



## NEMZETGAZDASÁGI MINISZTERIUM

TERVEZÉSKOORDINÁCIÓÉRT FELELŐS ÁLLAMTITKÁRSÁG · GAZDASÁGTERVEZÉSI FŐOSZTÁLY

### Közgazdasági kitekintő

#### PÉNZ-, TŐKE- ÉS NYERSANYAGPIACOK

##### Fordulat a pénzügyi globalizáció terén

Három évtizeden át a pénzügyi globalizáció elkerülhetetlennek tűnt: az új technológiák lehetővé tették a szempillantás alatt létrejövő tranzakciókat szerte a világon, a nemzeti pénzügyi piacok egyre inkább összefonódtak. A jelenlegi krízis azonban felfedte a veszélyeket: a határokon átnyúló tőkeáramlások hirtelen erősen visszaestek, és most, majdnem öt évvel később is csak a krízis előtti csúcson 60%-án vannak. Az országok közötti tőkeáramlás visszaszorulásával együtt a globális pénzügyi eszközök növekedése is lelassult. **Kell-e azonban aggódnia a határokon átnyúló tőkeáramlás csökkenése és a finanszírozás lassulása miatt? A cikk szerzői szerint igen is, meg nem is.**

Egyrészt, a buborékévek rendkívüli mértékű kockázatai után ezek a tendenciák azt is jelezhetik, hogy a rendszer visszatér a történelmi normákhoz, amely mindenképp üdvözlendő. Másrészt azonban negatív folyamat, hogy a feltörekvő országok pénzügyi fejlődése is lassulást mutat, pedig ezen államok pénzügyi intézményrendszerének növekedése korábban sem tartott lépést gazdasági bővülésükkel. A globális pénzügyi válság az európai pénzügyi integrációra is kedvezőtlen hatással volt.

**A jelenlegi trendek szerint úgy tűnik, egy széttöredezetebb globális pénzügyi rendszer kialakulása felé tartunk,** amelyben az országok elsősorban a hazai tőkefelhalmozásra támaszkodnak; ezzel a regionális különbségek növekedhetnek a tőke elérésében és költségében, különösen a kisebb vállalatok és a fogyasztók számára. **Ez ugyan csökkenti a globális sokkok kialakulásának valószínűségét, viszont nő a helyi pénzügyi válságok kockázata.**

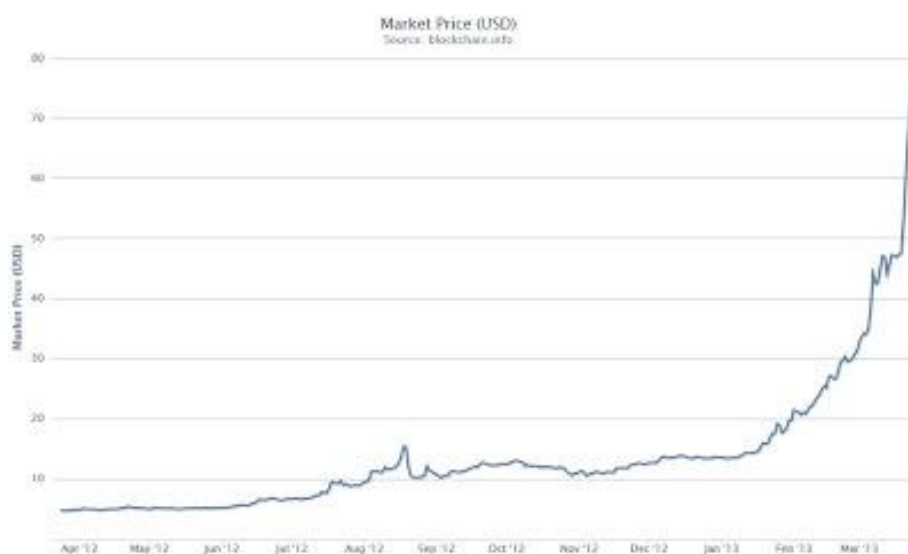
**Lehetséges-e visszaállítani a pénzügyi globalizációs időszakot anélkül, hogy a korábbihoz hasonló buborékok alakulnának ki? Az első lépés a már megkezdett szabályozási reformkezdeményezések véghezvitele. Ezután fontos lenne lebontani a korlátozásokat a külföldi közvetlen befektetések és a külföldi befektetők részvény- és kötvényvásárlásai előtt,** amelyek sokkal stabilabb tőkeáramlások, mint a banki hitelezés. A fejlődő országoknak folytatniuk kellene a hazai pénz- és tőkepiacok fejlődését támogató reformokat. Az európai pénzügyi integráció előremozdításához fontos lenne Európában a bizalmat helyreállítani és a bankuniót létrehozni, amely nem csak a közös felügyeletet, hanem közös döntési mechanizmusokat és a közös betétbiztosítást is magában foglalná.

