

# Komáromi András: A külső forrásbevonás szerkezete: Kell-e félnünk az adóssággal való finanszírozástól?

*Magyarország külső egyensúlyi mutatói 2007-ben nagymértékben javultak. Ezzel párhuzamosan azonban jelentősen emelkedett a külső adósságráta, amely a subprime válság okozta bizonytalan nemzetközi környezetben ráirányította a befektetők figyelmét az ország külső finanszírozásának szerkezetére. Tanulmányunk amellel érvel, hogy az adósságjellegű külső forrásbevonás arányának közelmúltban tapasztalt növekedése nem feltétlenül növeli a fenntarthatósági kockázatokat. Egyrészt az adóssággeneráló finanszírozás 2007-es rekordszintre emelkedése mögött meghatározó részben egyedi tételek állnak. Másrészt a nem adóssággeneráló források szerepének csökkenése elsősorban nem a beáramlás visszaesésének, hanem a rezidensek megnövekedett tőkekivitelének köszönhető, amely részben az intézményi befektető szektor fejlődésével, részben pedig néhány rezidens nagyvállalat külföldi terjeszkedésével hozható összefüggésbe. A képet tovább árnyalja, hogy az újabb kutatások szerint a nem adóssággeneráló finanszírozási formákhoz társított előnyös tulajdonságok nem mindig támaszthatók alá, illetve empirikus tapasztalatok szerint a fejlettebb országokat gyakran az adósság típusú külső források magasabb aránya jellemzi. Természetesen a finanszírozási szerkezettől függetlenül Magyarország nettó külföldi kötelezettségének nemzetközi viszonylatban magas szintje továbbra is jelentős kockázati tényező.*

## BEVEZETÉS

2007-ben az államháztartási hiány csökkenésével párhuzamosan Magyarország külső egyensúlyi mutatói is jelentősen javultak. Ugyanakkor a nettó nem adóssággeneráló forrásbeáramlás rendkívüli mértékben csökkent a korábbi évekhez képest, ami a mérséklődő külső egyensúlytalanság ellenére is az ország külföldi adósságának számottevő emelkedését vonta maga után. A subprime válság következtében csökkenő kockázatvállalási hajlandósággal jellemezhető környezetben az adósságjellegű kötelezettségek arányának látványos emelkedése ráirányította az elemzők és befektetők figyelmét a külső finanszírozás szerkezetére.

Sokan az ország versenyképességének és hosszú távú növekedési kilátásainak romlásával hozták összefüggésbe a nem adóssággeneráló befektetések visszaesését, holott a folyamatok ennél több szempontból is árnyaltabban értékelhetők. A közgondolkodásban például meglehetősen egyoldalúan vannak jelen a közvetlen tőke előnyeit kiemelő érvek, míg az adósságtípusú források szerepének növekedését hajlamosak vagyunk azonnal a befektetői bizalom megrendülésének jeleként értelmezni. A kizárólag nettó tőkeáramlásokat vizsgáló elemzések szintén túlságosan leegyszerűsítik a kérdést, hiszen nem fordítanak figyelmet az országba érkező és az onnan kiáramló források mögött álló esetlegesen eltérő motivációkra.

További fontos szempont, hogy a külső finanszírozási szerkezet mindig csak a külső egyensúlytalanság adott szintje mellett, illetve az ország gazdaságának és intézményrendszerének fejlettségét figyelembe véve értékelhető.

A tanulmányban először röviden bemutatjuk a fogalmi keretet, amelyben a külső egyensúlytalanság és a külső finanszírozás szerkezete elemezhető. Áttekintjük a magyarországi stílizált tényeket, és régiós összehasonlításban is vizsgáljuk a közvetlen tőke-áramlások alakulását. Ezután a szakirodalomban fellelhető elméleti és empirikus eredmények segítségével igyekszünk tágabb keretbe helyezni a külföldi forrásbevonás szerkezetének vizsgálatát. Végezetül megpróbáljuk értékelni Magyarország külső finanszírozási szerkezetének – az elmúlt évben jelentősen felgyorsuló – átrendeződését, és megfogalmazunk néhány előretekintő következtetést.

## KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSI IGÉNY ÉS A FINANSZÍROZÁS SZERKEZETE<sup>1</sup>

Egy ország pénzügyi megtakarítását, vagyis rendelkezésre álló jövedelmének (GNDI)<sup>2</sup> azt a részét, amelyet nem fordít fogyasztásra (C) vagy felhalmozásra (I), nettó külső finanszírozási képességnek nevezzük (NFK). Ha figyelembe vesszük, hogy felhalmozás nemcsak a rendelkezésre álló jövedelemből, hanem a fizetési mérleg *tőkemérlegében* (KA) megjelenő net-

<sup>1</sup> Az ebben a fejezetben leírtak részletes kifejtése megtalálható Antal (2006) tanulmányában.

<sup>2</sup> A bruttó rendelkezésre álló jövedelem (GNDI) a bruttó hozzáadott érték (GDP), a külfölddel szembeni jövedelemegyenleg (NFI) és folyó transzferegenleg (NFTC) összegének felel meg.

tó egyoldalú tőkeátutalásból is megvalósulhat, akkor megmutatható, hogy a külső finanszírozási képesség megegyezik a folyó fizetési mérleg (CA) és a tőkemérleg összegével:

$$\begin{aligned} NFK &= GNDI + KA - (C + I) = [GDP + NFI + NFTC] + KA - (C + I) = \\ &= [(C + I + X - M) + NFI + NFTC] + KA - (C + I) = \\ &= [(X - M) + NFI + NFTC] + KA = CA + KA \end{aligned}$$

Ha egy ország a jövedelmét meghaladóan költekezik – és Magyarországra ez jellemző –, akkor nettó külső finanszírozási képessége negatív, amit külső finanszírozási igénynek nevezhetünk.<sup>3</sup> A külföldiek belfölddel szembeni pénzügyi tranzakcióit, azaz a külső finanszírozási igény finanszírozását a fizetési mérleg *pénzügyi mérlege* foglalja össze. Itt eszköztípusonkénti bontásban nyomon követhető, hogy a belföldi szektorok milyen formában vonták be a külső forrást.

A külföldi forrásokat csoportosíthatjuk aszerint, hogy adósság típusú (*adóssággeneráló*) vagy tulajdon jellegű (*nem adóssággeneráló*) követelést testesítenek meg. Adóssággeneráló forrás esetén a külföld felé törlesztési vagy kamatfizetési kötelezettség keletkezik, míg nem adóssággeneráló finanszírozás révén a külföldi szereplők belföldi tulajdonhoz jutnak, és jogosulttá válnak a tulajdon által termelt jövedelemre.<sup>4</sup> További osztályozási szempont lehet, hogy a befektetés a szervezett piacokon könnyen forgatható pénzügyi instrumentumban testesül-e meg (ún. portfólióbefektetések), vagy pedig kevésbé „személytelen” és nehezebben átruházható jogviszonyt fejez ki (1. táblázat).

