálva állítja, hogy az adósság tolerálása országonként és időszakonként is nagyon eltérő mértéket mutat. Így számos példa volt arra is, hogy fejlődő országok a GDP-re vetített adósság viszonylag alacsony szintje mellett (például 15-30%) is csődbe mentek.

A csőd valószínűsége nehezen értelmezhető és számszerűsíthető kategória. A csődhöz vezető úton azonban a finanszírozás költsége növekszik, egyre magasabb CDS felárat kénytelen fizetni az adós. A csőd valószínűség megítéléséhez a hitelminősítő intézetek értékelései és a múltbeli csődesemények alapján



számított valószínűségek valamilyen eligazítást adhatnak, mint azt az előző részben bemutattuk, azonban ez a módszer sok kérdést vet fel. A hitelminősítés ugyanis nem egy adott időn belül, mondjuk egy éven belül bekövetkező csőd valószínűségét méri. Az is eleve hibás feltételezés lenne, hogy minden ország, amelynek azonos a hitelminősítése, azonos időben menne csődbe. E problémák miatt egy más módszerrel is érdemes a csőd kockázatot vizsgálni. A kockázat piaci árazására vonatkozó információk, a kockázati felárak egy ilyen lehetőséget kínálnak. Az összefüggést egy leegyszerűsített megközelítéssel szemléltetjük. Jelölje a kockázati felarat  $s$ , amit a kockázatos magyar állampapír hozamának ( $r$ ) és a kockázatmentesnek tekintett német állampapír ( $r^*$ ) hozama eltéréseként a következő formulával írunk le:

$$1 + s = \frac{1 + r}{1 + r^*}$$

(1)

A kockázatmentes német állampapír hozama megfigyelhető a piacon és a kockázatos magyar állampapír hozama kiszámítható ennek az árából ( $V$ ) kiindulva. Az egy periódusra tartott magyar állampapír névértéke legyen 100 és a kamatát vegyük 10 százaléknak. Ezt az állampapírt  $V$  összegért megvásárolva a megtérülési hozamunk mértéke a következő:

$$(2) \quad r = \frac{110}{V} - 1.$$

Az (1) formula kifejezi, hogy a kockázatosabb értékpapír felára magasabb, bár a felírásnál nem vettünk figyelembe a befektető kockázathoz való viszonyulására vonatkozóan semmilyen megfontolást, vagyis azt tételeztük fel, hogy a befektető indifferens, a kockázattal kapcsolatban, vagyis nem kerüli azt vagy nem kedveli azt az átlagosnál jobban. Ilyen sajátos körülmények között a hozameltérés a kockázat eltéréseinek tulajdonítható. A kockázattal kapcsolatban a visszafizetés valószínűségét ( $P \leq 1$ ) ismertnek feltételezve, valamint a nemfizetés esetén a maradványértékre az  $R$  maradványérték rátát ( $R \geq 0$ ) feltételezve a kockázatos értékpapír értékét (árát) a következő formula adja meg egy éves lejáraton és 10 százalékos hozam mellett:

$$(3) \quad V = P \frac{110}{1 + r^*} + \frac{(1 - P)R}{1 + r^*}$$

A kifejezés jobb oldalán az első tag a diszkontált cash flow, a kockázatmentes hozamrátaival diszkontálva és a fizetés valószínűségével súlyozva. A második tag a nemfizetés valószínűséggel súlyozott maradványérték diszkontált értéke. A (2) és (3) kifejezések összevetésével meg tudjuk határozni a kockázatos befektetés

belső megtérülési rátájának várható értékét ( $r$ ). A kifejezés egyszerűsítése érdekében a maradványértéket nullának vesszük ( $R=0$ ):

$$1 + r = \frac{1 + r^*}{P}$$

(4)