<http://www.project-syndicate.org/commentary/the-post-crisis-decline-in-cross-border-capital-flows-by-martin-n--baily-and-susan-lund>

## Bitcoin - lufi vagy új virtuális pénznem?

A 2009-ben alapított bitcoin olyan virtuális pénznem, amely peer-to-peer, azaz személyek közötti, mindenféle központi hatóság nélküli rendszerként működik. Az online fizetés titkosított csatornákon keresztül zajlik; sok kereskedő is elfogadja már, illetve létezik olyan tőzsde is, ahol „valódi” pénzért lehet bitcoint venni. Emellett a virtuális pénz „bányászható” is: az adott felhasználó a számítógépe vagy más eszközének a rendszerhez való hozzáadásáért bitcoint kap. Bár számos más virtuális pénz is létezik, a bitcoint elterjedtsége kiemeli a többi közül. **Az elmúlt időszakban dollárral szembeni árfolyama igen jelentős növekedést mutatott:** négy hónap alatt 10 dollár körüli árról 70 dollárra emelkedett egy bitcoin ára. A cikk egyik kérdése, hogy vajon mi állhat a jelenség hátterében?

A bitcoin dollárban mért piaci ára 2012 áprilisától



Sokak szerint a ciprusi események is hatással voltak a bitcoin árára (hiszen a betétek megadóztatásakor menedékeszközként funkcionálhat), a cikk írója azonban úgy látja, más tényezők sokkal jelentősebbek lehetnek. Ezek egyike, hogy **a forgalomban lévő bitcoin-mennyiség növekedése csökkenő trendet mutat.** A bitcoin esetében a monetáris bővülés mértéke előre ismert: az összes bitcoin száma idővel 21 millióhoz tart, 2013-ra a teljes mennyiség fele, 2017-re háromnegyede fog rendelkezésre állni. A bővülés mértéke először 2012 végén csökkent a felére, ez magyarázhatja az idei év elején tapasztalható gyors áremelkedést. **Emellett szerepet játszott az is, hogy egyre több ember használja a bitcoint,** így a kereslet növekszik iránta.

Bár a virtuális pénznem jó befektetésnek tűnhet, **rengeteg olyan tényező is fennáll, ami miatt árfolyama a jövőben kiszámíthatatlan lehet.** Ezek egyike az ASIC, egy idén megjelent új számítógépes chip, amely **hatékonyabbá teszi a bitcoin-bányászatot.** Eddig a bányászat nagy költségű, hatalmas gépeken zajlott, az új chippel azonban sokkal többek számára elérhetővé válik majd. **Egy másik befolyásoló tényező, hogy a hatóságok is elkezdtek felfigyelni az új virtuális pénznemre** (hiszen pl. a bitcoinnal a titkos csatornákon való fizetés a pénzmosást megkönnyíti), **így a szabályozás erősödése várható.** Harmadrészt **a bitcoin felé irányuló hackertámadások jelenthetnek veszélyt,** mint ahogy az történt nemrég, amikor a MtGox bitcoin tőzsdéjén, valószínűsíthetően egy támadás után, az árfolyam 17 dollárról pár perc alatt pár pennyre csökkent.