A nettó külső finanszírozási igényt a belföldi szektorok külső forrásbevonása fedezi, ezért érdemes megvizsgálni, hogy az egyes szektorok jellemzően milyen típusú külföldi forrásra támaszkodnak. A vállalati szektor külföldi forrásbevonása megvalósulhat nem adóssággeneráló és adósságjellegű formában is. Nem adóssággeneráló tőkebeáramlást jelentenek a közvetlen

tőke-befektetések,<sup>5</sup> illetve tulajdonviszonyt megtestesítő (részvény) portfólióbefektetések.<sup>6</sup> Az államháztartás elsősorban adóssággeneráló forrást von be külföldről, ugyanakkor az állam privatizációs bevételei nem adóssággeneráló forrásként szolgálnak. A háztartások általában nem vonnak be közvetlenül forrást külföldről, ugyanakkor az alapvetően közvetítő szerepet betöltő hitelintézeteken keresztül – a vállalatokhoz hasonlóan – ez a szektor is vonhat be adóssággeneráló forrást.<sup>7</sup>

Önmagában semmiképpen sem jelent problémát, ha egy ország részben külső forrásokra támaszkodik. Természetesnek tekinthető például, ha gyorsan növekedő, felzárkózó gazdaságok bőséges beruházási lehetőségeik finanszírozására külföldi tőkét vonnak be. A tartósan magas finanszírozási igényt azonban a befektetők általában olyan kockázati tényezőként értékelik, amely csökkenti az ország külső sokkokkal szembeni ellenálló képességét, illetve a gazdasági folyamatok hosszabb távú fenntarthatatlanságát is jelezheti. Ezért a külső finanszírozási igény alakulását a gazdaságpolitikusok, hitelminősítők, piaci elemzők és a befektetők egyaránt nyomon követik, és részben ez alapján alakítják ki az adott ország kockázatosságára vonatkozó véleményüket.

A fenntarthatóság megítélése szempontjából tehát a külső finanszírozási igény szintje az elsődleges, ám jelentős egyensúlytalanság esetén előtérbe kerülhet a finanszírozás szerkezete is. Az elemzők ugyanis bizonyos típusú forrásokat általában kedvezőbbnek tartanak a fogadó ország számára, míg más tőkeáramlásokról úgy gondolják, hogy növelik az ország sérülékenységét. Különösen a közvetlen tőkét szokás „jó” forrásnak minősíteni, arra hivatkozva, hogy különböző csatornákon keresztül serkentheti a fogadó ország növekedését. Emellett sok elemző úgy gondolja, hogy a portfólióbefektetések volatilisabbak, felnagyíthatják az üzleti ciklusok kilengéseit, és előidézhetik vagy legalábbis elmélyíthetik a pénzügyi válságokat.

## 1. táblázat

### A külföldi források csoportosítása

	Adóssággeneráló	Nem adóssággeneráló
Portfólió jellegű	kötvények, pénzügyi eszközök	részvények
Nem portfólió jellegű	hitelek, bankbetétek, valuta	közvetlen tőke (FDI)

<sup>3</sup> A jelen elemzés elsősorban a magyarországi folyamatokkal foglalkozik, ezért állításaink megfogalmazása negatív külső finanszírozási képességgel (külső finanszírozási igénnyel) van összhangban.

<sup>4</sup> Elemzésünkben a fizetési mérleg sztenderd szerkezetétől eltérően nem tulajdonitunk kitüntetett szerepet a nemzetközi tartaléknak, azt adósságjellegű tartozást csökkentő tételnek tekintjük.

<sup>5</sup> A fizetésimérleg statisztika gyakorlatának megfelelően a közvetlentőke-tételek között vesszük figyelembe a vállalatok tulajdonosi hiteleit is, mivel a tapasztalatok szerint a tulajdonosi hitelek és a részvény jellegű közvetlentőke-befektetések közötti átjárás viszonylag egyszerű és úgy mehet végbe, hogy annak semmilyen fundamentális oka nincsen, és a piaci folyamatokat sem befolyásolja.

<sup>6</sup> A közvetlentőke és a portfóliójellegű részvénybefektetések elkülönítése empirikusan nagyon nehéz. A makrostatisztika egy egyszerű szabályt alkalmaz: a külföldi tulajdonos 10 százalékot meghaladó részesedése már közvetlentőke-befektetésnek minősül.

<sup>7</sup> Jó példa erre az utóbbi években egyre jelentősebb mértékű vállalati és háztartási devizahitel-felvétel, amely hozzájárult a bankrendszer külföldi forrásbevonásának növekedéséhez.

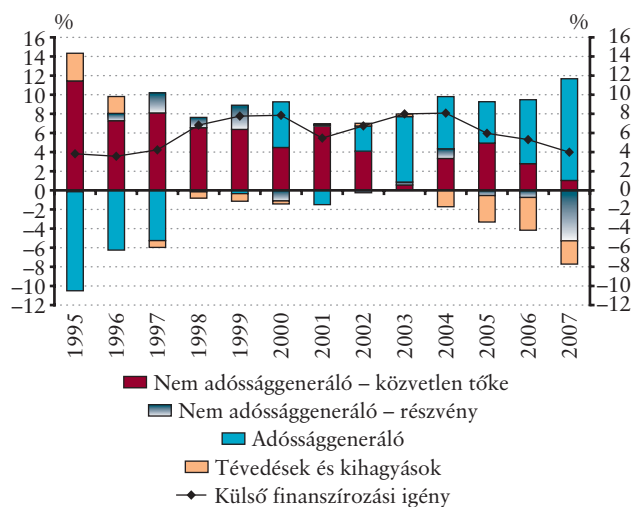
## A KÜLSŐ FORRÁSBEVONÁS SZERKEZETE MAGYARORSZÁGON: STILIZÁLT TÉNYEK

Magyarország GDP-arányos külső finanszírozási igénye a '90-es évek végén jelentősen megemelkedett, és egészen 2006-ig a rendkívül magas 6-8 százalékos sávban ingadozott. A külső egyensúlytalanság tartósan magas szintje mellett markáns eltolódás volt megfigyelhető a finanszírozás szerkezetében is, vagyis megváltozott az adóssággeneráló és a nem adóssággeneráló források aránya (1. ábra).<sup>8</sup>

A 2000-es évek elejéig tartó időszak magas nem adóssággeneráló forrásbeáramlással és többnyire elhanyagolható nagyságú kiáramlással volt jellemezhető, így a nettó nem adóssággeneráló forrásbevonás rendre meghaladta a külső finanszírozási igényt. A korán és gyors ütemben elkezdett privatizáció nagymértékben közvetlenül is hozzájárult a '90-es években tapasztalt erőteljes közvetlentőke- és portfóliórészvény-beáramláshoz, illetve az általános tőkehiány és a jelentős kedvezményeket nyújtó befektetésösztönző gazdaságpolitika vonzó befektetési célponttá tette Magyarországot (Sass, 2003). Eközben a rezidens vállalatok közvetlentőke-exportja nem volt jelentős, a külföldi részvénybefektetéseket pedig az intézményi befektetői szektor (befektetési alapok, nyugdíjpénztárak, biztosítók) fejletlensége tartotta alacsony szinten.