A kockázati hozamfelárat a két hozamráta,  $r$  és  $r^*$  különbségként értelmezve és  $s$ -el jelölve adódik:

$$1 + s = \frac{1}{P}$$

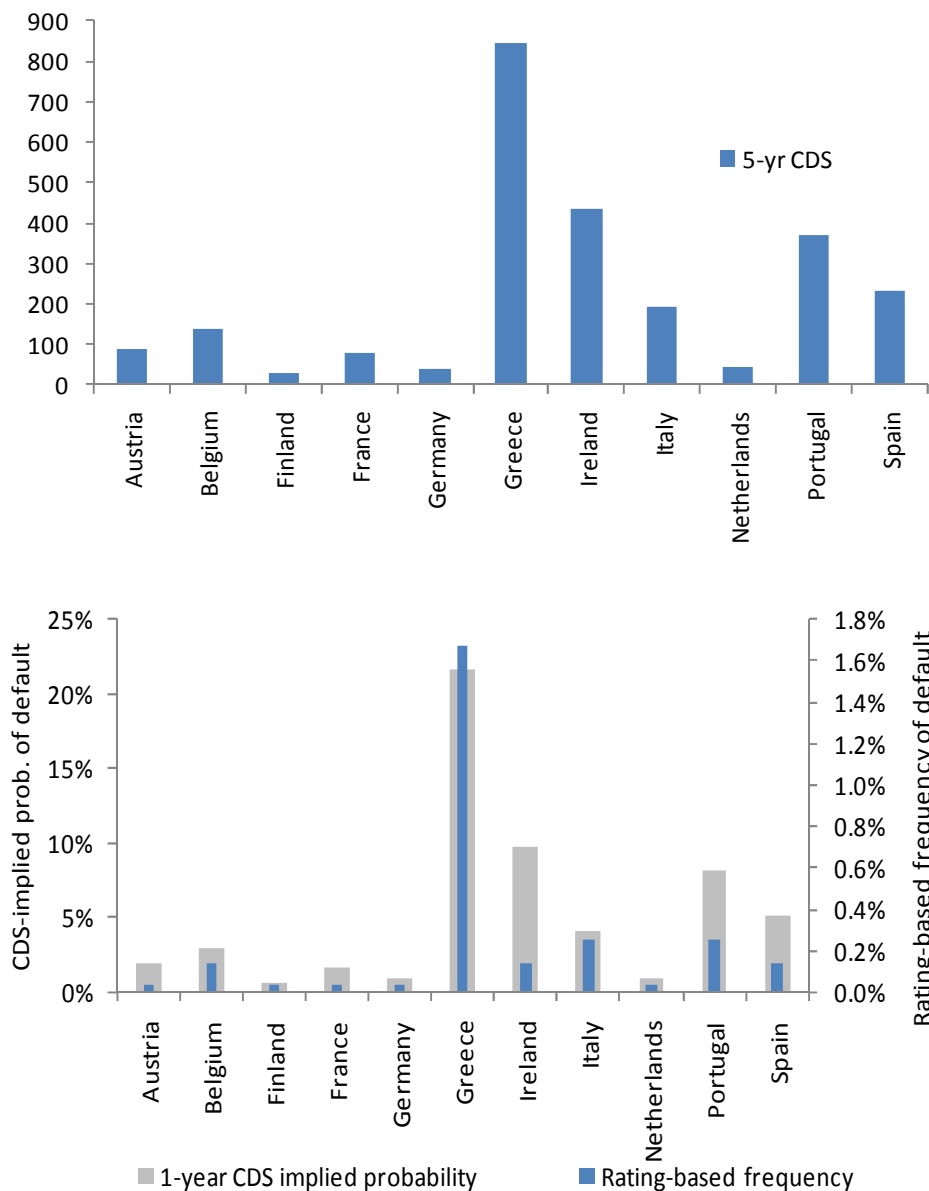
(5)

Ez a forma kifejezésre juttatja, hogy a magasabb csődkockázat magasabb hozamfelárat jelent. E kifejezést a maradványérték figyelembe vétele valamivel összetettebbé tenné, de az alapösszefüggésen nem változtatna. A formulát visszafelé értelmezve jutunk el a csődkockázattól a hozamfelárhoz. A piacon a kockázatos értékpapír ára ( $V$ ) megfigyelhető és a kockázatmentes papírra vonatkozóan is találunk támpontot. Ezek alapján ki lehet számítani az elvárt hozamfelárat. De az igazán érdekes összefüggést (5) adja azzal, hogy a hozamfelár és a csőd valószínűsége közötti kapcsolatot írja le.