<http://www.nakedcapitalism.com/2013/03/bitcoin-bubble-or-new-virtual-currency.html>

## Magyarázza-e a kockázatkerülés a részvényárak volatilitását?

A hatékony tőkepiacok elmélete alapján a részvényáraknak kisebb volatilitást kellene mutatniuk a jelenleg a piacokon megfigyelhetőnél; ez azon a feltételezésen alapul, hogy a befektetők kockázat semlegesek. Az elmélet szerint, ha a befektetők az információkat hatékonyan dolgozzák fel és a részvényárakat racionálisan határozzák meg, akkor a jövőbeli hozamokat nem lehet előre jelezni. Ezt empirikus vizsgálatok is alátámasztják.

A fentiekből adódóan a hatékony piacok elmélete – egyesítve azon empirikus ténnyel, miszerint az osztalék növekedését lehetetlen előre jelezni – alacsony volatilitást von maga után. Így a jelenlegi magas volatilitás csak úgy fordulhat elő, ha elvetjük a piaci hatékonyságot, és feltételezzük, hogy a jövőbeli hozamok tartalmaznak előre jelezhető komponenset.

Shiller ugyanis arra a következtetésre jutott, hogy a részvényárak volatilitása attól függ, hogy a befektetőknek mennyi információjuk van a jövőbeli osztalékokról: minél több információjuk van, annál nagyobb az árák átlagos eltérése.

Az, hogy az elmélet nem tudja megmagyarázni a magas volatilitást, részben abból ered, hogy nem veszi figyelembe a befektetők kockázatkerülését. A jelenlegi kutatások tehát abba az irányba tolódtak el, hogy ezt is beépítsék a modellbe. Lansing és LeRoy modelljében a részvényárak volatilitását a kockázatkerülés eltérő szintjei mellett számolták ki. Kockázatsemlegesség esetén a modell által jelzett volatilitás jóval alacsonyabb volt, mint a valóságban tapasztalható. Azt találták, hogy minél erősebb a kockázatkerülés, annál magasabb a volatilitás. Ahhoz azonban, hogy akkora volatilitást kapjanak, mint a valóságban, valószínűtlenül nagy kockázatkerülést kell feltételezni.

Összegezve az eredményeket, megengedve a kockázatkerülést a modell tud olyan volatilitást generálni, mint ami a pénzügyi piacokon megfigyelhető. Ugyanakkor ez vagy azt feltételezi, hogy a befektetők kockázatkerülése valószínűtlenül magas, vagy azt, hogy előre tudják jelezni a jövőbeni hozamokat; vagy pedig mindkettőt. Ebből az következik, hogy a kockázatkerülés feltételezése nem elég annak magyarázatára, miért ennyire volatilisek a részvényárfolyamok.

<http://www.frbsf.org/publications/economics/letter/2013/el2013-10.html>

## Mérlegjavítás az európai bankokban

Az IMF nemrégiben megjelent, az európai pénzügyi szektorról szóló értékelése szerint már sokat elértek a pénzügyi válság óta, azonban a bankok sebezhetősége megmaradt, így további, széles körű erőfeszítések szükségesek, így például a banki mérleg javítását célzó intézkedések. A cikk a folyamatban lévő banki szerkezetátalakításokat és a lehetséges további lépéseket tekinti át.

2011 óta az Európai Unió területén működő bankok növelték tőke-megfelelési mutatójukat, részben az Európai Bankfelügyeleti Hatóság által vezetett második stressz-tesztnek és feltőkésítési gyakorlatnak köszönhetően. A nem szokványos monetáris műveletek fokozták a bankok likviditását, és a bankfelügyelet felépítése is megújult annak köszönhetően, hogy megegyezés született az eurózóna bankjaira kiterjedő Egységes Felügyeleti Mechanizmus megalapításáról.