1. ábra

A külső finanszírozás szerkezete Magyarországon, 1995–2007 (GDP arányában)



Forrás: MNB.

Az elmúlt néhány évben azonban új tendenciaként jelentkezett a hazai szereplők nem adóssággeneráló tőke kivételének emelkedése, ami az adósságjellegű finanszírozás arányának

## 2. táblázat

Közvetlentőke-áramlások alakulása a környező országokban (GDP arányában)\*

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>FDI beáramlás</b>													
Csehország	4,6	2,3	2,3	6,0	10,6	8,8	9,1	11,4	2,3	4,5	9,3	4,2	5,3
Lengyelország	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	5,6	3,0	2,1	2,1	5,1	3,4	5,6	4,2
Románia	n. a.	n. a.	n. a.	4,7	2,9	2,8	2,9	2,5	3,1	8,5	6,6	9,3	6,0
Szlovákia	1,2	1,7	0,8	2,5	1,6	10,1	7,0	16,1	1,8	2,7	4,4	7,4	3,9
Magyarország	11,0	7,3	9,1	7,1	6,9	5,8	7,4	4,5	2,5	4,4	6,9	6,0	4,0**
<b>FDI kiáramlás</b>													
Csehország	0,1	0,2	0,0	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	0,2	0,9	0,0	1,0	0,8
Lengyelország	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3	1,1	2,6	0,8
Románia	n. a.	n. a.	n. a.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,3	0,0
Szlovákia	0,0	0,2	0,4	0,6	-1,9	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,4	0,3	0,7	0,3
Magyarország	0,1	0,0	1,0	0,6	0,5	1,3	0,7	0,4	2,0	1,1	2,0	3,3	3,0

Forrás: Eurostat, MNB.

\* Tulajdonosi hitelekkel együtt.

\*\*Az egyedi tételnek tekinthető Budapest Airport-tranzakció 1-2 százalékponttal csökkentette a GDP-arányos FDI-beáramlás értékét.

<sup>8</sup> A fizetési mérleg – mint minden makrogazdasági statisztika – tartalmaz bizonyos mértékű statisztikai hibát is. Ez abban nyilvánul meg, hogy a hivatalos finanszírozási igény (a folyó és tőke mérleg összege) és ennek finanszírozását összefoglaló pénzügyi mérleg számszerűen nem zár össze. A különbséget a „Tévedések és kihagyások” soron jeleníti meg a statisztika. Az eltérés értéke Magyarországon igen magas, ám a jelen elemzésnek nem célja tárgyalni ennek okait.

növekedésével járt együtt. Miközben a privatizációs bevételektől megszűrt közvetlentőke-beáramlásban nem tapasztalható számottevő csökkenés, addig a rezidens vállalatok közvetlentőke-kivitele jelentős mértékben növekedett. Hasonló folyamat figyelhető meg a portfóliójellegű részvénybefektetések esetében is: a hazai intézményi befektetők egyre nagyobb mennyiségben vásárolnak külföldi részvényeket, így a részvénytőke-kiáramlás már érdemben csökkenti a nettó nem adóssággeneráló finanszírozást.

A közvetlentőke-kivitelünk a környező országok viszonylatában is kimagasló (2. táblázat). A GDP-arányos közvetlentőke-beáramlás tekintetében Magyarország a '90-es évek végéig a régió „éllovasa” volt, utána pedig általában a középmezőnyben teljesített. Ez nagymértékben annak köszönhető, hogy a környező országok többségében jóval később indult el a privatizációs folyamat.<sup>9</sup> A közvetlentőke-kiáramlás ugyanakkor általában meghaladta a régióban megfigyelhető szintet, és az utóbbi években tovább nőtt ez a különbség. (A tőkekivitelről részletesebben lásd a keretes írást!)

### A nem adóssággeneráló tőke kivétel okai és hosszú távú hatása

Az elmúlt években megnövekedett nem adóssággeneráló forráskiáramlásban szerepet játszhattak a magyar gazdaságra vonatkozó versenyképességi megfontolások és az általános makrogazdasági bizonytalanság is, ám a tőke kivétel számottevő hányada mögött egyelőre valószínűleg más motivációk húzódnak meg.

Az eddig megfigyelt *közvetlentőke*-kivétel jelentős része a hazai piacon eredményesen teljesítő rezidens nagyvállalatok egy szűk köréhez (pl. MOL, OTP, MKB) kapcsolódik.<sup>10</sup> E vállalatok számára a belföldi piac már eléggé telítettnek tekinthető, ezért tőke kivételükben az új piacok elérésére módot adó felvásárlási lehetőségek és a régióbeli terjeszkedés játszanak meghatározó szerepet.

A *portfóliórészvények* formájában történő tőke kiáramlás emelkedése a hazai intézményi befektetők növekvő nemzetközi aktivitását tükrözi. A lakosság körében egyre népszerűbbek a nem banki megtakarítási for-

mák, illetve a törvényi szabályozás is a szektor fejlődésének irányba hatott.<sup>11</sup> Egyrészt nagy mennyiségű megtakarítás csatornázódott be a különböző pénztárakba, másrészt a teljes devizaliberalizáció korlátozások nélkül tette lehetővé külföldi részvények vásárlását. A magánnyugdíjpénztárakra vonatkozó választható portfóliós rendszer bevezetése szintén hozzájárul a tőke kivételhez, hiszen a pénztáraknak jelentős mértékben növelniük kell portfóliójuk részvényhányadát, hogy eleget tegyenek a törvényi előírásoknak.<sup>12</sup>

Ugyanakkor a nem adóssággeneráló tőke kivételnek hosszú távon kedvező hatásai is lehetnek. A külföldi közvetlentőke-befektetések révén a hazai vállalatok tovább növekedhetnek, az intézményi befektetők pedig külföldi részvények vásárlásával diverzifikálhatják portfóliójukat. A nem adóssággeneráló tőke kivétel ezáltal hosszabb távon hozzájárulhat a jövedelemegyenleg hiányának csökkenéséhez és ezzel a teljes gazdaság rendelkezésre álló jövedelmének növekedéséhez.<sup>13</sup>

2007-ben az adósságjellegű források térnyerése látványosan felgyorsult, ami elsősorban egyedi tényezőknek köszönhető. Éves szinten – egyedülálló módon – a nettó nem adóssággeneráló források 3 milliárd eurót meghaladó kiáramlását tapasztalhattuk, ami a nettó külső adósságráta 6,5 százalékpontos emelkedését eredményezte. Ebben nagyon jelentős szerepet játszott két, a makrogazdasági környezettel kevésbé összefüggő egyedi tényező:

- A MOL úgy védekezett az OMV felvásárlási törekvései ellen, hogy 2 milliárd eurót meghaladó értékben vásárolt saját részvényeiből. A társaság tőzsdén forgó részvényeinek többsége külföldiek kezében volt, így ez a tranzakció nem

adóssággeneráló tőke kivonásként jelentkezett a fizetési mérlegben.

