

MNB Füzetek
1999/11

Oszlay András:
ELMÉLETEK ÉS TÉNYEK A KÜLFÖLDI MŰKÖDŐTŐKE-BEFEKTETÉSRŐL

1999. szeptember

ISSN 1219 9575

ISBN 963 9057 54 1

Oszlay András: A közgazdasági és kutatási főosztály, Külgazdasági és fizetésmérleg-
elemző osztály munkatársa
E-mail: oszlaya@mnb.hu

E kiadványsorozat a Magyar Nemzeti Bankban készült elemző és kutató munkák eredményeit tartalmazza, és célja, hogy az olvasókat olyan észrevételekre ösztönözze, melyeket a szerzők felhasználhatnak további kutatásaikban. Az elemzések a szerzők véleményét tükrözik, s nem feltétlenül esnek egybe az MNB hivatalos véleményével.

Magyar Nemzeti Bank
1850 Budapest
Szabadság tér 8-9.
<http://www.mnb.hu>

Tartalom

BEVEZETÉS	5
1. A KÜLFÖLDI MŰKÖDŐTŐKE-BEFEKTETÉSEKRE VONATKOZÓ ELMÉLETEK	9
2. KÜLFÖLDI MŰKÖDŐTŐKE-BEFEKTETÉSEK A KÖZELMÚLTBAN.....	13
3. A KÜLFÖLDI MŰKÖDŐTŐKE-BEÁRAMLÁS MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐI	25
4. A KÜLFÖLDI MŰKÖDŐTŐKE HATÁSAI A FOGADÓ ORSZÁG GAZDASÁGÁRA	39
IRODALOM	49

Bevezetés

Ez a tanulmány kettős célnak próbál megfelelni. Mindenekelőtt arra törekszik, hogy általánosságban, specifikusan pedig Magyarország vonatkozásában, feltárja a külföldi működőtőke-befektetések fő meghatározó tényezőit, a velük kapcsolatos gazdaságpolitikai eszközöket és azok hatásosságát és ezekből kiindulva a Magyarországra történő külföldi működőtőke-beáramlás közeljövőben várható alakulására hihető alternatívákat vázoljon fel. Másodsorban a külföldi működőtőke-befektetéseknek a fogadó országok, ezen belül elsősorban Magyarország, gazdaságára gyakorolt hatásait elemzi. Ez a kettős cél jogosan meglévő elvárásokat tükröz, mindazonáltal a dolgozatot némileg eklektikussá teszi, amennyiben az első feladattal elméletileg viszonylag megalapozottabb jelleggel foglalkozik, a második feladat során azonban - a rendelkezésre álló adatok rövidségére és megbízhatóságának helyenként kétséges voltára tekintettel – inkább csak leíró jelleget ölt, és csak az elmélet és a megfigyelt tények közötti megfelelést képes sejtetni, empirikus igazolást nem tud még adni.

A külföldi működőtőke-befektetéseket meghatározó tényezők vizsgálata elsődlegesen azt a kérdést feszegeti, hogy magukat a vállalatokat¹ milyen tényezők bírják rá arra, hogy termelésük egy (olykor a nagyobb) részét külföldi országba telepítsék. Ha ezt a megfogalmazást (tehát a hangsúllyal a „vállalatok” szón) valaki elfogadja, akkor egyúttal arra is rábólint, hogy a külföldi működőtőke-befektetések okát elsősorban mikroökonómiai jellegű (vagy inkább mikroökonómiai indíttatású) összefüggésekben kell keresnünk, s a makroökonómiai összefüggések (noha ezek elválasztása bizonyos értelemben mesterkélt) csak másodrendűek (de ez nem azt jelenti, hogy jelentéktelenek). Ennek bizonyos mértékig a téma korai kutatói is tudatában voltak. Az azonban bizonyos, hogy egyrészt a nemzetközi kereskedelem elmélete fejlődési útjának, másrészt a módszertani ismeretek mindenkori szintjének megfelelő jelentős absztrakciók hatásaként, lényegében csak a makroökonómiai jellegű tényezőket ismerték fel és mutatták ki, mint amelyek a külföldi működőtőke-befektetések fő meghatározói.

Miről is van szó? Ami a nemzetközi kereskedelem elmélete fejlődési útjának hatását jelenti, ez arra vonatkozik, hogy amint annak korai tézisei a kereskedelem magas volumenét a jelentősen eltérő adottságú országok között valószínűsítették, ugyanúgy jó ideig a külföldi működőtőke-befektetések motivációit is az eltérő tényezőadottságokban illetve az ezek következtében kialakuló eltérő arányokban (komparatív előnyökben és hátrányokban) keresték a téma kutatói. Úgy vélték, hogy ha X ország egy vállalata Y országban olyan jelentős komparatív költségelőnnyel tudna termelni az X országban folytatott termeléshez képest, ami felülmúlja az Y

¹ A *vállalat* szót (egyes helyeken a *cég* szót) a dolgozat folyamán végig az angol *firm* szóval megegyező jelentésben használom. Magyarországon jelenleg elterjedtebb a *vállalkozás* kifejezés használata, valószínűleg azért, mert a vállalat szó sokakat a centralizált gazdaságirányítás korszakára emlékeztet. Túl azonban azon, hogy ideje végre félretenni az ilyen jellegű rögzültségeket, a vállalat megnevezés egyben utal arra is, hogy egy nagyobb méretű termelőegységről van szó, vagyis olyanról, amely mérete folytán a termelés nemzetköziesedésének jellemző szereplője. A vállalkozás szó ezt a méretbeliséget nem jeleníti meg.

országban létrehozandó leányvállalat létrehozásának és működtetésének költségeit, akkor a szóban forgó X ország-beli vállalat nagy valószínűséggel működőtőke-befektetést hajt végre Y országban. Ezek a komparatív előnyök pedig legnagyobbbrészt exogénnek feltételezett makroökonómiai változók alakulásának megfelelően keletkeztek, maradtak fenn vagy éppen tűntek el. A vállalatok egyszerű profitmotívum által vezérelten döntöttek a hazai illetve a külföldön történő termelés megosztása között, belső felépítésük eltérése és szerteágazó érdekeik egyáltalán nem jelentek meg. Ezáltal lényegében el is sikkadt, hogy a tényleges döntés a vállalatoknál születik meg: a kutatók úgy kezelték a külföldi működőtőke-befektetéseket, mintha nem X ország vállalata hajtana végre befektetést Y országban létrehozva egy ottani vállalatot, hanem X ország maga ruházna be Y országban. A vállalat, illetve a vállalati döntéseket megalapozó mikroökonómiai tényezők tehát képbe sem kerültek: a tranzakciós költségek szerepét elhanyagolták, az ún. ismeret-alapú tőke² jelentőségét pedig csaknem teljesen negligálták. Ennek következtében a külföldi működőtőke-befektetések okainak feltárását célzó első modellek főként olyan változók hatását kutatták mint a tőke- illetve a bérköltségek eltérése, az érintett gazdaságok növekedési üteme, esetleg a reálárfolyam valamelyik alkalmas mérőszáma illetve (még esetlegesebben) az adott ország tőkepiacait reprezentálni hivatott valamiféle index.

A módszertan fejlettségének szintje is hatott persze arra, hogy a korai eredmények mai szemmel már nem igazán elfogadhatóak, hiszen egészen a '80-as évek végéig az idősorlemezési technikák (itt a nem-stacioner idősorokkal való ökonometriaistatistikai módszerekre kell elsősorban gondolni) igen gyenge lábakon álltak. Így javarészt keresztmetszeti adatokon próbáltak empirikus igazolást adni a megfogalmazott elméleteknek, ami azonban a téma fontos aspektusait illetően elégtelennek bizonyult, és olykor helytelen megállapításokhoz is vezetett.

A vállalat-specifikus tényezőktől és a különféle tranzakciós és egyéb költségektől való eltekintés, továbbá részben az említett módszertani gyengeségek azt eredményezték, hogy olyan modellek születtek, amelyek képtelenek voltak egy általános elmélet felé mutatni a külföldi működőtőke-befektetések tárgyában (egyébként mindmáig nem elfogadott, létezik-e egyáltalán általános elmélete a témának). Nem csupán arról van szó, hogy a fejlődő országokba irányuló külföldi működőtőke-befektetések meghatározó változói jelentősen mások voltak mint a fejlett országok közötti külföldi működőtőke-befektetésekéi, hanem ugyanazon viszonylatban (tehát például fejlett ország vállalatainak fejlődő országba történő működőtőke-befektetése) sem voltak képesek ezek a modellek a gazdaságpolitikák számára jól értelmezhető eredményeket felmutatni. Pedig nagy szükség lett volna ilyenekre, az ugyanis hamar megmutatkozott, hogy a külföldi működőtőke-befektetések nem feltétlenül járulnak hozzá a gazdasági felzárkózáshoz. Bizonyos körülmények között annak éppenhogy gátlóivá válnak.

Noha a külföldi működőtőke-befektetéseket természetesen nem kis részben a makroökonómiai jellegű tényezők is motiválják, elsődlegesen a vállalatok szemszögéből kell értékelnünk ezt a folyamatot. Ehhez az értékeléshez a keretet a

² Az ismeret-alapú tőke (*knowledge-based capital*) felöleli az immateriális javakat, ezen túl azonban a vállalat kivívott reputációjának, termékei megbízhatóságának, termelési folyamatai sajátosságainak pénzben nehezen számszerűsíthető értékét is tartalmazza.

tulajdonképpen egyáltalán nem új Dunning-féle OLI (Ownership-Location-Internalization) paradigma szolgáltatja. Ez tulajdonképpen a következő pontban ismertetendő, a működőtőke-befektetésekre vonatkozó elméletek egyfajta szintézisének tekinthető. Az OLI-paradigma három csoportba gyűjti azokat a motivációkat, amelyek egy vállalatot külföldi működőtőke-befektetésre készítenek. A motivációk mindegyike abból fakad, hogy egy terjeszkedni készülő vállalat a terjeszkedést részben megelőzően, részben követően előnyöket birtokol azon gazdaság vállalataival szemben, ahová behatolni készül, továbbá azon vállalatokkal szemben, akik azt a piacot továbbra is csak export útján (a hangsúly azonban nem azon van, hogy pontosan milyen formában, hanem egyszerűen azon, hogy kívülről) fogják ellátni. Ha ezek az előnyök nem léteznének, akkor nem lenne érdemes felvállalni a külföldi termeléssel járó magasabb költségeket: a termelő infrastruktúra létrehozásának egyszeri nagyobb fix költségét, a magasabb szállítási és kapcsolattartási költségeket, szakemberek külföldi állomásoztatását, a beszélt nyelv és a kultúra eltéréséből fakadó költségeket és más, itt külön nem részletezett kiadásokat.

A *tulajdonosi előnyök* azokat a termékeket, termelési eljárásokat foglalják magukba, amelyek a terjeszkedni készülő vállalat sajátjai, és amelyekkel más cégek nem rendelkeznek, mert azok vagy jogi védelem alá esnek, vagy nem is lenne képes más cég a reprodukálásukra. Egyrészt tehát materiális javak tartoznak ide (pl. szabadalom alá eső termékek), másrészt - és ezek az esetek nagy hányadában döntőbb jelentőséggel bírnak - immateriális javak (pl. márkanév), amelyek elegendő előnyt biztosíthatnak ahhoz, hogy ellentételezzék a külföldi termelés addicionális költségeit. A tulajdonosi előny tehát már akkor egy vállalat birtokában van, amikor még nem döntött a külföldön történő közvetlen befektetésről.

Ezzel szemben az *elhelyezkedési előnyöket* a fogadó ország piaca nyújtja, vagyis ez csak akkor áll a vállalat rendelkezésére, ha a külföldi közvetlen tőkebefektetést végrehajtotta. Ha ugyanis a fogadó országba csak magas szállítási költséggel lehet exportálni, vagy a fogadó ország hatóságai a belső piac védelmében importkvótákat és/vagy magas importvámokat tartanak fenn, akkor előnyös lehet a helyszínen folytatni termelést az export útján történő ellátáshoz képest. Elhelyezkedési előnyöket biztosít továbbá az olcsó termelési tényezőkhöz való hozzáférés is, ha a fogadó országban alacsonyak a bérköltségek és/vagy viszonylag jól van ellátva nyersanyagokkal, energiahordozókkal. A piachoz, annak fogyasztóihoz való közvetlen hozzáférés is idesorolható, sőt, az alapvetően szolgáltatásokat nyújtó vállalatok külföldi működőtőke-befektetésről való döntéseiben ez a döntő szempont, hiszen a szolgáltatások egy jó részét csak azok előállításának helyszínén lehet értékesíteni.

Végezetül a magyar kifejezéssel nehezen ellátható *internalizációs előnyök* szólnak egy cégnél külföldi működőtőke-befektetésről való döntés mellett. Ezek tulajdonképpen abból állnak össze, hogy egy kifejlesztett terméket, termelési eljárást a vállalat nem szívesen enged át más cég kezébe. Ha ugyanis egy cégnek van egy magas elismertségű terméke (termelési eljárása), továbbá egy fontos piacát csak magas szállítási költségek felvállalásával tudja ellátni, vagyis mind a tulajdonosi, mind az elhelyezkedési előnyei jelentősek lennének az érintett piacon megvalósítandó esetleges működőtőke-befektetésben, még mindig felmerül annak lehetősége, hogy jelentős fix költségek megspórolásával inkább licenc útján, egy az adott piacon belföldinek számító vállalaton, vagy az adott gazdaságban belföldinek számító vállalattal alkotott közös

vállalaton keresztül lássa el abban az országban termékének fogyasztóit. Az internalizációs előnyök tulajdonképpen azt a pótlólagos költséget kompenzálják, hogy a licenc (közös vállalat) helyett a szóban forgó vállalat mégiscsak közvetlen megjelenés mellett dönt az adott piacon, nem sajnálva az óhatatlanul felmerülő fix költségeket.