Azonban a bankok sebezhetősége megmaradt, mivel a központi bankok likviditására való hagyatkozás még mindig jelentős, különösen a perifériaországok esetében. Az eszközök értékcsökkenése folytatódik, ami rontja a bankok mérlegét, ezáltal magát a jövedelmezőséget. A nem teljesítő hitelek gyorsabban nőnek, mint ahogy a

hitelállomány változik: **2007 óta a hitelállomány 3%-kal csökkent, míg a nem teljesítő hitelek értéke 150%-kal nőtt.**

Számos országban végeztek független eszközminőség-felülvizsgálati és stressz-teszteket, melyek elősegítették, hogy a bankok eszközminőségéről pontos diagnózist kapjanak, és visszaszerezzék a pénzügyi rendszerbe vetett bizalmat. **A jövőben a nemzetközi hatóságoknak és az Egységes Felügyeleti Mechanizmusnak vállalnia kellene olyan eszközminőség-felülvizsgálatokat, amelyek uniós szintűek.** Ez hitelt érdemlőbbé tenné azokat a stressz-teszteket is, amiket az Egységes Felügyeleti Mechanizmus és az Európai Bankfelügyeleti Hatóság közösen hajt végre.

Számos akadály gyengíti a bankok mérlegének javítását, a cikk szerzői három sürgős lépést emelnek ki ezzel kapcsolatban. Először is, a **nem teljesítő hitelek szerkezetátalakítását** kell elősegíteni. Másodsorban az Európai Unióban a **bankszanálási eszközöket kellene megerősíteni a Pénzügyi Stabilitási Tanács javaslataival összhangban.** Végül pedig az **átláthatóságot kellene jelentősen növelni és harmonizálni az Európai Bankfelügyeleti Hatóság közreműködésével, hogy a pénzügyi piacba vetett bizalom helyreálljon.**

<http://www.voxeu.org/article/balance-sheet-repairs-european-banks>

### **Az arany, mint buborék?**

A hosszú évekig tartó meredek aranyár-növekedés több hónapja átrajzolódni látszik. Azonban az egészen friss adatok által jelzett jelentős nemesfém árzuhanás volt az, mely a közismerten menedékeszközként számon tartott arany szerepét, áralakulásának mögöttes okait a közgazdászok érdeklődésének fókuszába helyezte.

**Az arany ára fokozatosan csökkent az év során, április elejétől nagyobb árzuhanások figyelhetők meg, majd a hónap közepére tehető az 1983 óta nem látott napon belüli áresés.** Az uneasymoney.com közgazdász szerzője, David Glasner cikke az április 15-i árzuhanás előtt került publikálásra, ugyanakkor érdekes összefüggéseket tartalmaz a folyamat egészére vonatkozóan. **A nemesfém ára 1999 és 2011 között 650 százalékkal emelkedett, hedge fund befektetők vagy egyszerű megtakarítók körében is népszerűvé vált.** Bár az amerikaiak közel harmada szerint még mindig az arany az egyik legjobb hosszú távú befektetési forma, **ugyanakkor az elmúlt időszakban több pénzügyi intézmény az arany árának tartós csökkenését vetítette előre.** Az aranyat emelkedő piaci értéke miatt tartjuk, ennek ellenére a szerző felveti a John Maynard Keynes által felvázolt „szépségverseny-elmélet” aranyra, mint befektetési eszközre való alkalmazásának lehetőségét. **Ha az arany árának alakulását összevetjük a lakásárindex alakulásával, tendenciájában a 2008-as subprime válság előtti lakásár-felfutás (Case-Shiller lakásárindex) egészen hasonló képet rajzol ki, mint az arany 2000-es évek elejétől meginduló exponenciális áremelkedése.** A fundamentumok híján lévő eszköz „buborékként” tudott viselkedni, mely azonban most „kipukkadni” látszik.