- A külföldi kézben lévő Budapest Airport esetében tulajdonosváltásra került sor, és ezzel párhuzamosan megváltozott a cég finanszírozási szerkezete. A korábbi tulajdonos 100 százalékban közvetlentőke-befektetésként finanszírozta a cég megvásárlását, míg az új vevő az 1,9 milliárd eurós vételár döntő részét nem közvetlentőke-befektetés formájában, hanem külföldi bankoktól felvett hitelből fedezte. A fenti tranzakció hatására tehát jelentős közvetlentőke-kivonás és ezzel megegyező mértékű adósságjellegű forrásbevonás jelent meg a fizetésimérleg-statisztikában.

<sup>9</sup> A magyarországi privatizáció legutolsó nagyobb hulláma (MOL, Budapest Airport) a nem adóssággeneráló finanszírozás 2004-2005-ös értékét növelte.

<sup>10</sup> A publikus adatokból is nyilvánvaló, hogy a bankszektor jelentős szerepet játszik a közvetlentőke-kivételben. A 2003–2007-es időszakban a közvetlentőke-kivétel több mint 30 százaléka a kereskedelmi bankokhoz köthető.

<sup>11</sup> Az elmúlt években a lakosság eszközállományának szerkezete folyamatosan a befektetési jegyek és a biztosítási díjtartalékok (életbiztosítás, nyugdíjpénztári megtakarítások) irányába rendeződött át.

<sup>12</sup> A pénztárak (magán- és önkéntes nyugdíjpénztárak, önszegélyező és egészségpénztárak) részvénykitettsége a 2005 eleji 14 százalékról 2007 végére 29 százalékra emelkedett, miközben a kezelt vagyon nagysága több mint 80 százalékkal növekedett. Ezzel párhuzamosan folyamatosan csökkent a korábban egyértelmű túlsúlyban lévő magyar papírok aránya a részvényportfólióban, ami 2007 végén már csak 36 százalékot tett ki.

<sup>13</sup> A belföldiek nem adóssággeneráló külföldi befektetéseihez kapcsolódó jövedelem-beáramlás már az elmúlt években is trendszerűen növekedett.

A nettó külső adósságráta 2007-es nagymértékű emelkedése Magyarország befektetői megítélés szempontjából kedvezőtlen. Az aggregált mutatók mögé tekintve megállapítható, hogy (i) a nem adósságeneráló finanszírozás arányának csökkenése elsősorban az ilyen jellegű források megnövekedett kiáramlására vezethető vissza, miközben (ii) a közvetlentőke-beáramlás régiós összehasonlításban átlagosnak tekinthető, továbbá (iii) 2007-ben jelentős mértékben egyedi tényezők gyorsították fel átmenetileg az adósságjellegű finanszírozás tényerését.

## NEM ADÓSSÁGGENERÁLÓ FINANSZÍROZÁS – MEGKÉRDŐJELEZHETŐ ELŐNYÖK

A nem adósságeneráló tőkekiáramlás mögött álló okok feltehetően továbbra is fennmaradnak, így még az egyedi hatások kiszűrése után is valószínűsíthető, hogy a külső finanszírozási szerkezet tartósan elmozdulhat az adósságjellegű források felé. Ennek a jelenségnek a befektetői megítélés szempontjából átmenetileg kedvezőtlen hatása lehet, hiszen a befektetési bankok és a hitelminősítők a külső finanszírozási igény közvetlen tőkével, illetve általában véve nem adóssággal fedezett arányát gyakran tekintik egyfajta sérülékenységi mutatóknak.

A nem adósságeneráló külföldi befektetések előnyös tulajdonságai azonban elméletileg és empirikusan is vitatottak. Ebben a részben a nem adósságeneráló források mellett leggyakrabban felhozott érveket tekintjük át kritikus szemmel. Az ismertetés során igyekszünk rávilágítani, hogy a legtöbb érv a köztudatban meglehetősen egyoldalúan jelenik meg, miközben érvényességük az újabb kutatások tükrében egyáltalán nem tekinthető általánosnak.

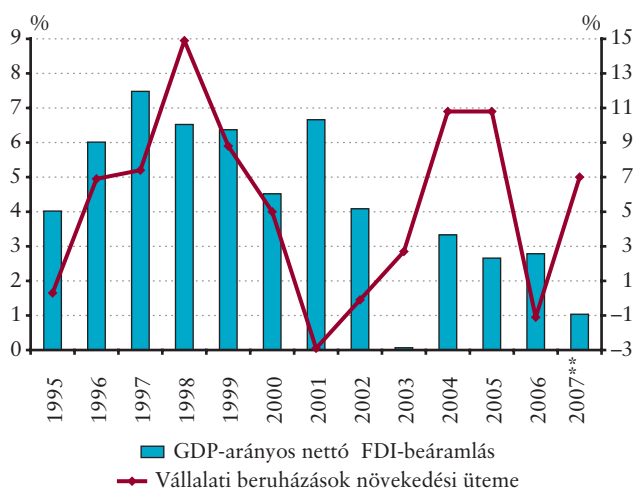
*1. A nem adósságeneráló külső források a vállalati szektor beruházási kiadásaihoz kötődnek, így hozzájárulnak a jövőbeli növekedéshez.*

A külső finanszírozási igény növekedését általában kedvezőbben ítélik meg, ha az elsősorban a beruházások növekedéséhez köthető, mint ha a belföldi megtakarítások csökkenése teszi szükségessé a külföldi forrásbevonást. Amennyiben ugyanis a külső finanszírozási igény növekedése a vállalati szektor növekvő felhalmozási kiadásaival áll összefüggésben, akkor az javíthatja a jövőbeli növekedési kilátásokat, és így csak mérsékelt kockázatot jelenthet. Ha azonban a külső finanszírozási igény növekedése a háztartások alacsony megtakarításával és gyors fogyasztásnövekedésével vagy az államháztartás finanszírozási igényének emelkedésével áll összefüggésben, akkor kevésbé feltételezhető, hogy a külső forrásbevonás hozzájárul a jövőbeli gazdasági fellendüléshez.

A nem adósságeneráló forrásokat – különösen a közvetlen tőkét – gyakran a vállalati szektor beruházási kiadásaihoz kötik, ám ez a megfeleltetés nem feltétlenül állja meg a helyét. Tény, hogy az államháztartás és a háztartások (a bankrendszeren keresztül) jellemzően adósságeneráló forrást vonnak be külföldről, míg a vállalatok részvénykibocsátással vagy közvetlentőke-bevonással képesek nem adósságeneráló forrásokkal is finanszírozni magukat. A finanszírozás formája azonban semmilyen közvetlen kapcsolatban nincsen a felhasználás céljával, így a nem adósságeneráló külső forrásbevonás nem feltétlenül jár együtt a beruházási aktivitás emelkedésével. Magyarországon ez a kapcsolat meglehetősen gyengének tűnik (2. ábra).