Első ránézésre talán furcsa módon éppen ennek az utolsó, kétségkívül legabsztraktabb motivációnak lehet döntő szerepe abban, hogy egy cég a külföldi termelés mellett dönt. Ezt valamennyire igazolja is, hogy a közös vállalatok és a licenc-jellegű megállapodások volumene elenyésző az összes megvalósult külföldi működőtőke-befektetésen belül. Ha ugyanis kihasználva a meglévő tulajdonosi és a potenciális elhelyezkedési előnyöket, ugyanakkor a külföldi termelés beindításához szükséges költségeket elkerülni igyekezvén például licenc-jellegű megállapodást igyekezne kötni egy külföldi cég a célpiacon belföldinek számító vállalattal, akkor nagy részben fel kellene fednie termékének jellegzetességeit, termelési eljárásainak részleteit, hiszen zsákbanacsát senki sem vásárol (legalábbis az üzleti életben). Ezzel azonban olyan jellegű kockázatot vállal fel, ami leginkább a megbízó-ügynök között felmerülő ún. erkölcsi kockázathoz hasonlatos. Megbízóként nem tudhatja azt, hogy a termékeinek licencben történő gyártására és terítésére megbízott vállalat (az ügynök) milyen motivációkkal és kapacitásokkal rendelkezhet arra vonatkozóan, hogy megismervén a terméket (termelési eljárást), azt lemásolva vagy utánozva megszegje a licenszszerződést, ezáltal jelentős kárt okozva a megbízónak. Ezt a kockázatot korunk multinacionális vállalatainak legnagyobb része nem vállalja fel, ezért állítható az, hogy az internalizációból (vagyis az „ügynök” kihagyásából) származó előnyök a leghangsúlyosabban járulnak hozzá egy külföldi működőtőke-befektetés melletti döntéshez.

A dolgozatban először rövid áttekintést adok a külföldi működőtőke-befektetéseket magyarázó elméletekről, a második pontban pedig a külföldi működőtőke-befektetések világgazdasági illetve magyarországi történelmének legutóbbi években tapasztalt fejleményeit ismertetem. A harmadik pontban kerül sor az ezen bevezetésben megalapozott ismertetésre a külföldi működőtőke-befektetések legfontosabb meghatározó tényezőit illetve a Magyarországra közeljövőben várható külföldi működőtőke-beáramlás lehetőségeit illetően. A negyedik pontban végül a külföldi működőtőke jelenlétének a fogadó ország gazdaságára gyakorolt hatásaival foglalkozom, keresve a Magyarországra vonatkozó tapasztalatokat. Ezekről annyit el kell előzetesen mondani, hogy rendkívül kevés adat áll rendelkezésre, s azok jó részének megbízhatósága is kétséges. Így esetenként itt is csak a korábbi nemzetközi tapasztalatok fényében lehetséges értékelést adni a téma olyan aspektusairól, mint hogyan járult hozzá az országunkban működő külföldi tőke a gazdasági növekedéshez, a külső egyensúly fenntartásához, a foglalkoztatás alakulásához, a modernizációhoz, a világgazdaságba való mind teljesebb integrálódáshoz/integráltsághoz, a vállalati hatékonyság és profitabilitás növekedéséhez.

1. A külföldi működőtőke-befektetésekre vonatkozó elméletek

A külföldi működőtőke-befektetéseket magyarázó elméletek elsődleges osztályozási lehetősége az elemzés módja, mely lehet statikus illetve dinamikus. Mint a bevezetésben írtam, a korai működőtőke-elméleteket leginkább a nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi elméletek akkori eredményei hatották át, ezért a működőtőke-befektetéseket, hogy azok ne okozzanak nagy „zavart” az uralkodó elgondolásokban, egyszerűen olyan tőkeáramlásként ragadták meg, amelyek a hozam- illetve tényezőköltség különbségek által indukálódnak. Természetesen ezek a különbségek csak akkor vezetnek működőtőke-befektetéshez, ha a nemzetközi árumozgás akadályokba ütközik. Ilyenkor a relatíve magas tőkeellátottságú, tehát alacsony tőkeköltséggel rendelkező országok vállalatai a relatíve gyengébb tőkeellátottságú, vagyis magas tőkehozadékokat biztosító országokba telepítik termelésüket. Ez egy tipikus tőkearbitrázs-modell, mert a beruházó vállalatok a saját alacsonyabb kamatlábbal bíró országukban finanszírozzák magukat, és a magas tőkeköltségű országban fektetnek be, megnövelve a tőkeállományt, ezáltal csökkentve az ott elérhető hozadékokat. Amikor ezek kiegyenlítődnek, a működőtőke-áramlás elvileg megáll. Az országok között fennálló tőkehozadék-különbségek így végsősoron meghatározzák a kialakuló működőtőke-állomány nagyságát. Ebben a modellben a működőtőke alig különbözik a portfóliótőkétől: csak az elérhető magasabb hozam motiválja. A „kis” különbség abban áll, hogy a működőtőkéhez csatoltan soha nem csak tényleges fizikai tőke, hanem más eszközök (termelési eljárások, ismeretek, irányítási-szervezési módszerek) transzfere is zajlik, s ezeknek is többelhozadékokat kell elérniük, hogy profitábilissá tegyék a külföldi működőtőke-befektetést. Aligha kell különösebben bizonygatni, hogy ez az elmélet inkább a múlt században megfigyelhető működőtőke-befektetések magyarázatában bizonyult csak empirikusan is sikeresnek, ez esetben is alighanem az akkor fennálló magas tranzakciós költségek miatt. Mivel a külföldi működőtőke-befektetések manapság a fejlett ipari országok között a legintenzívebbek, ezek között pedig sem a vázolt hozadékkülönbségek, sem a kereskedelmet akadályozó tényezők nem jellemzők, a mai működőtőke-befektetések vizsgálatában ez az elmélet már abszolút irreleváns.

A működőtőke-befektetések jelenségét még mindig azok tőkeáramlás jellegét hangsúlyozva, de a portfólió tőkeáramlásoktól már megkülönböztetve tárgyalja Froot és Stein (1991). Elméletükben továbbra is fennáll, hogy adott körülmények között egy cég meghatározza, hogy adott külföldi helyszínen mekkora működőtőke-befektetést tart kívánatosnak. Minthogy azonban a működőtőke-befektetés nagy részben irreverzibilis, ezért a változó tényezőkre (árfolyamok, vámok, környezeti változók és a bizonytalanság egyéb forrásai) tekintettel a befektetést végző vállalat nem megy el addig a pontig, hogy az állományi (*stock*) egyensúly beálljon. Ráadásul a várakozások megváltozása a működőtőke-áramlásba ciklikus mozgást visz, hiszen kedvező változások hatására mindenki igyekszik előrehozni, kedvezőtlen változások esetén pedig mindenki igyekszik halasztani befektetését. Ez még nem feltétlenül jelentene nagy különbséget a portfólió tőkeáramlásokhoz képest, hiszen azok végrehajtói is érzékenyek az anticipált változásokra, csak hogy a működőtőke-befektetés esetén az árfolyamkockázat a portfólióbefektetéshez képest éppen eltérő hatású. Mivel a működőtőke-befektető esetén nemcsak a bevételek, hanem a költségek is nagyrészt külföldi devizában merülnek fel, ezért az árfolyamkockázat legfeljebb a repatriált profitokat érintheti. Ezért árfolyamkockázat esetén a működőtőke-befektetés előnyt

élvez az exporthoz képest, mert ott a teljes árbevétel ki van téve a kockázatnak. Vagyis a működőtőke-befektetések volumene az árfolyamkockázattal pozitív viszonyban van, a portfólió tőkebefektetéseknél azonban negatív ez a kapcsolat. Ez volt az első lényeges megkülönböztetés működő- és portfólió tőkeáramlások között.

A makroökonómiai elemző számára valóban inkább csak tőkeáramlásként jelenik meg a működőtőke-befektetés, s ezért a fenti elméletek nagyrészt kielégítik igényeit. A valós döntések azonban mindig egy adott vállalatnál születnek meg, amelyek számára a környezet csak egy a külső adottságok közül, s még az egyéb külső tényezők mellett is számos egyéb belső tényező létezik számára, amelyet figyelembe vesz akkor, amikor külföldi működőtőke-befektetésről dönt. Az ezeket feltáró elméleteket összefoglalóan fázis modelleknek (*stage model*) nevezhetjük, mert bennük az érintett országok és vállalatok eltérő fejlettségi szintjének következtében a tőkeáramlások különböző fázisai figyelhetők meg.

Ezek sorában a legelsőnek Vernon termékciklus-hipotézise tekinthető. Eszerint a versenyhelyzet folyamatos innovációra készíti a vállalatokat. Az innováció azonban meghatározott piaci körülményeket: képzett munkaerőt, igényes termékek iránti erős keresletet, a legújabb technológiákhoz való hozzáférést követel meg. Ezek együttesen a fejlett országokban állnak rendelkezésre. Az innovációt végrehajtó cég egy darabig monopolelőnyöket birtokol az új termékkel, így a kizárólag a hazai piacra való termelése is gazdaságos, mert monopolhelyzetéből fakadóan a határköltségeit is meghaladó árat érvényesíthet. Később a versenytársak felzárkóznak: ugyanazt a fogyasztói igényt kielégítő hasonló termékeikkel jelentkeznek. Az innovációt először végrehajtó cégnek versenyelőnye megtartásához költségeket kell csökkentenie, mert az árazásban versenytársai miatt már nem teljesen független. Mivel a termék termelése sokkal inkább standardizált jellegűt ölt, már nem szükséges a legképzettebb munkaerő alkalmazása. Mivel a képzetlenebb munkaerő a fejlett országokban szűkösen és ennél fogva relatíve drágán áll rendelkezésre, a termelést a fejlődő országokba érdemes telepíteni, ahol a képzetlen munkaerő bőséges, és olcsó. Ez az a fázis, amikor a külföldi működőtőke-befektetés a képbe kerül, vagyis ebben az elméletben a működőtőke-befektetést nem feltétlenül az eltérő hozadékok magyarázzák, hanem a vállalatok azon törekvése, hogy megőrizték vezető szerepüket, kompetitív helyzetüket egy adott termék piacán. Ilyenkor a termelést úgyallokálják, hogy amikor a versenyhelyzet már élesebb, akkor a relatív tényezőköltségeknek megfelelően döntenek a termelés helyszíneiről. A tényezőköltségek pedig standardizált termékek esetén az ilyeneket komparatív előnnyel előállító fejlődő országok mellett szólnak.

Ez az elmélet figyelemreméltó, és még empirikus igazolás is nyerhető rá, például az USA nagyvállalatai által az 1950-es és 1960-as években végrehajtott külföldi működőtőke-befektetések tekintetében. Ekkor kimagaslóan az Egyesült Államok volt az egyetlen olyan hely, ahol a magasan képzett munkaerő, a fejlett technológiák, az állandó innovációra készítő erős versenyhelyzet, és a megfelelő fogyasztói kereslet egyszerre megtalálható volt. Tekintve azonban, hogy a külföldi működőtőke-befektetések zömét napjainkban a fejlett országok egymás közötti befektetései teszik ki, a termékciklus-hipotézis csak egy csekélyebb részét tárja fel a lehetséges működőtőke-áramlásoknak. Ozawa (1992) fázis-modellje, amelyet különben Dunning elgondolásai ihlettek, igyekszik ezt a hiányosságot megszüntetni. A külföldi

működőtőke-befektetést végrehajtó cégek motivációi szerint alapvetően kétfélék: a(z olcsó) termelési tényezők illetve a kompetitív piacok keresésére irányulók. Az első motiváció eleinte a nyersanyagokhoz való hozzáférés, később az olcsó munkaerőhöz való hozzáférés lehetőségét hordozta. A piac-keresési motiváció viszont a vonzó keresleti jellemzőkkel bíró helyeken való megtelepedés ígérését rejti. A tőkeáramlások első szakaszában a fejlettség különböző szintjén lévő országok vállalatai között az első motivációnak van jelentősége, a fejlett ország vállalata elsősorban az olcsó tényezőszerzés, vagy az olcsó tényezők közelébe jutás lehetősége okán hajt végre befektetést a fejletlenebb országokban. Ez utóbbiakból viszont a külföldre irányuló működőtőke-befektetések még elenyészőek. Amint a fejletlenebb országokban, részben az ott megtelepülő működőtőke segítségével, mind nagyobb fizikai valamint humán tőkeállomány halmozódik fel, az ide irányuló külföldi működőtőke-befektetések mindinkább piac-kereső jelleget öltenek. A befelé irányuló működőtőke-áramlások ekkor intenzifikálódnak, és megindul a kifelé irányuló működőtőke-befektetés is, amely a fejletlenebb országok irányába tényező-, míg a fejlettebb országok viszonylatában már piac-kereső jellegű. Végül a fejlettség harmadik fázisában, amelyet már a korábban fejletlenebb országban is az innovációra való törekvés jellemez, a kifelé és befelé irányuló működőtőke-befektetések minden viszonylatban egyértelműen piac-keresők.