A 22. ábrán együtt ábrázoltuk a CDS felár értékeit az ötéves államkötvényekre vonatkozóan. Az ábra alsó részében az ezekből számított csődkockázati valószínűségeket találjuk a számításnál 50 százalékos maradványérték megtérülést feltételezve, együtt ábrázolva ezeket a hitelminősítők által összeállított adatokból adódó tényleges csődesemények valószínűségével. Az ábra jól szemlélteti, hogy a kétféle megközelítés hasonló arányokat eredményez, azonban az is jól látható, hogy a kétféle megközelítés eltérő mértéket fejez ki. A piaci árakból számolt csődkockázati valószínűség átlagosan tízszerese a tényleges csődesemény gyakoriságokból adódó valószínűségnek. Ekkora eltérést nehéz lenne valamiféle piaci idegességre fogni, vagy arra fogni, hogy a befektetők nem semlegesek a kockázatra és emiatt a kockázat növekedése az elvárt hozamot nem arányosan, hanem nagyobb mértékben növeli. E tényezők persze ha nem is magyarázzák meg a kétféle megközelítés közötti nagy eltérést, legalább az eltérés irányára vonatkozóan elfogadható magyarázatot adnak. A nagy eltérés valószínűleg a CDS és a visszatekintő empirikus csődkockázat időhorizontjával függ össze. A CDS ugyanis a pillanatnyi helyzet előrettekintő értékelésére ad támpontot, az empirikus csődkockázat pedig egy időszakon belül megtörtént csődesemények gyakoriságát fejezi ki. Így ha a múltban viszonylagos stabilitás uralkodott, viszont pillanatnyilag nagy a bizonytalanság, akkor a 22. ábrán látható eltérés adódhat. Ekkor az empirikus

csőd kockázat alacsony értékeket mutat. Viszont ha egy válságos időszak állna mögöttünk és mostantól a stabilizálódásra utalna minden jel, akkor ennek a fordítottját látnánk. Minden valószínűség szerint az empirikus csőd kockázat magas értékeket mutatna, miközben a CDS alapján számított alacsonyabbat.

22. ábra: Kockázat semleges vs. "tényleges" csőd valószínűség. A CDS felárakban tükröződő csőd valószínűség



## 9. Környezetbarát globalizáció: kereskedelem helyett FDI

Robert Mundell [1957] klasszikus írása bizonyította, hogy a Heckscher-Ohlin modellben a tőke szabad áramlása tökéletes helyettesítője a korlátozások nélküli szabad kereskedelemnek. Vagyis ugyanazt tudjuk elérni a kereskedelem szabadságának biztosításával, mint a tőkeáramlás szabaddá tételével. Batra – Beladi [2012] írása ezzel szemben arra hívja fel a figyelmet, hogy a globális kereskedelem rendszerének kiépülése mára jelentős környezetszennyezési teherrel járt, és ha ahelyett, hogy az árukat mozgatnánk, a tőke települne oda, ahol az árukra kereslet van (export helyett FDI) akkor kisebb környezetterheléssel globálisan ugyanazt érhetnénk el. A klasszikus Heckscher-Ohlin modell keretében a szerzők azt igazolják, hogy a szabad tőkeáramlás a világkereskedelem kisebb volumenével kombinálva előnyösebb lenne, mint a szabad kereskedelem kiterjesztése önmagában. Vagyis a kereskedelem liberalizálása helyett a befektetések liberalizálását propagálják. Ez az elmélet abból indul ki, hogy a kereskedelem és a tőkeáramlás okozta környezetterhelés jelentősen eltér egymástól. Arra hivatkoznak, hogy a burjánzó világkereskedelem környezetterhelési arányai mára jól dokumentáltak, míg Mundell idejében a közgazdaságtan még nem foglalkozott a környezeti problémákkal. A világkereskedelem környezetkárosító hatásának egyik forrása a szállítás energiaigényével kapcsolatos, de jelentős a termelés során keletkező és a termékekben megtestesülő káros melléktermékek és hatóanyagok okozta kockázat, ami a szállítás során előforduló balesetek miatt kerül a természetbe.