2. ábra

### Közvetlentőke-beáramlás és beruházások\*



\*A privatizációs bevételektől megszuirt nettó FDI-beáramlás (MNB-számítás) és a „vállalkozás” gazdálkodási formában működő szervezetek beruházásai (KSH). \*\*A KSH negyedéves adatközlése alapján MNB-becslés.

*2. A nem adósságeneráló források – különösen a közvetlen tőke – stabil finanszírozási formák, így csökkentik egy fizetési mérleg-válság kialakulásának valószínűségét.*

A működő tőkét hagyományosan kevésbé likvid, ebből következően stabilabb finanszírozási formának tartják az adósságjellegű befektetéseknél. A közvélekedés szerint ebből az is következik, hogy az ilyen források csökkentik egy fizetési mérleg-válság kialakulásának kockázatát. Levchenko és Mauro (2006) például egyszerű leíró statisztikák alapján azt találták, hogy normál körülmények között ugyan nem különbözik lényegesen a különböző tőkeáramlások volatilitása és perzisztenciája, ám az ún. „sudden stop” időszakok környékén a nem adósságeneráló források – és különösen a közvetlen tőke – meglehetősen stabilnak mutatkoznak. Következtetésük szerint az adósságjellegű portfólióbefektetések, illetve még inkább a banki és kereskedelmi hitelek „tehetőek felelőség” a „sudden stop”-ok kialakulásáért.

Több tanulmány ugyanakkor kétségbe vonja, hogy van értelme elkülönítve vizsgálni az egyes finanszírozási formákat a teljes külső forrásbeáramlás volatilitása és előrejelezhetősége szempontjából. A vállalatok ugyanis tetszőlegesen átrendezhetik forrásaik szerkezetét, így válság esetén a tőkekivonás nemcsak közvetlentőke-kiáramlásként jelentkezik. Ha például egy külföldi cég válságra számítva tőkét szeretne kivinni az országból, akkor nemcsak a saját tőkéjét vonhatja ki, hanem belföldi kölcsönökből is vásárolhat külföldi eszközöket, illetve visszafizetheti külföldi hiteleit is. Ebben az esetben „ami bejön az ajtón, az más formában távozik az ablakon”, tehát a közvetlentőke-befektetések volatilitása önmagában kevés információt nyújt a teljes pénzügyi mérleg volatilitásáról (Fernandez-Arias és Hausmann, 2000).

### *3. A nem adóssággeneráló források elősegítik a nemzetközi kockázatmegosztást.*

A nem adóssággeneráló finanszírozás előnyös tulajdonsága, hogy a nem adóssággeneráló befektetéseknek az adóssághoz képest potenciálisan nagyobb szerepe lehet a nemzetközi kockázatmegosztásban. Ez abból következik, hogy a tulajdonon realizált hozam általában prociklikusan alakul, azaz a külföldi befektetők alacsonyabb jövedelemre jogosultak, amikor a hazai gazdaság nehézségekkel szembesül, és magasabbra fellendülés idején. Hasonlóképpen, ha negatív sokkok hatására az árfolyam leértékelődik, akkor a külföldi devizában denominált külső adósságszolgálat emelkedik, míg a közvetlen tőke és a részvények hozama feltehetően csökken. Ebben az értelemben a nem adóssággeneráló kötelezettségek hozzájárulnak az ország rendelkezésre álló jövedelmének simításához.

A kockázatmegosztás lehetőségének előnyeit azonban erősen gyengíti, hogy a külföldi tulajdonosok az újrabefektetett jövedelmek arányának csökkentésével reagálhatnak a hazai gazdaság lassulására.<sup>14</sup> A külföldi tulajdonú vállalatok teljes megtermelt jövedelme ugyanis valóban változhat az általános gazdasági helyzetnek megfelelően, ám az kizárólag a tulajdonosok döntése, hogy ebből a jövedelemből mennyit forgatnak vissza a vállalatba, és mennyit visznek ki az országból például osztalék formájában.

### *4. A nem adóssággeneráló forrásokhoz nem társul megújítási és árfolyamkockázat.*

A tulajdont megtestesítő kötelezettségek elméletileg nem tartalmazzak lejáratit és árfolyamkockázatot, hiszen a tulajdonosok követelése éppen arra a pénzáramlásra vonatkozik –

bármilyen devizában legyen is denominálva –, amely a többi jogosult (hitelező) kifizetése után megmarad. Ideális esetben természetesen egy vállalat bármilyen devizában képes rövid és hosszú lejáratra is hitelt felvenni, így forrásait az eszközeinek lejáratit szerkezetéhez és pénzáramlásainak denominációjához igazíthatja. Amennyiben azonban erre nincs lehetősége – vagyis a piac nem teljes –, akkor a vállalat mérlegében lejáratit és árfolyamkockázat jelenik meg. Ilyen helyzetben a vállalat optimális finanszírozási szerkezetében indokolható a nem adóssággeneráló finanszírozás nagyobb szerepe.

A nem adóssággeneráló finanszírozás ebből fakadó magas arányát azonban téves lenne a gazdasági stabilitás jeleként értelmezni, hiszen ez valószínűleg csupán az ország mérlegében megjelenő kockázatokra adott optimális befektetői választ tükrözi. Az empirikus vizsgálatok például megmutatták, hogy az ún. „eredendő bűnben” szenvedő országok – amelyek nem képesek saját devizájukban forráshoz jutni – külső forrásbevonásukban sokkal nagyobb arányban támaszkodnak működőtőkére (Hausmann és Fernandez-Arias, 2000).

### *5. A nem adóssággeneráló források – különösen a közvetlen tőke – pozitív externális hatásuk révén hozzájárulnak a gazdasági növekedéshez.*

A közvetlen tőke formájában megvalósuló külföldi befektetések mellett nagyon gyakran hangoztatott érv, hogy felgyorsíthatják a fogadó ország növekedését és gazdasági felzárkózását. A hagyományos elfogadott magyarázat szerint a beáramló működő tőkét az különbözteti meg a belföldi vállalatok beruházásaitól, hogy pozitív externáliák társulnak hozzá. A külföldi tulajdonú vállalat ugyanis új technológiát, know-how-t, menedzseri képességeket és új piacokhoz való hozzáférést hozhat magával, amelyek a fogadó gazdaságban továbbterjesztve kitágíthatják a termelési lehetőségek határát.