A fázis-modellek a végső konklúziójukat alighanem Narula (1995) valamint Dunning és Narula (1996) interpretációjában érik el. Szerintük a működőtőkét az első fázisban az országok eltérő tényezőadottságai, vagyis a bevezetésben ismertetett Dunning-féle paradigma terminológiájában az elhelyezkedési előnyök (L-előnyök) mozgatják. A későbbi szakaszban elsősorban a fejlettebb országokban a cégek egyre nagyobb mennyiségű teremtettséget, mint humántőke, termelő infrastruktúra, vezetési-szervezési ismeretek, halmoznak fel, ezáltal jelentős tulajdonosi előnyökhöz (O-előnyök) jutnak. Az O-előnyök meglehetősen gyorsasággal fontosabbá válnak az L-előnyöknél a világ szinte minden helyszínén, hiszen a teremtettségek mennyisége a világ minden részén gyorsan gyarapszik, míg az L-előnyök a fejlődés folyamán zsugorodóban vannak. Ezáltal a vállalatok mind függetlenebbé válnak saját anyaországaiktól, az O-előnyök már nem csak a saját anyaországaikon belül, hanem bármely más országban generálódhatnak számukra. Ez a végső szakasz a korábban a vegyesen O- és L-előnyökre alapozottnál sokkal intenzívebb működőtőke-áramlásokkal fog járni.

A fázis-modellek hozzájárulása a külföldi működőtőke-befektetések elméletéhez jelentős, különösen a fejlett és a fejlődő országok közötti működőtőke-áramlások magyarázatában, ami ezeket a modelleket Magyarország esetében különösen fontossá teszi. Az iparágon belüli befektetésekre, valamint a fejlett országok közötti működőtőke-befektetések kiemelkedően magas szintjére azonban nem szolgálnak kielégítő magyarázattal. Az ezeket is taglaló elméletekre itt csak az eddigieknél is rövidebben térek ki, mert Magyarországra vonatkoztatva ezeknek egyelőre még kevés relevanciájuk van.

Az oligopolisztikus versenyhelyzetekkel foglalkozó iparági szervezetek elmélete (*theory of industrial organization*) abból indul ki, hogy a vállalati befektetési döntéseket stratégiai megfontolások mozgatják, azaz a döntések a vállalat legfőbb versenytársaival szembeni pozíciója folyamatos értékelésének eredményeként

születnek. Az oligopolisztikus verseny résztvevői fontosabb piaconként összevetik helyzetüket a versenytársakéval, és ennek alapján döntenek projektek beindításáról vagy elhasztásáról. Mivel az oligopolisztikus verseny a fejlett piacok jellemzője, ez az elmélet már magyarázatot nyújt arra, hogy miért a fejlett országok között a legmagasabb a működőtőke-áramlások volumene. Egyben, a többi elmélettel szemben, azt állítja, hogy a működőtőke-befektetések nagy része horizontális, azaz nemcsak a termelés bizonyos folyamatai kerülnek kitelepítésre külföldi országba, hanem legtöbbször a teljes gyártási folyamat. A korábban ismertetett elgondolások inkább a vertikális működőtőke-befektetéseket igazolták, amely során a termelési folyamatnak csak azon része kerül külföldre, amelyet vagy a komparatív előnyök, vagy a piaci helyzet indokolnak. A fejlett és felzárkózó országok közötti működőtőke-befektetések nagy része ilyen vertikális jellegű, aminek tipikus példái a gépjármű-összeszerelő üzemek Brazíliában, Mexikóban, Lengyelországban.

Utolsóként két olyan elméletet említek, amelyek már alig törődnek az országok különbözőségéből fakadó L-előnyökkel, nagy teret szentelnek viszont az OLI-paradigma harmadik tényezőjének, az internalizációs előnyöknek. Az első azt hangsúlyozza, hogy a piaci tökéletlenségek legjelentősebb forrása az aszimmetrikus információ. A legtöbb olyan eszköz³, amit egy vállalat a külföldön létrehozott leányvállalatához telepít, olyan tulajdonsággal rendelkezik, hogy normális piaci tranzakció nem folytatható vele. Egy termelési eljárás például nem adható el addig, amíg a potenciális vevő nincs tisztában azzal, hogy mi a lényege. Ha viszont már tudja, akkor jogilag nehezen védhető ki, hogy másolni ne kezdje, anélkül, hogy megvenné. Ezen információs aszimmetria okán az ilyen eszközöket a vállalatok nem kívánják senkinek sem eladni vagy átadni, hanem cégen belül tartják, s amikor ez indokoltá válik, a külföldi piacot inkább ott alapított leányvállalatukon keresztül látják el. Ennek az elméletnek a proponensei tehát azt állítják, hogy a külföldi működőtőke-befektetések a piaci tökéletlenségek eredményei. A másik elmélet arra épít, hogy a kompetitivitás megőrzéséhez szükséges innovatív készlet nem tanulható, csak tapasztalat útján szerezhető meg. Ahhoz, hogy az innovációs készlet fennmaradjon, a vállalatnak mind több eszközt kell lekötni a világ azon pontjain, amelyek az innováció fő forrásai. Így a külföldön végrehajtott működőtőke-befektetés egyfajta védekezés a versenyképesség erodálódása ellen. A nemzetközi működőtőke-áramlások kutatói (pl. Svetlicic (1998)) éppen ezen elmélettől indítva érzik úgy, hogy a felzárkózó országok vállalatainak is hamarosan ilyen stratégiákat kell alkalmazniuk, ha egyáltalán fenn akarnak maradni a nemzetközi versenyben. A legfontosabb magyar energetikai és vegyipari cégeket ért nemzetközi kihívások azt mutatják, hogy az elmélet kétségtelenül rátapint releváns tényekre.

A fenti rövid elméleti áttekintés után alighanem az rajzolódik ki, hogy valójában nincs értelme külön tárgyalni a befelé illetve a kifelé irányuló külföldi működőtőke-befektetéseket, hiszen ezek mozgatórugói mikro- (vállalati) szinten találhatók, s hangsúlyeltolódásokkal ugyan, de minden ország vállalatainál közel azonosak. Annak, hogy ebben a dolgozatban mégis csak a beáramló külföldi működőtőkére vonatkozóan végeztem vizsgálatokat egyrészt az az oka, hogy ez jelentőségében, és kimutatható hatásaiban is meghaladja a magyar cégek által külföldön végrehajtott működőtőke-befektetéseket, másrészt pedig a statisztikai jelentő-rendszer jóval szegényesebb ezen

³ Ezt most úgy kell érteni, hogy a vállalati mérlegben az eszközoldal szerezplő tétel.

utóbbiak vonatkozásában. Remélhetőleg a közeljövőben ez változni fog, és a későbbiekben ez alkalmat nyújt olyan elemzésre is, amely a kétféle irányú működőtőke-befektetések egységes tárgyalását teszi lehetővé Magyarország esetében is.

2. Külföldi működőtőke-befektetések a közelmúltban

A külföldi működőtőke-befektetések áramlása nem egyenletesen fejlődött: általános gazdasági visszaesések (itt nem feltétlenül recesszióra, hanem a növekedési ütem jelentős csökkenésére kell gondolni) idején a külföldi működőtőke-befektetések is visszaestek volumenükben. Azt azonban észre lehet venni, hogy a fejlett országokba irányuló külföldi működőtőke-befektetések visszaesése enyhébb volt, mint a fejlődő országokba irányuló, ezen utóbbiakban viszont a visszaesés kisebb a külső finanszírozás egyéb csatornáin (portfolió befektetések, egyéb befektetések) bekövetkezett visszaesésnél, tehát ha nem is egyenletes a külföldi működőtőke-áramlások alakulása, mindenesetre a hiteljellegű tőkeáramlásokénál sokkal kevésbé rapszodikus. A '90-es években rögtön az évtized elején megfigyelhető egyébként a külföldi működőtőke-befektetések szűkülése: az 1990-ben világszinten 204 milliárd dollárt kitevő külföldi működőtőke-befektetések 1991-re és 1992-re számottevően, 158 illetve 168 milliárd dollárra estek vissza, ami egybeesett egy kisebbfajta világgazdasági visszaesséssel (és nem mellékesen az Öböl-háborúval is). Ezt követően viszont ismét erőteljes a növekedés: az 1997-es 400 milliárd dollár csaknem kétszerese az évtized eleji értéknek⁴.

1. sz. táblázat

Külföldi működőtőke (FDI) áramlás megoszlása

	FDI (milliárd USD)	Beáramlásból való részesedés (%)			Kiáramlásból való részesedés (%)		
	Összes ország	Fejlett orsz.	Fejlődő orsz.	Közép-Kelet-Európa	Fejlett orsz.	Fejlődő orsz.	Közép-Kelet-Európa
1990	204	83,4	16,5	0,1	91,2	8,7	0,0
1991	158	72,2	26,2	1,6	94,3	5,6	0,1
1992	168	67,8	30,0	2,2	87,4	12,5	0,1
1993	208	62,2	35,2	2,7	84,0	15,9	0,1
1994	226	58,2	39,3	2,4	85,0	14,9	0,1
1995	315	63,9	31,9	4,2	86,9	12,9	0,2
1996	338	57,9	38,4	3,7	85,1	14,7	0,2
1997	400	58,2	37,2	4,6	84,8	14,4	0,8

Forrás: WIR 1996 és 1998

1998-ban várhatóan annak dacára tovább növekedett (a pontos számok még nem ismeretesek) a külföldi működőtőke-befektetések volumene, hogy a világgazdaság növekedése az 1997-es 4,1%-ról előzetes adatok alapján 2% környékére lassult. Ez tehát eltérést jelent az eddig jól megfigyelhető folyamatokhoz képest. A magyarázat abban keresendő, hogy 1998-ban minden korábbi évnél magasabb volument ért el a

⁴ Elvileg kétféle szám létezik egy adott évben a külföldi működőtőke-befektetések volumenét illetően: a fogadó országok illetve a származási országok statisztikáiból származó. A kettő között olykor jelentős eltérések vannak, amiket itt most nem részletezett módszertani okok magyarázhatnak. Általában a fogadó országok statisztikáit szokták megbízhatóbbnak tartani, ezért az itt szereplő számok is a fogadó országok által jelentett beáramlások összegeként adódnak. A kiáramlási részesedések azonban természetesen a kiáramlási statisztikából származnak.

fejlett országok-beli vállalatok közötti egyesülések, összeolvadások, felvásárlások mértéke. Ennek háttérében az a folyamat áll, hogy a nemzetközi versenyképesség megtartása bizonyos ágazatokban jelentős koncentrációt igényel. Ez tehát alátámasztja az, ami a bevezetésben került leírásra: a vállalati döntéseket befolyásoló mikroökonómiai szempontok figyelembevétele egyre fontosabb a külföldi működőtőke-befektetések megértésében.

Az 1. sz. táblázatból jól megállapítható az a tény, hogy a külföldi működőtőkének mind elsődleges származási, mind elsődleges fogadó országai a fejlett gazdaságok. Részesedésük ugyanakkor mindkét viszonylatban csökkenő, amely csökkenés lényegesen gyorsabb a beáramlást tekintve. Ebből érthetően a fejlődő országok téynyérése következik, ami azonban nagyon egyenlőtlen területi megoszlású. Impresszív, hogy a Közép-Kelet-Európán kívüli fejlődő országok 1997-re már a külföldi működőtőke-befektetések 37,2 százalékának (mintegy 150 milliárd dollárnak) voltak fogadói, ennek azonban szinte kizárólag Dél-Kelet-Ázsia és Latin-Amerika gazdaságai voltak az élvezői. Közép-Kelet-Európa (beleértve Oroszországot is) az évtized elején gyakorlatilag még szűz területnek számított, ehhez képest az 1997-es 4,6 százalékos beáramlási hányad elérése első ránézésre legalábbis jó eredménynek tűnik.

A kifelé irányuló működőtőke-befektetésekkel ez a tanulmány explicit módon nem foglalkozik. Elméletileg ugyan indokolt volna a beáramlások és a kiáramlások együttes tárgyalása, a táblázat alapján azonban nyilvánvaló, hogy ebbe a folyamatba Közép-Kelet-Európa mindmáig csak jelentéktelen mértékig csatlakozott be, s még ez az alacsony részesedés is gyakorlatilag egyetlen országhoz, Oroszországhoz köthető. Egyrészt ezért, másrészt mert a kiáramlásra vonatkozó statisztikákat általában megbízhatatlanabbnak tartják (vö. 4. sz. lábjegyzet), itt most a lehetséges mértékig csak a beáramlások kerülnek tárgyalásra.

Ha azonban vetünk egy pillantást arra is, hogy a fenti számok hogyan jelentkeznek a külföldi működőtőke állományának megoszlásában, akkor láthatjuk, hogy a fejlett országok részesedése dominánsabb annál, mint amit az előző táblázat sejtetett, Közép-Kelet-Európa részesedése az összes befektetett külföldi működőtőke állományából pedig igen alacsony (itt is elsősorban a beáramlott működőtőkéről van szó, de még fokozottabban igaz ez különben a kiáramlott működőtőkére). Azt, hogy Közép-Kelet-Európának a külföldi működőtőke vonzásában még lennének kapacitásai az is jól érzékelteti, hogy 1996-ban a külföldi működőtőke állománya a régió GDP-jére vetítve csak 6 százalékos volt, míg a világátlag 11%, az egy főre jutó külföldi működőtőke-állomány pedig 140 dollár Közép-Kelet-Európában, szemben az 528 dolláros világátlaggal (amin belül a fejlett országok átlaga 2425 dollár).