## Hivatkozások

- Ábel István – Führinger Antal [1987]: A növekedés ára. Közgazdasági Szemle 37. évf. 7-8. sz. 789-798.
- Aizenman, J. – Pinto, B. (eds.) [2005]: Managing Economic Volatility and Crisis, A practitioner's Guide, Cambridge University Press
- Batra, R. – Beladi, H. [2012]: International Capital Mobility and Free Trade Once Again. Review of International Economics, Vol. 20. No. 1. 59-71. o.
- Bloch, H. (szerk.) [2003]: Growth and Development in the Global Economy. Edward Elgar, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Donadelli, M. – Prosper, L. [2011]: The Equity Risk Premium: Empirical Evidence from Emerging Markets, Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=1893378>
- Damodaran, A. [2012]: Equity Risk Premiums (ERP): determinants, Estimation and Implications – The 2012 Edition. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2027211](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2027211)
- Farrel, D. – Fölster, C.S. – Lund, S. [2008]: Long-Term Trend in the Global Capital Markets, The McKinsey Quarterly. February 2008. 1-47. o.
- Hoffmann Mihály [2012]: A szektorok finanszírozása, MNB, kézirat.
- IMF. [2011]: Changing Patterns of Global Trade. [www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/061511.pdf](http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/061511.pdf)
- Kriesler, P. – Nevile, J. [2003]: Macroeconomic Impact of Globalization. in: Bloch, H. (szerk.) [2003], 173-189.
- Lane, P. R. – Milesi-Ferretti, G. M. [2005]: A Global Perspective on External Positions, IMF Working Paper, WP/05/161
- Lane, P. R. – Milesi-Ferretti, G. M. [2006]: Exchange Rates and External Adjustment: Does Financial Globalization Matter? IIS Discussion Paper No. 129.
- Lane, P. R. – Milesi-Ferretti, G. M. [2007]: The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign assets and liabilities, 1970-2004. Journal of International Economics, Vol. 73. No. 2. 223-250. o.
- Lane, P. R. – Milesi-Ferretti, G. M. [2008]: The Drivers of Financial Globalization. American Economic Review: Papers and Proceedings, Vol. 98. No. 2. 327-332. o.
- Lane, P. R. – Milesi-Ferretti, G. M. [2011]: External Adjustment and the Global Crisis, IIS Discussion Paper No. 369
- Merrick, J. [2005]: Evaluating Price Signals from Bond Markets, in Aizenman Pinto 2005, pp. 281-314. o.
- Milesi-Ferretti, G. M. – Tille, C. [2011]: The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis. Economic Policy, CEPR and CES and MSH, Vol. 26. No. 66. 285-342. o.
- Mundell, R. [1957]: International Trade and Factor Mobility. American Economic Review, Vol. 67. No. 2. 321–35. o.
- Obstfeld, M. [2009]: Lender of Last Resort in a Globalized World. Monetary and Economic Studies. Vol. 27. November. 35-52. o.

Obstfeld, M. [2012a]: Does the Current Account Still Matter? American Economic Review: Papers and Proceedings, Vol. 102. No. 3. 1-23. o.

Obstfeld, M. [2012b]: Financial Flows, Financial Crises, and Global Imbalances. Journal of International Money and Finance. Vol. 31. No. 3. 469-480. o.

Speller W. – Thwaiters, G. – Wright, M. [2011]: The Future of International Capital Flows. Bank of England Financial Stability Paper No. 12. December 2011.

Tang, S., H., K. [2003]: Cross-Country Evidence on the Link Between Growth Volatility and Technical Progress. in: Bloch, H. (szerk.) [2003], 141-156.

Jelen tanulmány a VERSENYKÉPESSÉG KUTATÁS MŰHELYTANULMÁNYSOROZAT kötetét képezi.

BCE Versenyképesség Kutató Központ

Kiadásért felelős: Chikán Attila igazgató

ISSN 1787-6915