<http://uneasymoney.com/2013/04/11/the-gold-bubble-is-bursting-whos-to-blame/>

[http://www.nytimes.com/2013/04/11/business/gold-long-a-secure-investment-loses-its-luster.html?pagewanted=1&hp&\\_r=1&\\_r=1&\\_r=1](http://www.nytimes.com/2013/04/11/business/gold-long-a-secure-investment-loses-its-luster.html?pagewanted=1&hp&_r=1&_r=1&_r=1)

## NEMZETKÖZI SZERVEZETEK NEMRÉGIBEN MEGJELENT PUBLIKÁCIÓI

### **Europe's growth problem (and what to do about it)**

A Bruegel által kiadott tanulmány Európa növekedési problémájával foglalkozik. Az EU gyenge hosszú távú növekedési potenciálja és a válságból való felépülés a politika számára komoly kihívást támaszt. A tanulmány beszél magáról a problémáról, valamint a növekedés helyreállításához szükséges főbb intézkedésekről is.

<http://www.bruegel.org/publications/publication-detail/publication/776-europes-growth-problem-and-what-to-do-about-it/>

### **The euro exchange rate during the European sovereign debt crisis dancing to its own tune?**

A tanulmány az euró árfolyamának alakulását meghatározó tényezőket vizsgálja az európai szuverén adósságválság alatt. Tanulmányozza a makrogazdasági fundamentumok szerepét, valamint a különböző politikai lépések hatását. A tanulmány arra a következtetésre jut, hogy az euró árfolyama többnyire „a saját ritmusa szerint táncol”, különösen a makrogazdasági fundamentumok magyarázó ereje alacsony.

<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1532.pdf>

### **Taxation of Human Capital and Wage Inequality: A Cross-Country Analysis**

A tanulmány a munkavállalói jövedelmek adóztatására vonatkozó adópolitika szerepét vizsgálja a bérek közötti egyenlőtlenségben, elsősorban férfi munkavállalókra koncentrálva. A munka szerzői egy életciklus modellt állítanak fel, melyben az egyének eldönthetik, hogy tanulnak, dolgoznak, vagy munka nélkül maradnak.

<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2013/201320/201320pap.pdf>

### **Financial Stability Monitoring**

A tanulmány szerzői szerint szükség van egy széles körű, előrettekintő monitoring programra, mely képes azonosítani a pénzügyi rendszer sebezhető pontjait, ezáltal a rendszerszintű kockázatokat csökkenti. Az értekezés egy olyan keretet mutat be, melynek középpontjában a negatív sokkokat okozó sebezhetőségek kiszűrése, nem pedig maguk a sokkok állnak.

<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2013/201321/201321pap.pdf>

### **Trade and labour market dynamics in Brazil's post-liberalization period**

Az OECD kereskedelempolitikával foglalkozó sorozatában megjelenő tanulmány a gazdaság nyitottabbá válásának munkaerő-piaci hatásait veszi górcső alá Brazília példáján keresztül. A tanulmány (földrajzi és képzettség szerinti bontásban) vizsgálja a kereskedelem direkt foglalkoztatottságot befolyásoló hatását, illetve kitér az export expanzió és a munkahely-teremtés összefüggésének erősségére és a kapcsolat okaira is.

<http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5k480c265kq1.pdf?expires=1366360564&id=id&accname=guest&checksum=1E3F3C908B0765F2DD7806FC979B191E>

### Expected sovereign defaults and fiscal consolidations

Az Európai Bizottság közgazdasági tanulmányainak gondozásában megjelent anyag az országkockázati felár költségeit vizsgálja, elsősorban a költségvetési konszolidációval és költségvetési multiplikátorral összefüggésben. A multiplikátor mérete összefüggésben van a konszolidáció megvalósításának rövid távú költségeivel, ugyanakkor a kiigazítás elhalasztása nem független az országkockázattól, illetve az arra vonatkozó várakozásoktól.

[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/economic\\_paper/2013/pdf/ecp479\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2013/pdf/ecp479_en.pdf)