2. sz. táblázat

Külföldi működőtőke (FDI) állományának megoszlása

	FDI állománya (milliárd USD)	Beáramlásból képződött állományból való részesedés (%)			Kiáramlásból képződött állományból való részesedés (%)		
	Összes ország	Fejlett orsz.	Fejlődő orsz.	Közép-Kelet- Európa	Fejlett orsz.	Fejlődő orsz.	Közép-Kelet- Európa
1990	1717	79,3	20,6	0,1	95,6	4,4	0,0
1995	2658	70,6	28,1	1,3	91,5	8,4	0,1
1997	3456	68,0	30,2	1,8	90,2	9,6	0,2

Forrás: WIR 1996 és 1998

A külföldi működőtőke-befektetések mindinkább növekvő jelentőségét bizonyítja az is, hogy a multinacionális vállalatok külföldi leányvállalatainak teljes értékesítése 1990-től kezdődően már minden évben felülmúlta a világméretű exportot: 1996-ban például az előbbi érték 8851, míg utóbbi csak 6245 milliárd dollár volt, 1997-es becslések⁵ alapján pedig megfelelő adatok 9500 illetve 6432 milliárd dollár. A külföldi működőtőke-befektetés tehát jelentőségében (és főleg növekedési ütemében) már felülmúlja a hagyományos külkereskedelmet. Amint azonban már utaltam is rá, és a táblázatokból is nyilvánvaló: ez mindenekelőtt a fejlett országok egymás közötti működőtőke-befektetéseinek az eredménye.

Az eddig közölt táblázatokból és adatokból jól látható, hogy a közép-kelet-európai térség államai még 1997-ben is viszonylag alacsony szintű részesedést mondhattak magukénak a külföldi működőtőkéből (főleg annak állományi vetületét nézve), és az ún. FDI-intenzitási mutatóik is alacsonyak voltak más régiók gazdaságaival való összevetésben. Azonban a külföldi működőtőke beáramlását illetően az egyes közép-kelet-európai államok között igen jelentős eltérések mutatkoznak, nevezetesen nagyfokú koncentráció figyelhető meg. 1995-ig három ország: Magyarország, Lengyelország és Csehország csaknem 80 százalékgig részesedett a térséget érintő külföldi működőtőke-beáramlásból, s ha Oroszországot negyedikként még hozzájuk csatoljuk, ez a 80% 1995 óta is csak alig csökkent (1997-ben eme négy ország részesedése még 77%). Magyarország 1995-ig egyébként minden mutató szerint vezető szerepet játszott, a fajlagos mutatókat (GDP százalékában számított beáramlás, a befektetések egy lakosra jutó állománya) tekintve pedig azóta is kiemelkedik a mezőnyből. Amint a következő, 3. sz. táblázatban látható, 1997-ben Magyarországon a befektetett működőtőke egy főre jutó állománya például 1500 dollár fölé emelkedett, ami egy korábban már említett adat alapján a fejlett országok hasonló mutatója értékének mintegy 60 százalékát éri el.

A táblázatban található FDI-számok nem feltétlenül jelentenek azonos lefedettséget. Lengyelország és Észtország esetében például az újrabefektetéseket is tartalmazzák (bár előbbi ország esetében erősen különbözik az IMF és a közvetlen külföldi befektetésekkel foglalkozó lengyel hivatal újrabefektetésekre adott kimutatása), Magyarország esetében – erre vonatkozó statisztikai felmérés hiányában – nem⁶. Néhány ország adatai közül ugyancsak hiányoznak a tulajdonosi hitelekre vonatkozóak, amelyeket azok speciális jellege és kondíciói miatt a működőtőke-befektetésekhez kell sorolni. Ezek a hiányosságok nehezítik a táblázatban szereplő országok adatainak összehasonlíthatóságát. A torzítás mértéke különösen az említett négy ország (Magyarország, Csehország, Lengyelország és Oroszország) esetében lehet számottevő, a többi országban azonban valószínűleg elhanyagolható.

⁵ Ezek a számok a World Investment Report (WIR) 1998-as kiadásából származnak.

⁶ Az SNA-szemléletű fizetési mérleg statisztika egyébként a külföldi működőtőke részeként szerepelteti az újrabefektetett jövedelmeket, és a tulajdonosi hiteleket is, amelyek a külföldi anyavállalat és a létrehozott belföldi leányvállalata közötti hiteleket foglalják magukban. A dolgozat folyamán a nemzetközi összehasonlítások során alapvetően ilyen SNA-szemléletű működőtőke-számokat használok, elvileg tehát ezek egymással összehasonlítható számok. A gyakorlatban néhány ország (az említett módon Magyarország is) hiányosan jelent a nemzetközi statisztikai szervezetek felé, ezt azonban egyelőre nem állt módomban ellenőrizni.

3. sz. táblázat

	1993	1994	1995	1996	1997
Magyarország					
- FDI (millió USD)	2339	1146	4453	1983	2085
- FDI a GDP %-ában	6,1	2,8	10,0	4,4	4,6
- Kumulált FDI (millió USD)	5795	6941	11394	13377	15462
- Kumulált FDI/fő (USD)	563	677	1115	1313	1523
Csehország					
- FDI (millió USD)	568	862	2562	1428	1300
- FDI a GDP %-ában	1,8	2,4	5,4	2,7	2,5
- Kumulált FDI (millió USD)	2519	3381	5943	7371	8671
- Kumulált FDI/fő (USD)	244	327	575	714	842
Szlovákia					
- FDI (millió USD)	144	169	157	206	140
- FDI a GDP %-ában	1,2	1,2	0,9	1,1	0,7
- Kumulált FDI (millió USD)	354	523	680	886	1026
- Kumulált FDI/fő (USD)	67	98	127	165	192
Lengyelország*					
- FDI (millió USD)	1715	1875	3659	4498	4908
- FDI a GDP %-ában	2,0	2,0	3,1	3,3	3,6
- Kumulált FDI (millió USD)	2799	4674	8333	12831	17739
- Kumulált FDI/fő (USD)	73	121	216	332	459
Románia					
- FDI (millió USD)	94	341	419	263	956
- FDI a GDP %-ában	0,4	1,1	1,2	0,7	2,7
- Kumulált FDI (millió USD)	214	555	974	1237	2193
- Kumulált FDI/fő (USD)	9	24	43	55	97
Oroszország					
- FDI (millió USD)	660	637	2017	2479	6697
- FDI a GDP %-ában	0,4	0,2	0,6	0,6	1,5
- Kumulált FDI (millió USD)	2958	3595	5612	8091	14788
- Kumulált FDI/fő (USD)	20	24	38	55	100
Észtország					
- FDI (millió USD)	162	214	205	150	308
- FDI a GDP %-ában	9,7	9,2	5,8	3,4	6,6
- Kumulált FDI (millió USD)	229	443	648	798	1106
- Kumulált FDI/fő (USD)	151	295	438	543	758
Szlovénia					
- FDI (millió USD)	113	128	176	185	315
- FDI a GDP %-ában	0,9	0,9	0,9	1,0	1,7
- Kumulált FDI (millió USD)	295	423	599	784	1099
- Kumulált FDI/fő (USD)	148	213	301	394	552
Kelet- és Közép-Európa*					
- FDI (millió USD)	5540	5895	14504	13102	19013
- FDI a GDP %-ában	..	..	1,7	1,4	1,7
- Kumulált FDI (millió USD)	13109	19004	33508	46610	65623
- Kumulált FDI/fő (USD)	..	..	101	140	198

Forrás: Economic Survey of Europe 1996, 1997, 1998.

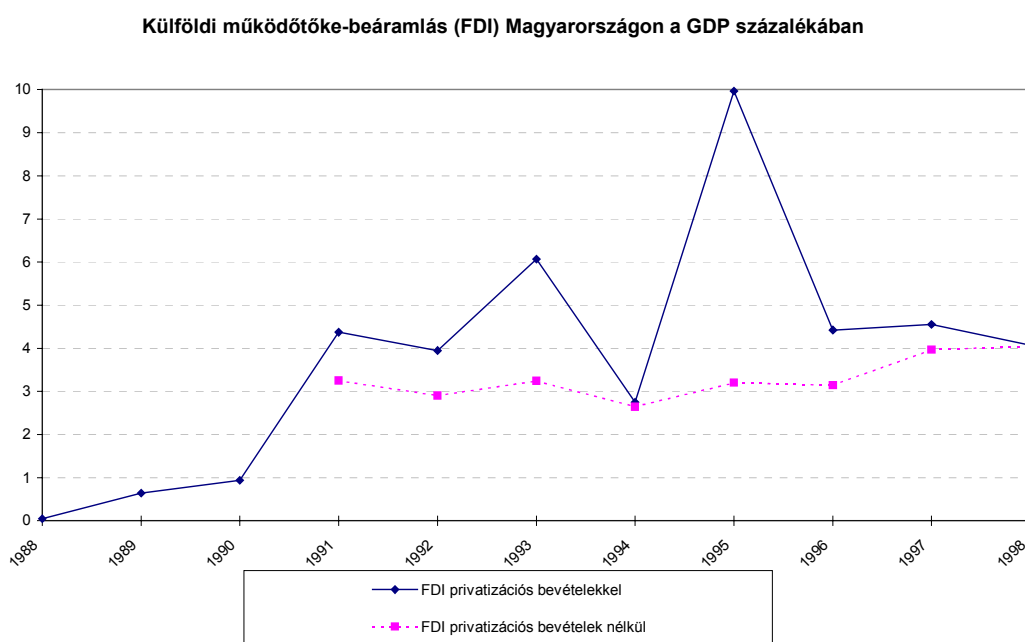
* Lengyelország adatai az IFS-ből kerültek figyelembevételre, és ezzel került korrigálásra Kelet- és Közép-Európa összegző sora is.

Az, hogy az újrabefektetéseket a külföldi működőtőke-befektetésekre kiterjedő magyar statisztikai jelentőrendszer nem (és így a fentebbi táblázat illetve az 1. sz. ábra sem)

tartalmazza, arra utal, hogy mind a külföldi működőtőke-beáramlás, mind a külföldi működőtőke állománya nagyobb annál mint ami a hivatalos statisztikákban szerepel. Az egyik módszer ezen újrabefektetések nagyságának számszerűsítésére az, hogy az APEH által jelentésre kötelezett vállalkozói kör összes kifizetett osztalékából a külföldi cégekre jutó részt a külföldi befektetőknek a jegyzett tőkéből való részesedése arányában állapítják meg, majd ebből az összegből levonják a fizetési mérleg statisztikában szereplő repatriált profit mennyiségét. Ezen módszer alapján 1990 és 1997 között mintegy 1,8 milliárd dollárra tehető a magyarországi újrabefektetések nagysága. A módszer természetesen számos hibalehetőséget tartalmaz, amellet elméletileg sem tökéletes. A korábbi években alighanem felül- az utóbbi években alulbecsli az újrabefektetések nagyságát. A probléma megnyugtató megoldása még várat magára. Ez az 1,8 milliárd dollár addig is irányadóként szolgálhat az újrabefektetések nagysága tekintetében, feltehetően inkább alsó-, mintsem felső becslésként.

Kisebb-nagyobb súllyal ugyanakkor minden ország beáramlási adatában bennefoglaltatnak privatizációs bevételek is. Magyarországon ezek 1996-ig igen jelentősek voltak, s ez felveti annak kérdését, hogy hosszú távon tartható-e a GDP arányában a táblázatban is látható magas külföldi működőtőke-beáramlás. A következő ábrából azonban az is megállapítható, hogy az utóbbi éveket tekintve (1997-ben és 1998-ban) a működőtőke-beáramlás annak ellenére sem süllyedt a GDP 4%-a alá, hogy a privatizációs bevételek már vesztek jelentőségükből⁷.

1. sz. ábra



Ha a külföldi működőtőke-befektetések állományának ágazati megoszlását vizsgáljuk, akkor világgazdasági szinten nyilvánvaló, hogy a terciér szektorok dominálnak. Jelentős, de valamivel alacsonyabb a szekunder szektorok részesedése, a primer ágazatoké azonban kifejezetten alacsony (kissé elnagyoltan a mezőgazdaság, erdőgazdaság, halászat és a bányászat tekintendők primer szektoroknak, szekunder

⁷ Az említett két esztendőben is voltak nagyobb mértékű privatizációs bevételek, különösen 1997-ben. Ezek azonban nem a működőtőke-beáramlásnál, hanem a portfólió befektetéseknél kerültek kimutatásra, minthogy az ezek keretében szerzett külföldi tulajdoni hányadok nem érték el a választóvonalaként meghúzott 10%-os értéket.

szektor a feldolgozóipar, terciér szektor pedig az energiaszolgáltatás, az építőipar, és a különféle szolgáltatások). A fejlett országokban felhalmozódott külföldi működőtőke-állomány elhagyásával azonban a szekunder szektorok részesedése a legmagasabb, ami arra utal, hogy a terciér szektor túlnyomórészt a fejlett országokban válik a külföldi működőtőke-befektetések fő terepévé. Közép-Kelet-Európa legtöbb országa vonatkozásában rendelkezésünkre áll a külföldi működőtőke-befektetések 1997 végi állományának ágazati megoszlása. A 4. sz. táblázat a számunkra legérdekesebb országok adatait tartalmazza.