Nagyon fontos azonban észrevennünk, hogy a közvetlen tőkének tulajdonított fenti hasznok valójában magához a vállalathoz kötődnek, és nem a finanszírozás módjához. Amennyiben egy külföldi tulajdonú vállalat új technológiával, jobb menedzsmentrendszerrel vagy új exportpiacokhoz való hozzáféréssel „ajándékozza meg” a fogadó országot, akkor az csakis a vállalatnak köszönhető, és nem a közvetlen tőkének. A közvetlentőke csak a vállalat finanszírozásának egy lehetséges formája – egy makroszámveteli fogalom –, és önmagában semmilyen externális hatása nincs. A külföldi befektetéseknek a hazai gazdasági növekedésre gyakorolt pozitív hatása tehát – amennyiben egyáltalán létezik – nem korlátozható csak a közvetlen tőke formájú forrásbevonásra.

<sup>14</sup> A bruttó nemzeti rendelkezésre álló jövedelem (GNDI) számításakor a külföldiek újrabefektetett jövedelmei is levonásra kerülnek, hiszen azok nem rezidens tulajdonosokhoz kötődnek. Mégis előnyösebbnek tekinthető, ha a külföldiek a Magyarországon realizálódott jövedelmük nagyobb hányadát forgatják vissza a vállalkozásukba, mert ez az összeg valójában csökkenti az ország „új” külső forrásokra való ráutaltságát.

Az empirikus irodalom jelentős része vagy egyáltalán nem talál kimutatható kapcsolatot a közvetlentőke-beáramlás és a fogadó ország növekedése között, vagy csak az alacsony gazdasági fejlettségű országok esetében sikerül kimutatni az összefüggést (Mileva, 2008; Herzer, Klasen és Nowak-Lehmann, 2008). Ezek az eredmények konzisztensek azzal a megfigyeléssel, hogy a viszonylag fejletlen pénzügyi piacokkal és gyenge intézményekkel rendelkező országokban a külföldi tulajdonú vállalatok inkább közvetlen tőkére támaszkodnak. Éppen ezért a külső finanszírozási szerkezet megítélése szempontjából elsősorban azt kell megértenünk, hogy milyen tényezők alapján dönt a külföldi befektető a finanszírozás formájáról. Ehhez a közgazdasági elmélet ad némi kiindulópontot.

### A KÜLSŐ FINANSZÍROZÁSI SZERKEZETTEL KAPCSOLATOS ELMÉLETEK ÉS HIPOTÉZISEK

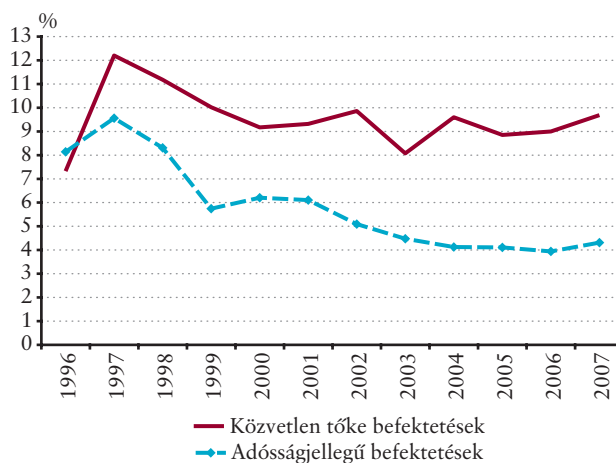
Egyelőre nincs általánosan elfogadott elmélet az országok külső tőkeszerkezetének magyarázatára, az irodalom nagy része azonban a vállalati pénzügyek mikroökonómiai szemléletű modelljeiből indul ki. Modigliani és Miller (1958) klasszikus tanulmánya megmutatta, hogy tökéletes információs környezetben, illetve csőd költségek és torzító adók hiányában a vállalat értékét nem befolyásolja a finanszírozás módja. A későbbi elemzések többsége a szereplők aszimmetrikus informáltságával magyarázza a „függetlenségi tétel” empirikus kudarcát. Amennyiben például a külső befektetők kevésbé informáltak a cég belső működéséről, akkor az újonnan kibocsátott részvényeket a piac alulárassa, így a vállalat számára költségesebb a részvényeken keresztüli tőkebevonás, mint ha belső forrásokra támaszkodna. Ez a gondolatmenet a finanszírozási típusok egyfajta hierarchiájához vezet, vagyis a vállalatok az információs aszimmetria foka és az ehhez tartozó félreárzás mértéke alapján rangsorolják a pénzügyi instrumentumokat.

A vállalatfinanszírozási irodalomban lefektetett alapelvek az országok külső finanszírozásának vizsgálatában is hasznosak, bár makrogazdasági szempontból másfajta tökéletlenségek is meghatározóvá válhatnak. Az információs aszimmetria hatásainak imént bemutatott elemzéséből az következik, hogy a részvényt vásárló befektető a nagyobb bizonytalanság (kockázat) felvállalásáért cserébe magasabb hozamot vár el, mint a hitelezők. Ez a mikroszintű összefüggés a külföldiek befektetéseiére is fennáll (3. ábra).

Makroszinten azonban az a releváns kérdés, hogy az ország külső forrásigényének mekkora részét hajlandóak a külföldi befektetők adóssággal, illetve közvetlen tulajdonlással keresztül fedezni. Ebben a döntésben ugyanakkor döntő szerepe van olyan tényezőknek, amelyek egy vállalat és egy ország kö-

### 3. ábra

#### Magyarország külföldi forrásaira fizetett implicit hozam alakulása\*



Forrás: MNB-számítás.

\* Az implicit hozamokat a jövedelemegyenlegben szereplő kiadások és a bruttó átlagállományok hányadosaként számítottuk.

zötti alapvető különbségekre vezethetőek vissza. Egyrészt a belföldiek és külföldiek közötti információs aszimmetria természetes okokból nagyon jelentős lehet (távolság, nyelv, intézményrendszer ismerete stb.), másrészt egy szuverén állam a külföldi befektetés megvalósulása után nem mindig kényseríthető jogi eszközökkel az eredeti feltételek biztosítására.

Az első megközelítés szerint a külföldi befektetők előnyben fogják részesíteni azokat a finanszírozási formákat, amelyek révén csökkenteni tudják a belföldiekkel szembeni információs hátrányukat, illetve egy adott eszköztípushoz tartozó információs súrlódások csökkenése növelheti a külső finanszírozásban betöltött szerepét. Neumann (2003) például feltételezi, hogy a tulajdonjogot megtestesítő követelések (közvetlentőke, részvények) valamennyi irányítási jogot és így információt is közvetítenek a befektetésről. Ha a tulajdonjog valóban csökkenti az információs aszimmetria miatt szükséges ellenőrzés (monitoring) költségeit, akkor a nem adósságeneráló forrásbevonás kedvezőbb módja a finanszírozásnak, mint a kevesebb információt közvetítő adósság. Ugyanebből a gondolatmenetből az is következik, hogy minél átláthatóbb és fejlettebb egy ország tőkepiaca – vagyis minél kisebb belföldiek és külföldiek között a csak közvetlen tulajdonlással áthidalható információs aszimmetria –, annál nagyobb szerepet játszhatnak az adóssággjellegű források a külső finanszírozásban.