4. sz. táblázat

A külföldi működőtőke 1997-es állományának szektorális megoszlása (%)

	Cseh- ország	Lengyel- ország	Magyar- ország	Orosz- ország	Románia	Szlovénia	Ukrajna
Primer szektorok	..	2	2	16	6	..	2
Szekunder szektor	38	61	39	23	53	30	50
- Élelmiszeripar	16	21	9	9	14	2	20
- Vegyipar	8	5	8	3	5	6	7
- Gépipar	13	17	12	4	14	5	9
- Egyéb	1	18	10	7	20	17	14
Tercier szektor	45	38	59	51	35	55	40
- Energiaszolgáltatás	4	..	14	..	..	14	..
- Építőipar	1	5	4	..	1	..	..
- Kereskedelem	9	6	12	11	16	11	19
- Szállítás, távközlés	18	5	8	2	4	..	5
- Pénzügyi szolg.	9	21	9	32	5	17	9
- Egyéb	4	1	12	6	9	13	7
Nem specifikált	17	-	-	10	6	15	8

Forrás: WIR 1998

Jól látható, hogy a közép-kelet-európai országok legtöbbször a külföldi működőtőke egyáltalán nem olyan szerkezetben áramlott be, mint ami a világgazdaság egészét jellemzi, és főleg nem olyanban, mint ami a fejlett országokban megfigyelhető. A kivételt Magyarország és Szlovénia jelenti, ahol a terciér szektoroknak a fejlett országokban tapasztalhatóhoz hasonló súlyuk van a külföldi működőtőke-beáramlásban, miközben a primer szektorok jelentősége elhanyagolható. Oroszországnál első ránézésre ugyanez a helyzet azt leszámítva, hogy náluk (érthetően) a primer szektorok nagyobb jelentőséghez jutnak. Figyelembe kell azonban venni, hogy Oroszországban lényegében csak a pénzügyi szolgáltatásokba érkeztek igazán jelentős befektetések, a többi szektorba nem, és különösen alacsony részesedést mutathat fel a gépipar és a vegyipar, amelyek pedig a külföldi működőtőke-befektetések legfontosabb terei. A külföldi működőtőke romániai ágazati megoszlásának a fejlett országokétól jelentősen eltérő volta nem meglepő, annál inkább az Lengyelországé. Az, hogy a fenti táblázatban a szekunder szektorok egyéb során ilyen magas részesedési hányadok találhatók e két ország esetében, az azt jelenti, hogy a külföldi működőtőke ezekben az országokban nagy részben egyáltalán nem stratégiai célzattal jelent meg, hanem mindössze az olcsó munkaerő kihasználását célozta meg. Itt ugyanis tipikusan olyan ágazatok vannak (textilipar, papíripar, bőripar), amelyek nem igényelnek nagyon jelentős volumenű fix befektetéseket, alacsony hozzáadott-értéket hoznak létre, kutatás-fejlesztési tevékenységük

elhanyagolható és a legkisebb kedvező tovagýűrűző hatást tudják csak gyakorolni a fogadó ország egészére. Hasonlók ráadásul az élelmiszeripar nagy része vonatkozásában is elmondhatóak. Ennek fényében még bátrabban jelenthető az ki, hogy a jövőbeli gazdasági fejlődés szempontjából legreménykeltőbb külföldi működőtőke-beáramlás a közép-kelet-európai térségben Magyarországot és Szlovéniát jellemezte, a többi ország esetében (Csehország megítélése talán még pozitív lehet) azonban a külföldi működőtőke elmaradott gazdaságszerkezetet konzerváló hatása is felsejlik.

5. sz. táblázat

A külföldi működőtőke-állomány ágazati szerkezete Magyarországon

	Részesedés a jegyzett tőke külföldi részéből (%)			
	1992	1994	1996	1998*
Nemzetgazdaság összesen	100,0	100,0	100,0	100,0
Mező-, vad- és erdőgazd., halászat	0,7	1,2	1,2	0,9
Bányászat	1,8	1,1	1,2	0,5
Feldolgozóipar	54,1	48,6	39,6	38,1
- Élelmiszerek, italok és dohánytermékek	..	15,9	9,1	10,0
- Textilíák, ruházati- és bőrtermékek	..	2,0	2,0	1,7
- Fa-, papír- és nyomdaipari termékek	..	3,1	2,7	2,2
- Vegyipar, kőolajfeld., műanyagok	..	6,5	8,7	7,8
- Nem-fém termékek	..	4,0	2,8	2,4
- Kohászat és fémfeldolgozás	..	3,1	2,5	3,4
- Gépipar, gépi berendezések	..	13,4	11,5	10,2
- Bútorgyártás, egyéb feldolgozóipar	..	0,7	0,4	0,5
Villamosenergia, gáz-, hő- és vízellátás	0,6	0,5	14,2	14,3
Építőipar	4,1	4,7	3,7	1,6
Kereskedelem, javítás-karbantartás	14,3	14,1	11,9	12,2
Idegenforgalom, vendéglátás	3,2	3,6	2,5	1,7
Szállítmányozás és távközlés	2,0	7,9	8,8	6,7
Pénzügyi tevékenység és kieg. szolg.	9,5	8,9	8,9	11,4
Ingatlan, bérbeadás	8,8	8,5	7,3	11,1
Oktatás	0,0	0,0	0,0	0,0
Egészségügyi és szociális szolgáltatás	0,1	0,2	0,1	0,1
Egyéb	0,8	0,6	0,5	1,4

* Az 1998-as adatokat az APEH 1999. júliusi gyorsjelentése alapján számítottam

A külföldi működőtőke ágazati szerkezetét Magyarországon alaposabban megvizsgálva (5. sz. táblázat) elmondható az, hogy a jegyzett tőkéből való külföldi részesedés alapján a feldolgozóipar az átmenetből eddig eltelt időszakban végig az elsődleges befektetési terepnek számított, noha eleinte csaknem 50%-os aránya a külföldi működőtőke teljes állományán belül 1992-től 1998-ig csökkenő volt. Ez részben annak is köszönhető, hogy a privatizáció kezdetén a feldolgozóipari cégek magánkézbe adására viszonylag korábban került sor, és azóta a privatizáció súlypontja áttevődött a magas jegyzett tőkéjű energiaszolgáltató cégekre. Másrészt az a hatás játszik szerepet, hogy a gazdasági átmenet kezdetén a külföldi befektetők a kisebb befektetést igénylő, alacsony feldolgozottsági fokú termékeket kibocsátó, nagyrészt kevésbé képzett munkaerőt foglalkoztató alágazatokban (élelmiszeripar, textilipar, kohászat, nem-fémes ásványi termékek előállítása) szereztek részesedést, amely akkor nemzetgazdasági szinten magas arányt biztosított a külföldi működőtőkéből a

feldolgozóiparnak. Az ezen ágazatokban megszerzett cégekbe azonban a továbbiakban már kevesebbet investáltak, amint részesedésük fokozatos csökkenése 1992 és 1998 között nyomon is követhető.

Ezzel ellentétben fokozatosan megnőtt a külföldi befektetők érdeklődése az „igényesebb”, magasabb feldolgozottsági fokú termékeket előállító, képzett munkaerőt foglalkoztató ágazatokba történő befektetések iránt. A vegyipar részesedése a vizsgált időszak folyamán tendenciájában növekvő volt, a gépipar (a feldolgozóipar másik jelentős ágazata) részesedésének kezdeti erőteljes csökkenése pedig lelassult. Egyrészt tehát a privatizáció befejeződésével, másrészt az „igényesebb” ágazatok súlyának növekedésével az várható, hogy a feldolgozóipar egésze részesedésének csökkenése növekedésbe fordul. Ez a jelenség, vagyis a feldolgozóipar kezdeti tündöklése, átmeneti hanyatlása majd ismételt felívelése a külföldi működőtőke-beáramlásban belül megfigyelhető volt korábban más olyan országokban is (pl. Spanyolország, Portugália), amelyek egy viszonylag autarch gazdálkodás után bekapcsolódtak a világgazdaság vérkeringésébe, és eközben jelentős mértékben támaszkodtak külföldi működőtőkére. Ráadásul a feldolgozóipar ágazatokra bontása után ott is ugyanolyan folyamatok rajzolódtak ki: a kezdeti években a textilipari, élelmiszeripari befektetések vitték hátukon a feldolgozóipart, a visszaesés utáni emelkedéshez azonban már a gépipari és a vegyipari beruházások adták a lendületet. Az 5. sz. táblázatból ugyanakkor az is nyilvánvaló, hogy egyes szolgáltatások (mindenekelőtt a pénzügyi és az ingatlanügyletekkel kapcsolatos szolgáltatások) mind nagyobb részét kötik le a beáramló külföldi működőtőkének.

Minthogy általánosságban jó közelítés azt mondani, hogy a primer és szekunder ágazatok állítják elő a kereskedelmi forgalomba kerülő termékeket, míg a terciér ágazatok a kereskedelmi forgalomba nem kerülő javakat, a külkereskedelmi forgalom vonatkozásában nyilvánvalóan hatása lehet annak, hogy milyen a beáramlott külföldi működőtőke ágazati megoszlása. Vajon aggódásra ad-e okot Magyarország esetében, hogy ilyen magas a terciér ágazatok részesedése a külföldi működőtőke-beáramlásban? A külföldi működőtőkével szemben végülis az az elvárás is sokszor megfogalmazódik, hogy járuljon hozzá a külső egyensúly fenntartásához, esetleg javításához. Ha azonban a kereskedelmi forgalomba nem kerülő javak importtartalma magas, akkor egy magas terciér szektor-beli részesedéssel jellemezhető külföldi működőtőke ágazati szerkezet a külső egyensúly romlásához vezethet.

Amint azonban az a következő (6. sz.) táblázatban látható, a külföldi működőtőke legnagyobb részt azokban az ágazatokban ért el meghatározó tulajdonlasi hányadot, amelyek a nemzetközi verseny fő területei. Így mindenekelőtt a gépiparban, a vegyiparban és a nem-fém termékek gyártásában, és még a terciér szektoron belül is azokban az ágazatokban, amelyek képesek az ország számára jelentősebb devizabevételt lehetővé tevő szolgáltatásokat előállítani (építőipar, idegenforgalom és pénzügyi szolgáltatások). A külső egyensúly oldaláról tehát a külföldi működőtőke-állomány ágazati szerkezete önmagában nem fenyeget azzal a veszéllyel, hogy tartósan az exportét meghaladó importnövekedést teremtsen. Ettől függetlenül, mivel a legfontosabb versenyágazatokat a szükséges befektetések magas volumene jellemzi, néhány évig alighanem együtt kell még élni azzal, hogy a gazdaságban működő külföldi tulajdonú cégek főként a beruházási célú importjuk révén maguk is a külkereskedelmi deficitet mélyítik. Ez azonban nem a külföldi működőtőke ágazati

szerkezetének korszerűtlenségére utal. Részben éppen annak eredménye, hogy ez a kompozíció előnyös: valójában a leginkább hasonlít a fejlett országok egymás közötti működőtőke-befektetéseinek ágazati szerkezetéhez Közép-Kelet-Európa gazdaságai közül.

6. sz. táblázat

A külföldi működőtőke részesedése ágazatonként Magyarországon

	Külföldi hányad az ágazati jegyzett tőkéből (%)			
	1993	1994	1996	1998*
Nemzetgazdaság összesen	15,7	18,9	32,3	39,3
Mező-, vad- és erdőgazd., halászat	2,4	3,5	6,1	7,1
Bányászat	17,8	17,8	36,1	27,8
Feldolgozóipar	30,9	37,0	52,5	59,7
- Élelmiszerek, italok és dohánytermékek	43,4	48,0	51,4	62,8
- Textilíák, ruházati- és bőrtermékek	22,8	29,0	47,8	50,4
- Fa-, papír- és nyomdaipari termékek	27,2	32,7	42,5	48,9
- Vegyipar, kőolajfeld., műanyagok	13,9	20,7	51,1	56,4
- Nem-fém termékek	51,1	59,6	69,2	72,5
- Kohászat és fémfeldolgozás	26,1	28,8	35,0	57,2
- Gépipar, gépi berendezések	36,8	43,8	64,9	64,3
- Bútorgyártás, egyéb feldolgozóipar	23,9	27,5	28,1	38,9
Villamosenergia, gáz-, hő- és vízellátás	0,5	0,4	21,7	31,2
Építőipar	25,8	32,8	40,9	28,6
Kereskedelem, javítás-karbantartás	22,3	27,8	36,5	45,8
Idegenforgalom, vendéglátás	28,4	30,6	38,6	31,0
Szállítmányozás és távközlés	13,8	15,5	23,1	31,0
Pénzügyi tevékenység és kieg. szolg.	14,9	19,4	46,6	48,8
Ingatlan, bérbeadás	17,5	19,6	22,4	26,2
Oktatás	10,0	10,0	14,8	10,5
Egészségügyi és szociális szolgáltatás	33,3	46,5	52,2	28,5
Egyéb	3,9	4,4	5,7	31,8

* Az 1998-as adatokat az APEH 1999. júliusi gyorsjelentése alapján számítottam

Mint azt egy korábban már közölt táblázat adatai is jól mutatták, a külföldi működőtőke-befektetések túlnyomó része (mintegy 85%-a) fejlett országokból származik, így nem csoda, ha főként ezek az országok szerepelnek Közép-Kelet-Európa gazdaságai külföldi működőtőke-állományának országeredet szerinti megbontásában a vezető helyeken. Súlyaik azonban meglehetősen különbözők (7. sz. táblázat).