A második megközelítés az állami kisajátítás lehetőségét és a nemzetközi szerződések nem tökéletes kikényszeríthetőségének problémáját helyezi középpontba. Jelentős különbség ugyanis egy ország és egy vállalat forrásbevonása között, hogy a kormányzat bármikor kisajátíthatja a magánszektor

eszközeit, vagy megtagadhatja szuverén adósságának visszafizetését. Amennyiben ilyen lépésre kerül sor, akkor általában eltérő megítélés alá esnek a külföldiek és a belföldi állampolgárok követelése, rendszerint a külföldiek kárára.<sup>15</sup> Ebből a szempontból a külföldi befektetők azokat a finanszírozási formákat fogják előnyben részesíteni, amelyeket nehezebb közvetlenül vagy közvetve kisajátítani. Albuquerque (2003) szerint a közvetlentőke-befektetések jelentős része nem anyagi természetű (technológia, márkanek), így nehezebb kisajátítani azokat. Ebből szintén az következik, hogy a fejletlenebb jogi és intézményi struktúrával rendelkező országok – amelyekben nagyobb a valószínűsége a hozamok kisajátításának –, csak működtetőkével tudják finanszírozni magukat, míg a fejlett tőkepiacú országokban nagyobb lehet az „elvileg” könnyebben kisajátítható adósságjellegű finanszírozás aránya.

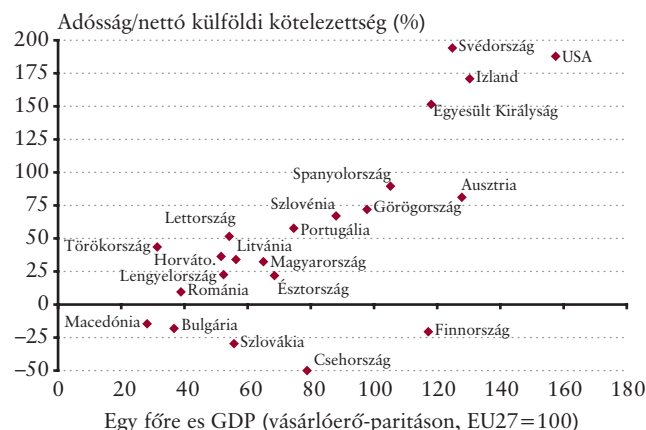
Az ismertetett modellek azt sugallják, hogy a nem adóssággeneráló külföldi befektetések (és különösen a közvetlen tőke) jelentős szerepe nem feltétlenül a fogadó országba vetett befektetői bizalom jele, hanem – éppen ellenkezőleg – tükrözheti az ország magas kockázatosságát, jogrendszerének bizonytalanságát vagy gyenge intézményrendszerét is. Természetesen az ilyen „puha” hipotéziseket rendkívül nehéz aggregált makrogazdasági adatok alapján tesztelni, mégis van némi bizonyíték arra, hogy a fenti összefüggések nagy általánosságban érvényesülnek. Különböző fejlettségi és kockázati mutatók, valamint az intézményrendszer minőségét megragadó indexek segítségével több tanulmányban sikerült kimutatnia, hogy a kiszámíthatóbb gazdasági környezet és a magasabb fejlettségi szint általában az adósságjellegű külföldi befektetések nagyobb arányával jár együtt (Albuquerque, 2003; Faria és Mauro, 2004; Faria, Lane, Mauro és Milesi-Ferretti, 2007; Daude és Fratzscher, 2006).

A külső forrásbevonásra szoruló európai államok széles körét vizsgálva is szembeűnik, hogy több relatíve fejlettebb ország nettó külföldi kötelezettségei között jelentős arányt képviselnek az adósságjellegű források (4. ábra).<sup>16</sup> Egy ország külfölddel szembeni befektetési pozíciójának szerkezetét természetesen számos egyéb – sokszor az ország történelmében gyökerező – tényező is befolyásolhatja,<sup>17</sup> ám az adatok viszonylagos összhangban vannak az elmélet következtetéseivel. Az értékek jelentős szóródását is figyelembe véve annyit azért megállapíthatunk, hogy a teljes külföldi kötelezettségállományhoz viszonyított adósság tekintetében Magyarország nem lóg ki a hasonló fejlettségű országok csoportjából.

4. ábra

**Az adósságjellegű források aránya a nettó külföldi kötelezettségekben**

(2006. dec. 31.)



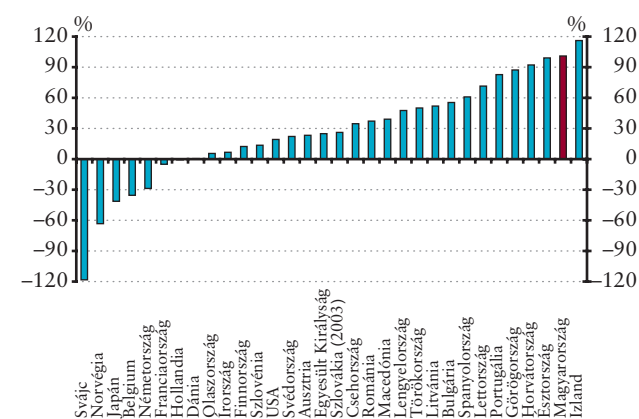
Forrás: Eurostat, *International Financial Statistics* (IMF). A mintában a jelenlegi EU27 és a csatlakozási tárgyalásokat megkezdett országok közül azok szerepelnek, amelyek nettó külföldi kötelezettsége pozitív, kivéve az USA-val és Izlanddal. Írország és Olaszország ábrázolási okokból nem szerepel az ábrán.

Fenntarthatósági szempontból tehát elsősorban nem a finanszírozás szerkezete, hanem a külföldi kötelezettségek szintje a meghatározó. Az eddig elmondottakból következően az eltérő helyzetű országok külföldre való ráutaltságának megítélésakor nem érdemes a külső források egy-egy típusát kiragad-

5. ábra

**Nettó külföldi kötelezettségállomány nemzetközi összehasonlításban**

(2006, a GDP arányában)



Forrás: *International Financial Statistics* (IMF), MNB.

<sup>15</sup> Schnitzer (2002) felhívja rá a figyelmet, hogy a fogadó ország szuverén kormányzata a tényleges államosításon kívül más eszközökkel is negatív hatást gyakorolhat a külföldi befektetések hozamára. Ilyen módszer lehet például az adószabályok változtatása, illetve speciális import- vagy exportvámok bevezetése („lopakodó kisajátítás”).

<sup>16</sup> Hasonló következtetést vonhatunk le a GDP-arányos külső adósságmutatók alapján is.