Németországról és (Szlovéniában betöltött csekély szerepe ellenére) az Egyesült Államokról lehet kijelenteni azt, hogy a térség minden országában jelentős részt vállaltak rezidens vállalatai a működőtőke biztosításában. Ausztria szerepe Szlovéniában ugyan kimagasló, a többi országban azonban nem tartozik a legfontosabb befektetők közé. Érdekes Svájc erőteljes jelenléte Oroszországban és Ukrajnában. Az autóiparba történt befektetések tették Korea részesedését magassá Lengyelország és Románia esetében, és Ukrajna esetében valószínűleg még magasabb lenne a koreai részesedés (ugyancsak az autóipar révén), ha rendelkeznénk az erre vonatkozó adatokkal. Az viszont nemcsak adathiányra utal, hogy japán befektetések nem szerepelnek a fenti táblázatban: a japán cégek nagyon óvatosan fektetnek be

Közép-Kelet-Európában, még leginkább Magyarországon érték el befektetéseik akkora mértéket, amelyet már nem lehet negligálhatónak mondani.

7. sz. táblázat

**A külföldi működőtőke 1997-es állományának
származási ország szerinti megoszlása (%)**

	Cseh- ország	Lengyel- ország	Orosz- ország	Románia	Szlovénia	Ukrajna
Ausztria	7	4	2	3	34	2
Belgium	..	1	..	..	..	..
Egyesült Államok	13	23	29	7	1	19
Egyesült Királyság	3	7	17	4	5	8
Franciaország	8	9	2	13	7	1
Hollandia	14	7	4	9	2	10
Japán	..	..	..	..	..	..
Korea	..	6	..	11	..	..
Németország	28	12	12	9	14	10
Olaszország	1	9	3	6	7	2
Svájc	11	3	15	..	4	10
Nem specifikált	15	19	16	38	26	38

Forrás: WIR 1998

A külföldi működőtőke-befektetések magyarországi állományának származási ország szerinti vizsgálata (8. sz. táblázat) azt mutatja, hogy a befektetések több mint 70%-a az Európai Unió országaiból érkezett, ezen belül Németország, Ausztia, Hollandia, Franciaország és Egyesült Királyság a legfontosabb működőtőke-befektetők sorrendje⁸. A befektetések további csaknem 25%-át EU-n kívüli OECD-ország jegyzi, vagyis a fejlődő illetve a tranzíciós gazdaságok mindössze 5%-át adják a külföldi működőtőke-állománynak. Németországból különben egyedül a befektetések csaknem 25%-a, az Egyesült Államok pedig több mint 15%-a származik. Ez a két ország abból a szempontból is meghatározó, hogy a fejlett technológiát igénylő beruházások legnagyobb hányadát (a gépiparon, vegyiparon belül, továbbá a távközlési ágazatban) az ő befektetőik hajtották végre. Franciaország viszont leginkább az energiaszolgáltatásba fektetett be jelentős összegeket. Ausztriát, annak ellenére, hogy legtöbbet a feldolgozóiparba ruházott be, nem lehet egyértelműen fejlett technológiák magyarországi megtelepítőjének nevezni, ugyanis inkább az alacsonyabb feldolgozási fokot igénylő ágazatokba fektetett be, főként az élelmiszeriparba és a papíriparba. Ezenkívül pedig a kereskedelembe valamint a pénzügyi szolgáltatásokba ruháztak be jelentősebb mennyiséget az osztrák befektetők. Az utóbbi idők folyamatait tekintve Németország stabilan őrzi megszerzett részesedését, az Egyesült Államok enyhe mértékben ugyan, de növeli azt, míg Ausztia viszaszorulóban van. Japán részesedése igen alacsony, és 1996-ig még így is csökkenő volt: az egyetlen fecskének tekinthető Suzukinak nem voltak követői. Az utóbbi idők befektetései (Sony, Denso, Shinwa) valamelyest emelték a japán működőtőke részesedését.

⁸ A külföldi működőtőke származási ország szerinti megbontására az APEH jelentések nem alkalmasak, ezért külön adatgyűjtési program keretében kerülnek ezek az adatsorok előállításra. Az adatok némi késéssel jelennek meg, így az elérhető legfrissebb adatok az 1996-os évből származnak.

8. sz. táblázat

Külföldi működőtőke származási ország szerint

	Részesezés a külföldi tulajdonú jegyzett tőkéből			
	1993	1994	1995	1996
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0
Ausztria	15,8	19,9	15,9	14,5
Belgium	3,2	2,1	3,1	2,6
Dánia	0,2	0,6	0,6	0,7
Egyesült Királyság	3,9	4,5	3,8	5,8
Finnország	0,2	0,2	0,3	0,5
Franciaország	4,7	5,2	8,1	7,8
Görögország	0,2	0,1	0,1	0,1
Hollandia	5,6	11,1	10,5	9,5
Írország	0,1	0,3	0,3	0,2
Luxemburg	1,1	1,8	1,1	1,1
Németország	28,4	22,3	24,6	23,8
Olaszország	3,9	4,7	3,8	3,8
Spanyolország	0,1	0,1	0,2	0,1
Svédország	0,7	1,1	0,7	0,6
EU (Portugália nélkül)	68,2	74,0	73,2	71,2
Ausztrália	1,3	0,2	0,0	0,1
Ciprus	0,1	0,2	0,8	0,7
Egyesült Államok	21,0	14,3	16,0	17,1
Japán	2,6	1,9	1,3	1,6
Kanada	0,6	0,9	0,6	0,4
Korea	0,4	0,4	0,5	0,8
Oroszország	0,0	0,0	0,7	0,8
Svájc	2,0	3,8	2,9	2,3
Egyéb (Portugáliával)	3,9	4,5	4,1	4,9

A külföldi működőtőkének a foglalkoztatás alakulásához való hozzájárulásáról még kevés dolog mondható el. Hamar (1999) ugyan a társasági adóbevallások magyarországi regionális adatainak elemzéséből arra a következtetésre jut, hogy a külföldi tőke minden megyében a munkanélküliség enyhüléséhez járult hozzá, ezt azonban pusztán azon az alapon teszi, amit az alábbi (9. sz.) táblázat is tartalmaz: a külföldi tőkével működő vállalatok mind magasabb hányadát foglalkoztatják a magyar munkavállalóknak. Az ugyan köztudomású, hogy néhány jelentősebb méretű korábbi állami vállalat, amely végül részben vagy egészben külföldi kézbe került, magánosítás nélkül alighanem bezárta volna kapuit s ezáltal alaposan hozzájárult volna a munkanélküliség emelkedéséhez, az azonban, hogy a külföldi tulajdonos megtartotta a dolgozók egy részét (esetleg még vállalt is valamiféle foglalkoztatottsági kötelezettséget), nem jelenti azt, hogy nettó módon ne csökkenhetett volna a munkahelyek száma.

9. sz. táblázat

Külföldi tőkével működő vállalatok részesedése a foglalkoztatásból Magyar-n

	Agazati összes foglalkoztatott arányában (%)			
	1993	1994	1996	1998*
Nemzetgazdaság összesen	20,0	22,6	25,1	32,8
Mező-, vad- és erdőgazd., halászat	2,2	2,9	3,5	4,3
Bányászat	11,6	13,4	33,8	24,8
Feldolgozóipar	30,6	35,3	35,6	47,6
- Élelmiszerek, italok és dohánytermékek	36,0	38,3	34,7	42,7
- Textiliák, ruházati- és bőrtermékek	27,4	29,6	30,3	41,8
- Fa-, papír- és nyomdaipari termékek	25,5	24,1	27,2	30,4
- Vegyipar, kőolajfeld., műanyagok	31,1	53,2	63,5	68,3
- Nem-fém termékek	40,0	40,0	42,8	50,0
- Kohászat és fémfeldolgozás	19,6	21,7	22,7	38,6
- Gépipar, gépi berendezések	34,7	38,8	36,6	56,2
- Bútorgyártás, egyéb feldolgozóipar	20,5	23,7	21,3	27,9
Villamosenergia, gáz-, hő- és vízellátás	2,1	1,7	40,3	41,2
Építőipar	14,5	14,4	11,8	12,0
Kereskedelem, javítás-karbantartás	21,0	23,6	19,9	26,8
Idegenforgalom, vendéglátás	22,5	26,1	25,0	28,7
Szállítmányozás és távközlés	12,0	10,8	13,9	19,4
Pénzügyi tevékenység és kieg. szolg.	47,3	46,0	78,8	72,7
Ingatlan, bérbeadás	14,2	13,0	15,1	20,2
Oktatás	10,1	9,8	6,9	10,1
Egészségügyi és szociális szolgáltatás	13,7	10,4	6,4	13,6
Egyéb	8,2	9,0	8,5	11,6

* Az 1998-as adatokat az APEH 1999. júliusi gyorsjelentése alapján számítottam

Ami persze nem írható teljes mértékben a külföldi működőtőke számlájára, mindenesetre a fenti adatokból önmagukban még nem olvashatók ki olyan információk, amelyek egyértelműen megítélhetővé tennék a külföldi működőtőke-befektetések foglalkoztatásra gyakorolt hatását. Tényként annyi rögzíthető, hogy 1998-ban már minden csaknem minden harmadik munkavállaló olyan vállalatnál dolgozik, melynek külföldi tulajdonosa (is) van, és különösen nagy a külföldi működőtőke szerepe a foglalkoztatás terén a pénzügyi szolgáltatásokban (73%) valamint a vegyiparban (68%). A külföldi működőtőke foglalkoztatásban betöltött szerepére még visszatérek a dolgozat negyedik pontjában.

A külföldi működőtőkének a külső egyensúly alakulásához való hozzájárulását és a téma egyéb vonatkozásait e helyen nem részletezem, arra a dolgozat negyedik pontjában kerül sor. Az eddig leírtak alkalmat adnak arra, hogy a magyarországi külföldi működőtőke-beáramlás eddigi történetét röviden abban foglalhassam össze, hogy nemzetközi viszonylatban is magas külföldi működőtőke-beáramlás történt az 1988-98 időszak folyamán Magyarországra, amelynek következtében a külföldi működőtőke a magyarországi termelésben, a foglalkoztatásban jelentős szerepet ért el, és mindez olyan iparági szerkezetben történt, amely hasonlatos a világ gazdaság fejlett országaiban megfigyelhető működőtőke-beáramláshoz. Ezek után kézenfekvő annak a kérdésnek a kutatása, hogy milyen okok magyarázzák a külföldi működőtőke nagyfokú beáramlását egyes országokba, miközben mások nem tudnak ilyen mértékig profitálni belőle. A következő pontban ezért először általános jelleggel, majd specifikusan Magyarország vonatkozásában megvizsgálom a külföldi működőtőke-beáramlásra ható legfontosabb tényezőket, ezek ismeretében pedig alternatívákat fogalmazok meg arra nézve, hogy a közeljövőben is élen maradhat-e Magyarország a közép-kelet-európai térségben külföldi működőtőke-vonzó képessége tekintetében.

3. A külföldi működőtőke-beáramlás meghatározó tényezői

A külföldi működőtőke-beáramlásnak egy adott gazdaságba a vállalatok gazdálkodását meghatározó illetve abból származtatható mikroökonómiai, valamint a donor ország (amelyben a külföldi működőtőke-befektetést végrehajtó vállalat székhelye található) és a fogadó ország gazdaságának eltérését reprezentáló makroökonómiai okai vannak. Ahogy a nemzetközi kereskedelemre vonatkozó korai elméletek az utóbbi okokat, tehát az országok különbözőségét kifejező változókat tartották jelentősebbnek (ha nem egyenesen kizárólagosnak), s ennek alapján a kereskedelem magasabb volumenét az egymástól lényegesen eltérő gazdasági szerkezetű országok között feltételezték, ugyanúgy a külföldi működőtőke-befektetések korai kutatói is ezeket a változókat vették vizsgálatba. A tények azonban ugyancsak gyorsan bebizonyították, hogy ezek a vizsgálatok messze nem tárják fel a külföldi működőtőke áramlásának a tényezőit, minthogy az adatokból nyilvánvaló volt, hogy a működőtőke-befektetések leginkább a fejlett országok között áramlottak, amelyek gazdasági-társadalmi szerkezete relatíve nagy hasonlatosságokat mutatott. Ekkor világossá vált, hogy a külföldi működőtőke-befektetések magyarázatát olyan változók körében kell keresni, amelyek tekintettel vannak például a fogyasztói igények különbözőségére (erőteljes termékdifferenciáció, reputáció) is, de méginkább a mind nagyobbá növvő vállalatok globális stratégiájának meghatározó tényezőire. Egyszerűen jellegükben mikroökonómiai változók intenzív vizsgálata vált indokolttá, mint ahogy különben a nemzetközi kereskedelem új elméletei is már ezt tartalmazták elsősorban. Ez természetesen nem jelenti azt, hogy a makroökonómiai változóknak már semmi jelentősége nincs. Még a fejlett országok közötti működőtőke-befektetések magyarázatában is relevánsnak bizonyulnak, de közülük néhány olyannak a szignifikáns volta, mely korábban a különbözőségeket volt hivatott kifejezni, már csak a fejlődő országokba irányuló működőtőke-befektetéseket illetően igazolható.

Mégis, minthogy a külföldi működőtőke-befektetésének magyarázóit közül a makroökonómiai jellegűek körét nagyobb egyetértés jellemzi a téma szakirodalmában mint a mikroökonómiai jellegűeket⁹, ezért ezekkel kezdem az ismertetést. A *piac mérete* magától értetődően vetődik fel: a magasabb jövedelmű országok nagyobb valószínűséggel jelentenek magas vásárlói potenciált, amelyért már érdemes vállalni a külföldi termeléssel járó költségeket. Ugyancsak fontos tényező a donor- és a fogadó ország közötti *kereskedelmi kapcsolatok volumene*. Egy ismeretlenebb piacon való megjelenés több kockázati tényezőt rejt magában egy potenciális külföldi működőtőke-befektető számára, mintha a korábbi kereskedelmi tevékenysége által már letapogatott külső piacon kívánna helyszíni termelést folytatni. Itt azonban figyelembe kell venni azt, hogy ha a kereskedelem szabadsága korlátozott, például a potenciális fogadó ország importkvótákat vagy magas importvámokat alkalmaz, akkor ugyan valószínű, hogy a korábbi külkereskedelmi kapcsolatok alacsony volumenűek voltak, éppen az importkorlátozások megkerülése lehet azonban csábító az adott

⁹ Itt magukról a konkrét változókról van szó. Tehát míg például mindenki egyetért abban, hogy a makroökonómiai jellegű változók között szerepelnie kell a gazdasági növekedés ütemének vagy például a bérköltségek szintjének, addig a mikroökonómiai jellegű változók köre nem ilyen egyértelmű. Van aki például a szállítási költségeket a donor illetve a fogadó ország fővárosainak légvonalban számított távolságával reprezentálja, más egyszerűen azt veszi figyelembe, van-e közös földrajzi határ a két érintett ország között. Nem arról van tehát szó, hogy abban nincs egyetértés, hogy kellenek-e egyáltalán a mikroökonómiai jellegű változók.

piacon történő működőtőke-befektetésre. Értelmszerűnek tűnik a *gazdasági növekedés ütemének* jelentősége is: egy gyorsan növekvő gazdaság minden szempontból jobb körülményeket biztosít a befektetett tőke megtérülésére.

A fenti tényezőket Wheeler és Mody (1992) valamint Martín és Velázquez (1997) is tesztelte, és a korábbi kereskedelmi kapcsolatok kivételével egyöntetűen pozitívnak találták a fent említett változók hatását az OECD országok közötti bilaterális működőtőke-áramlásokra. A kereskedelmi kapcsolatokkal kapcsolatban azonban felmerült az említett probléma: mindkét tanulmány szignifikánsnak mutatta ki a kereskedelmi korlátozások hatását (vagyis ezek növelőleg hatnak a működőtőke-áramlásra), és bár explicite nem tesztelték, azt állították, hogy ez arra utal, hogy a nagyobb nyitottság visszatartó erejű a külföldi működőtőke-befektetés megtételére.

Várható EU-csatlakozásunk fényében különösen érdekes számunkra az, hogy kimutatható-e valamiféle pozitív hatás egy *regionális kereskedelmi egyezményben* való részvétel és a külföldi működőtőke-beáramlás volumene között. Elég itt arra utalni, hogy Spanyolországban és Portugáliában, ahová az 1974-es gazdasági-politikai fordulatot követően is jószerével csak „csordogált” a külföldi működőtőke, az EU-csatlakozást megelőző két-három évben óriási felívelést lehetett tapasztalni a külföldi cégek közvetlen befektetéseiben. Ez a folyamat a csúcsát az 1986-os EU-csatlakozást követően érte el, s még három-négy évig fennmaradt, hogy 1990-től lassúbb ütemben alábbszálljon, de így is magasabb szinten rögzödjék, mint az 1980-ig terjedő időszak bármely évében. Egy regionális kereskedelmi egyezményben (jóllehet, az EU jóval több ennél) való részvétel kétféleképpen érintheti a külföldi működőtőke-befektetéseket. Ha igaz, hogy a korábban fennálló kereskedelmi korlátok ösztönözték azokat, akkor a korlátok lebontásával az ebből fakadó motivációk megszűnnek az egyezményben résztvevő országok között. Nem egyszerűen arról van szó, hogy a jövőben ezekben a viszonylatokban csökken a működőtőke-áramlás volumene, hanem az egyezmény életbelépését követően egy egyszeri nagyobb áttelepülési hullám is előfordulhat, amely néhány ország esetében azt jelentheti, hogy korábban meglepedett külföldi vállalatok beszüntetik működésüket az adott gazdaság területén. Eme hatást ellensúlyozza a kereskedelmi egyezmény ama másodlagos hatása, amely a fő külkereskedelmi irányokat radikálisan megváltoztatja: az egyezményen kívül maradó országok válnak kereskedelmi korlátok elszenvedőivé. Ilyenkor az ő érdekük azt diktálja, hogy a kereskedelmi egyezményben részt vevő országokat, mint kíváncsi működőtőke-befektetési terepet tekintsék.

A fentebb említett spanyol és portugál tapasztalaton kívül Blomström és Kokko (1997) valamint Andersen és Hainaut (1998) is megerősítést nyújt arra vonatkozóan, hogy kereskedelmi egyezményben való részvétel pozitív hatással van a külföldi működőtőke beáramlására. Előbbi páros bemutatja, hogy Mexikó felvétele a már korábban létező Egyesült Államok és Kanada közötti szabadkereskedelmi egyezménybe nem csupán harmadik országok számára tette kíváncsi Mexikót, hanem a kereskedelmi egyezményen belüli országok vállalataitól is jóval nagyobb mértékben részesült működőtőke-beruházásokban. A Mercosur esetében is pozitív a hatás, itt azonban egyértelműen a harmadik országok ideirányuló működőtőke-befektetéseinek köszönhetően, ami érthető, hiszen még a Mercosur legfejlettebb államainak számító Argentína és Chile is inkább csak fogadó, semmint donor országnak tekinthető. Utóbbi szerzőpáros pedig éppen az EU vonatkozásában mutatja

ki, hogy az ehhez való tartozás változója nagyon magas, szignifikáns paramétert kap a működőtőke-beáramlást magyarázó panel-modellben. Ezek a tapasztalatok tehát mindenképpen biztatóak az EU-csatlakozás előtt álló országok, köztük Magyarország, számára.

A külföldi működőtőke-befektetések magyarázó tényezőiként vizsgált makroökonómiai jellegű változók közül még két fontosat kell kiemelni. Ezek a *devizaárfolyamok* és a *termelés költségei*. Ami az elsőt illeti, ez meglepetésként érhet sokakat, hiszen nem világos, milyen elméleti megalapozást nyerhet a devizaárfolyamok bevonása, hacsak azt nem állítanánk, hogy a bilaterális devizaárfolyamoknak hosszan tartó trendjeik vannak, amelyeket a befektetők is észlelnek. Másrészt ha egy potenciális fogadó ország devizáját, árfolyamrendszerét, annak jövőjét gyengének ítélik meg a reménybeli befektetők, akkor aligha a devizaárfolyam konkrét szintje befolyásolja őket a távolmaradásban. Mégis, minden eddigi tanulmány azt mutatta ki, hogy a bilaterális árfolyamok jelentősége nem lebecsülhető. Bayoumi, Bartolini és Klein (1996) a legmeggyőzőbb eredményeket a jen vonatkozásában tudják felmutatni: annak erősödése az 1980-as évek második felében nagyban hozzájárult a kelet-ázsiai térség országaiban (Szingapúr, Malajzia, Thaiföld) tapasztalható ugrásszerű növekedéshez a külföldi működőtőke-beáramlásban. A már idézett Andersen-Hainaut (1998) tanulmány pedig az EU-n belüli országok egymás közötti működőtőke-befektetéseiben is szignifikáns hatást tud kimutatni a bilaterális devizaárfolyamok alakulását illetően. Vélhetően ez a szignifikáns hatás annak is tulajdonítható, hogy a devizaárfolyamok alakulása teljesen nem választható el a termelés költségeitől. A felértékelődő devizájú országok olcsóbbnak találják a termelési tényezőket és a termelés egyéb költségeit is a leértékelődő devizájú országokban. Így valószínűsíthetően nem a devizaárfolyamok szintje, hanem a termelési költségek alacsony volta készteti őket külföldi termelőegység létrehozására. Utólag azonban a devizaárfolyamok alakulása jó magyarázó változónak bizonyul. Szem előtt kell tartani ugyanakkor, hogy a jelenleg legelfogadottabb elméletek szerint a külföldi működőtőke-befektetésről való döntés kétlépcsős folyamat. Az első lépésben egy vállalat a globális stratégiájába illő külföldi működőtőke-befektetés nagyságáról dönt, ennek a különböző országok/régiók között való allokációjáról a második lépésben hoz döntést, s csak ezt befolyásolják a termelés relatív költségeinek eltérései.

Rátérve ezek után a külföldi működőtőke-befektetéseket meghatározó mikroökonómiai jellegű tényezők taglalására, mindenekelőtt egy rövid kitérést kell tenni. Magyarországon a külföldiek itt megvalósított működőtőke-befektetéseivel kapcsolatban leginkább az a kép él a köztudatban, hogy a külföldi befektető több országot megvizsgálva a magyar gazdaságot találta a legmegfelelőbb termelési helyszínnek, itt aztán felépít egy új, modern üzemet, ahol nemzetgazdasági átlagnál valamivel jobban fizeti majd a számára még így is olcsó, ráadásul viszonylag képzett munkaerőt. A világban azonban a külföldi működőtőke-befektetések csak egy igen kis része ilyen zöldmezős jellegű beruházás, nagy részét a vállalategyesülések és vállalatfelvásárlások teszik ki. A közeljövőben az elmúlt évtizedben viszonylag jelentősebb mennyiségű zöldmezős beruházást élvező felzárkózó gazdaságoknak is fel kell készülniük arra, hogy a külföldi működőtőke-befektetések mindinkább ilyen jelleget öltenek. Ennek természetesen fontos következményei vannak.

Ha egy terjeszkedő cég csak a megcélzott piac ellátására törekszik és ez a terület földrajzi és kulturális értelemben is elég ismeretlen számára, akkor valószínűleg igényli majd a fogadó ország hatóságainak bábáskodását, esetleg részvételét a beruházásban, sőt, valószínűleg preferenciális bánásmód keretében való gyámkodását is. Gondolhatunk itt olyan vegyes vállalatokra, melyeknek a belföldi részvevője (tulajdonosa) állami tulajdonú vállalat (vagy bank) lesz. De még a csak a helyi piac ellátására létrehozott zöldmezős beruházások nagy részére is vonatkozhat az, hogy igénylik a helyi partnerek közreműködését, mindenekelőtt azonban piaci védelmet követelnek a fogadó ország hatóságaitól a saját termékeik számára. Ha azonban a terjeszkedő vállalat globális beszerzési-gyártási-piacielégítési stratégiájának részeként hoz létre termelőegységet egy külföldi országban, azt többnyire teljesen egyedül akarja megvalósítani, nem piacvédelmet követel a fogadó ország hatóságaitól, hanem éppen magasabb liberalizációs fokot, és ha szívesen fogad is bizonyos beruházási kedvezményeket, ezek nem a legkiemeltebb szempontok a beruházásról való döntésében. A vállalategyesülések, vállalatfelvásárlások ezen utóbbi típusú terjeszkedés eszközei.

Eme rövid kitérő után sor kerülhet a külföldi működőtőke-befektetések mikroökonómiai jellegű meghatározóinak számbevételére. Mint a bevezetésben említésre került, a mikroökonómiai jellegű okok abból fakadnak, hogy egy vállalat specifikus előnyökkel, ún. ismeret-alapú tőkével rendelkezik más vállalatokhoz képest. Ennek a tőkének a „mozgatása” a termelés különböző helyszínei között kis költséggel jár, és jellegéből fakadóan többnyire nagy méretgazdaságosságot igényel illetve tesz lehetővé. Ezek együtt az ismeret-alapú tőkével bővebben rendelkező vállalatokat szinte predesztinálják a nemzetközi terjeszkedésre. Az ismeret-alapú tőke felhalmozása azokban az iparágakban valószínű, ahol magas a kutatás-fejlesztési ráfordítások aránya a kibocsátás összes ráfordításán belül, ahol magas arányban foglalkoztatnak tudományos és műszaki dolgozókat, ahol igen fontos tényező a termékek újdonság-jellege és összetettsége, és ahol a hasonló fogyasztói igényeket kielégítő termékek magas száma miatt jelentős a termékdifferenciáció. Ez utóbbi hatás miatt az ilyen iparágak arról is felismerhetők, hogy jelentős részben az ő termékeik szerepelnek a reklámokban, így a marketingre fordított kiadásaik aránya is jelentős más iparágak költségszerkezetével való összevetésben.

Egy vállalat elhelyezkedését külföldön az ottani természeti és a mesterséges környezet egyaránt nagyban befolyásolja. Az előbbin mindenekelőtt a nyersanyagok és energiahordozók helyszíni vagy helyszín-közei megtalálhatóságát, utóbbin az infrastruktúra állapotát kell érteni. A nyersanyagok és energiahordozók lelőhelyei mellé való település elég kézenfekvő érvnek tűnik: ezek szállítási költsége igen magas, míg feldolgozott állapotban való szállításuk már nem olyan költséges. Különösen igaz ez a különféle gázok esetében. Az etánt például (amely az ipar által leggyakrabban felhasznált műanyagok széles körének előállításában nélkülözhetetlen) csak extra hűtött állapotban, nagy nyomás alatt tartva, különleges biztonsági intézkedések mellett lehet szállítani, így ha a feldolgozását közvetlenül a kinyerésének helyéhez telepítik, tetemes költségtől lehet megszabadulni. Mivel ez az egyéb kőolajszármazékokra is csaknem kivétel nélkül fennáll, nem meglepő tehát, hogy a petrokémiai ipar ugyancsak jó példája azon iparágaknak, melyekben a külföldi működőtőke nagy szerephez jutott.