<sup>17</sup> Általánosan elfogadott vélemény például, hogy Írország kiemelkedő közvetlentőke-beáramlásában az is szerepet játszott, hogy a kivándorolt íreken keresztül élő kapcsolat alakult ki az amerikai világcégek menedzsmentjével.



ni, hanem a teljes külfölddel szembeni pozíciót, illetve annak dinamikáját érdemes vizsgálni. A csökkenő külső finanszírozási igénynek köszönhetően Magyarország GDP-arányos nettó külföldi kötelezettségállománya 2007-ben ugyan stabilizálódott, ám a mutató szintje nemzetközi viszonylatban továbbra is rendkívül magas (5. ábra). A külső egyensúlytalanság újbóli emelkedése esetén a magas induló szint különösen negatívan befolyásolhatja az ország kockázati megítélését.

## **KÖVETKEZTETÉSEK: PROBLÉMA-E MAGYARORSZÁGON AZ ADÓSSÁGJELLEGŰ FORRÁSBEVONÁS NÖVEKEDÉSE?**

2007-ben jelentősen emelkedett Magyarország GDP-arányos külső adóssága, ami a globális kockázatvállalási hajlandóság mérséklődésének időszakában ráirányította a figyelmet az adóssággeneráló külső finanszírozás szerepének fokozatos növekedésére.

A közelmúlt folyamatainak értékelését árnyalja az egyedi tényezők jelentős szerepe, illetve az a tény, hogy a közvetlentőke-beáramlás régiós összehasonlításban nem tekinthető alacsonynak. 2007-ben a MOL-hoz és a Budapest Airporthoz köthető két egyedi tranzakció kiugró mértékben – megközelítőleg a GDP 4 százalékával – csökkentette a nettó nem adóssággeneráló tőkebeáramlást. Eközben a sok elemző által fontos mutatónak tartott közvetlentőke-beáramlás a régió egyik országában sem emelkedett érdemben, sőt inkább csökkenés volt megfigyelhető.

Hosszabb távra előretételezve a finanszírozási szerkezet természetes átrendeződését és a tőke kivitel potenciális előnyeit érdemes figyelembe venni. A hazai vállalatok közvetlentőke-kivitelének és az intézményi befektetők külföldi részvényvásárlásának emelkedése azt valószínűsíti, hogy a külső finanszírozás szerkezete tartósan az adósságjellegű források irányába mozdulhat el. Ez a befektetői megítélés szempontjából ugyan átmenetileg kedvezőtlen lehet, ám a hosszú távú fenntarthatóság szempontjából nem feltétlenül jelent problémát, és bizonyos tekintetben a felzárkózási folyamat természetes velejárójának is tekinthető.

A privatizációs folyamat lezárultával és a gazdasági átalakulás előrehaladtával ugyanis a közvetlentőke-beáramlás csökkenése részben természetes jelenség. Empirikusan kimutatható tendencia, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer mélyülésével, a gazdasági fejlődéssel, illetve az intézményrendszer javulásával egy ország külső finanszírozási szerkezete hosszabb távon az adóssággeneráló források felé rendeződik át. A belső pénzügyi piacok és az intézményrendszer fejlődése ugyanis egyre kevésbé teszi szükségessé, hogy a külföldi befektetők közvetlen tulajdonlason keresztül fektessék be tőkéjüket az országban.

A növekvő nem adóssággeneráló tőke kivitel ugyanakkor hosszabb távon hozzájárulhat a jövedelemegyenleg hiányának csökkenéséhez és ezzel a teljes gazdaság rendelkezésre álló jövedelmének (GNDI) növekedéséhez. A nem adóssággeneráló tőkebeáramlás csökkenésével párhuzamosan, amint ezt már a közelmúltban is tapasztalhattuk, Magyarország a közvetlen tőke kiindulópontjává válhat a még kevésbé fejlett országok irányába (pl. Ukrajna, Románia, Bulgária), illetve az intézményi befektetők külföldi részvények vásárlásával diverzifikálhatják portfóliójukat. A tulajdonhoz kapcsolódó befektetések hosszú távon magasabb jövedelmet biztosítanak, mint a hitelviszonyt megtestesítő követelések, így előretételezve a jövedelemegyenlegben a jelenlegi szintnél nagyobb beáramlásra számíthatunk.

Az államháztartás hiányának és ezzel párhuzamosan a teljes nemzetgazdaság külső forrásigényének tartós csökkenése esetén tehát az adósságjellegű finanszírozás arányának növekedése önmagában nem tekinthető károsnak. Fontos azonban felhívni arra a figyelmet, hogy a finanszírozási szerkezettől függetlenül Magyarország nettó külföldi kötelezettségének szintje igen magas, amely továbbra is jelentős fenntarthatósági kockázatok forrása lehet.

## **FELHASZNÁLT IRODALOM**

ALBUQUERQUE, R. (2003): The composition of international capital flows: risk sharing through foreign direct investment. *Journal of International Economics*, 61(2), 353-383.

ANTAL JUDIT (2006): Külső adósságdinamika, *MNB-tanulmányok* 51.

DAUDE, C.–FRATZSCHER, M. (2008): The pecking order of cross-border investment. *Journal of International Economics*, 74(1), pp. 94-119.

FARIA, A.–LANE, P. R.–MAURO, P.–MILESI-FERRETTI, G. M. (2007): The Shifting Composition of External Liabilities. *Journal of the European Economic Association*, 5(2-3), pp. 480-490.

FARIA, A.–MAURO, P. (2004): Institutions and the External Capital Structure of Countries. *IMF Working Papers*, No. 04/236.

FERNANDEZ-ARIAS, E.–HAUSMANN, R. (2000): Is FDI a Safer Form of Investment. *IADB Research Department Working Paper*, No. 416.

HAUSMANN, R.–FERNANDEZ-ARIAS, E. (2000): Foreign Direct Investment: Good Cholesterol? *IADB Research Department Working Paper*, No. 417.

- HERZER, D.–KLASEN, S.–NOWAK-LEHMANN, D. (2008): In search of FDI-led growth in developing countries: The way forward. *Economic Modelling*, forthcoming.
- LEVCHENKO, A. A.–MAURO, P. (2006): Do Some Forms of Financial Flows Help Protect from Sudden Stops? *IMF Working Papers*, No. 06/202.
- MILEVA, E. (2008): The Impact of Capital Flows on Domestic Investment in Transition Economies. *ECB Working Paper*, No. 871.
- MODIGLIANI, F.–MILLER, M. H. (1958): The cost of capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297.
- NEUMANN, R. M. (2003): International Capital Flows under Asymmetric Information and Costly Monitoring: Implications of Debt and Equity Financing. *The Canadian Journal of Economics*, 36(3), pp. 674-700.
- SASS MAGDOLNA (2003): Competitiveness and Economic Policies Related to Foreign Direct Investment. *Ministry of Finance Working Paper Series*, No. 3.
- SCHNITZER, M. (2002): Debt vs. Foreign Direct Investment: The Impact of Sovereign Risk on the Structure of International Capital Flows. *Economica*, 69(273), pp. 41-67.