Az infrastruktúra fejlettsége legalább olyan fontos szempont lehet a termelés helyszínének kiválasztásában mint a nyersanyagban való ellátottság. Az áruszállítás szempontjai mindenekelőtt a jó és jóminőségű közúti, vasúti és vízi megközelíthetőséget igénylik, nyilvánvaló azonban, hogy az anyavállalat és leányvállalatai közötti kommunikáció bonyolításához szükséges infrastruktúra (nagykapacitású telefonvonalak, számítógépes hálózatok stb.) is befolyásoló tényező a termelési helyszín kiválasztásában. A külföldi működőtőke-befektetések magyarázatára alkotott modellekben az infrastrukturális fejlettséget reprezentáló változók minden esetben szignifikáns paramétereket kaptak. Természetesen a különféle jellegű infrastruktúra-elemeket nehéz összehasonlítani, így akik ennek a mutatónak a jelentőségét próbálták igazolni, azok különféle infrastruktúra-fejlettségi indikátorokat szerkesztettek¹⁰.

Nem teljesen független az infrastruktúra fejlettségi szintjétől a munkaerő, azon belül is a magasan képzett munkaerő koncentráltasága. Korábban is ismert volt ugyan, hogy a vállalatok (különösen azok, amelyek technológiailag igényes eljárásokat alkalmaznak) szívesebben telepednek olyan városokba, ahol hagyományosan erős középiskolai, de méginkább felsőoktatási intézmények találhatók, de annak felismerése, hogy ezt meg kell jeleníteni a külföldi működőtőke-beáramlást magyarázó modellekben, csak Krugman (1991) fejtegetései óta váltak általánossá. Krugman tulajdonképpen azt hangsúlyozta, hogy a termelés térbeli koncentrálnálódásának előnyös extern hatásai vannak. Nem pusztán a szállítási költségek csökkentése vezérli abban a vállalatokat, hogy a koncentrált fogyasztói bázisaikat jelentő (nagy)városi agglomerációkhoz közel termeljenek, hanem nagy mértékben az ott elhelyezkedő munkaerő könnyebb elérhetősége (angol kifejezéssel a *labour pooling* lehetősége) is. Ezen extern hatások létezésének felismerése vezetett ahhoz, hogy az agglomeráció jelenségét a külföldi működőtőke-befektetések vonatkozásában is vizsgálni kezdjék, s ezen kutatásokhoz is köthető, hogy magyarázhatóvá vált, miért az egymáshoz viszonylag hasonlóbb társadalmi-gazdasági felépítésű országok között történik a külföldi működőtőke-befektetések döntő hányada.

Bizonyára nem meglepő, hogy a vállalati finanszírozásnak a megcélzott piacon kialakult jellegzetességei is befolyásolják a külföldi vállalat döntését befektetéseit illetően. Az angolszász világban a finanszírozás legfontosabb forrása a részvénytőzsiacról történő tőkebevonás új részvények kibocsátásával, ami mindenekelőtt fejlett helyi részvénytőzsiacot igényel. Ezzel szemben például a német cégek előnyben részesítik a hitelfelvétel útján történő finanszírozást, ami viszont a bankrendszer megállapodottságát, átláthatóságát, hatékony működését teszi szükséges előfeltétellé. Ez a különbség az angol illetve a német bankszektor eszközoldalának eltéréseiben is visszaigazolóódik. Egy angolszász vállalat ezért egy ország fejletlen részvénytőzsiaca miatt akkor is úgy dönt, hogy nem fektet be, ha máskülönben számos eddig említett tényező a befektetést kedvező perspektívába helyezné. Egy német céget ugyanakkor a

¹⁰ A már említett Martín-Velázquez tanulmány megoldása az infrastrukturális fejlettségi szint számbavételére az volt, hogy négy osztályba sorolták a közutakat. Meghatározták, hogy a terület egy választott egységére (esetükben száz négyzetkilométerre) illetve a lakosság számára vetítve hány kilométer autópálya, elsődrendű-, másodrendű- illetve összekötő út található az országban, majd az autópályához képest az elsődrendű főutakat egynegyedszeres, a másodrendűeket egytizedszeres, az összekötő utakat egytizenhatadoszoros súllyal vették figyelembe. Standardizálásképpen leosztottak az általuk vizsgált 24 OECD-ország így kiszámolt mutatóinak számtani átlagával.

részvénypiac fejlettsége a célországban nem érint közvetlenül, de előnyösnek tartja azt, ha a hazai földön megszokott banki szolgáltatásokat élvezheti a fogadó országban is.

Lesz még szó róla a külföldi működőtőke-befektetéseknek a fogadó ország gazdaságára gyakorolt hatásával foglalkozó részben is, de mint a befektetést magyarázó tényezőt is meg kell említeni a fogadó ország kormánya által kialakított ösztönző rendszert. A beruházáshoz adott átmeneti, vagy vissza nem térítendő támogatások, adó- és vámkedvezmények, engedmények olyan szabályozásokban, mint például környezetvédelmi előírások, az esetek többségében kimutathatóan hozzájárulnak a külföldi vállalatok letelepedési döntéseikhez. Ezzel a tényezővel kapcsolatosan azonban okvetlenül meg kell azt említeni, hogy még ha előnyösen járul is hozzá a fogadó ország által várható külföldi működőtőke-beáramláshoz, a gazdaság más területeit, továbbá hosszútávú fejlődési lehetőségeit illetően az ilyen kormányzati ösztönzők olyan károkat okozhatnak, amelyek végsősoron akár negatívvá is tehetik az elsődlegesen kedvezőnek tűnő hatásokat.

Végezetül szólni kell olyan tényezőkről is, melyek a fent említetteknél is nehezebben számszerűsíthetők, de kétségtelen jelentőségük van a multinacionális cégek külföldi befektetésről való döntésében. Elsőként az idegen nyelvi környezetben való működésből származó nehézségek említhetők. Ez okból egy német cégnek kevesebb problémát jelent Ausztriában beruházni, mint Lengyelországban. Ennél azonban meghatározóbb a kulturális és az institutionális környezet eltérése. Egy szigorú hierarchia szerint szerveződő társadalomnak a vállalati irányításában is visszatükröződik ez a szigor. Az egyén kreativitását igénylő és gyors előrelépési lehetőségeket ajánló irányítási rendszerben működő külföldi vállalat például nehéznek találhatja a saját működési kereteinek adoptálását egy olyan gazdaságban, amelyben ilyen hierarchikus szervezettségű a társadalom és a gazdasági élet. De a fordított esetre is akad precedens.

A Suzuki magyarországi összeszerelő üzemének beindítása előtt Japánban képezte ki a majdani magyar alkalmazottakat. Az eltérő vállalatirányítási filozófia csaknem a projekt elhagyatásához vezetett, amikor a Japánba került magyar munkavállalók nagy része munkabeszüntetést helyezett kilátásba a japán munkaidő-beosztás elleni tiltakozásul. A munkabeszüntetés lehetősége viszont a japán cég vezetőit sokkolta, hiszen Japánban ilyet el sem tudtak képzelni.

A külföldi működőtőke-befektetések fő makro- és mikrogazdasági meghatározóinak ismertetése után indokolt egy vizsgálat arra vonatkozóan, hogy a Magyarországon történt külföldi működőtőke-befektetések mögött milyen mértékig sejthetjük ezeket a tényezőket. A fenti változók jó részét próbáltam is tesztelni magyar adatokon. A számításokat azonban nagy mértékben korlátozta az adatok elérhetősége. Idősorosan mindenképpen nagyon rövidnek az egyáltalán rendelkezésre álló adatok, így a működőtőke-beáramlás bizonyos aspektusai, amelyek idősor-modell alkalmazását (pl. hibakorrekciós mechanizmus) tennék szükségessé, nem elemezhetők. Lehetőséget ezek után csak valamiféle panelbecslések adhattak, bár itt sem állt rendelkezésre tágas tér a kísérletezésre. Az alábbi becslést kíséreltem meg elvégezni, amit azonban hangsúlyozottan nem szabad úgy értelmezni, mint egy megfelelő elméleti konstrukció számszerűsítését. Ez legfeljebb egy első próbálkozás lehetett volna arra vonatkozóan,

hogy a fentebb említett tényezők egy részéről, azok hozzájárulásáról valami konkrétabbat mondjunk.

$$LDI_{it} = \alpha_{0i} + \alpha_1 LY_{it} + \alpha_2 LYM_t + \alpha_3 LYCM_t + \alpha_4 LWK_{it} + \alpha_5 LHK_t + \alpha_6 LDIS_i + \alpha_7 B_i + \varepsilon_{it}$$

ahol LDI_{it} az i -dik donor országból Magyarországra érkező külföldi működőtőke a t időpontban, LY_{it} az i -dik donor ország GDP-je t -ben, LYM_t Magyarország GDP-je t -ben, $LYCM_t$ Magyarország egy főre jutó GDP-je t -ben, LWK_{it} az i -dik donor ország bérköltség-tőkeköltség hányadosa Magyarország hasonló hányadosához képest t -ben, LHK_t Magyarország humántőke-állománya t -ben, $LDIS_i$ az i -dik donor ország fővárosának Budapesttől való távolsága, B_i pedig egy dummy változó, amely 1-es értéket vesz fel, ha az i -dik donor országnak Magyarországgal közös határa van, egyébként zérus (az L betű a változók neveiben a logaritmizálásra utal). A paraméterek várt előjele α_6 kivételével pozitív, emezé viszont negatív (nagyobb távolság: magasabb tranzakciós költségek). Az LWK változó megkonstruálásában a munkaerő költségeként a dollárért, a tőke költségeként a reálkamatláb proxyjaként a hosszúlejáratú állampapírok kamatát használtam. Az LHK változóban a felsőfokú- illetve a középfokú végzettséggel rendelkezők száma szerepel a teljes népességre vetítve, előbbieket egyszeres, utóbbiak félszeres súllyal figyelembevéve (a súlyozás egyelőre teljesen ad hoc, a későbbiekben szofisztikálendő).

Háromféle becslést végeztem el, mindegyikben 24 ország (keresztmetszeti egység) és 4 időszak bevonásával (a negatív adatokat, melyek logaritmus nem értelmezett, figyelmen kívül hagytam). Elsőként az adatok ömlesztésével készítettem becslést, amely gyakorlatilag egy OLS-becslés, úgy, mintha a teljes minta egy keresztmetszeti adatfelvételtől származna. Ilyenkor egy konstans van, tehát a fenti felírásban az α_{0i} -k egyenlőek. Paneladatok esetében azonban a klasszikus lineáris regressziós becslés nem a legjobb eljárás, számos torzítás forrása lehet. A fix hatásokkal operáló panelbecslésben az α_{0i} -k az adott keresztmetszeti egységet egyedileg jellemző konstansok, vagyis nem egyenlőek. A paramétereket ilyenkor LSDV (*Least Squares with Dummy Variables*) becslés segítségével állíthatjuk elő (szoktak Within-becslés néven is utalni erre a módszerre). Ilyenkor azonban az idődimenzióban változatlan tényezők a becslésbe nem vonhatók be (ez az $LDIS$ és a B változót érinti), hiszen ezek perfekt kollineárisak volnának az individuális konstansokkal. A véletlen hatásokkal operáló panelbecslésben az α_{0i} -k a keresztmetszeti egységeket egyedileg jellemző sztochasztikus változók, amelyek abban különböznek az egyenlet hibatagjától, hogy az időben konstansak. Ez esetben egy külön általános konstanssal is ellátandó a fenti egyenlet. A paraméterek ez esetben GLS (*Generalized Least Squares*) becsléssel állíthatók elő.

A becslések elvégzése után nyilvánvaló volt, hogy az illeszkedések meglehetősen gyengék, a paraméterek értékei pedig többnyire irreálisak. Ezért a paraméterek fenti vizsgálatból nyert értékének egyelőre nem tulajdoníthatunk jelentőséget. Az azonban megfigyelhető volt, hogy bizonyos változók mindhárom becslési eljárásban szignifikáns paramétert kaptak. Ez legalábbis azt mutatja, hogy ha nem is a fenti modellben, de egy tágabb mintán számszerűsített hasonló kísérletben ezeknek a változóknak szerepük lehet. Az alábbi (10. sz.) táblázat összefoglalja, hogy az egyes változók paraméterei mennyire bizonyultak szignifikánsnak a különféle becslések során.

Látható, hogy az OLS-sel és a GLS-sel végzett becslések a paraméterek szignifikanciájára vonatkozásában legalábbis hasonló eredményre vezettek. Különösen

szignifikánsnak bizonyult az *LDIS* és a *B* változó, amelyből látható, hogy a mikroökonómiai elméletek szintjén felmerült tényezők a működőtőke áramlásában valóban fontosak. Ugyanakkor a mesterségesen konstruált *LHK* változó nem nyert meggyőző támogatást, egyetlenként még az a priori pozitívrá vált előjele is rossz volt. Az *LWK* változó szignifikanciája (5% az OLS és a GLS-bebecslés esetén) azt támasztja alá, hogy az olcsó munkaerő és a magas hozadék (emlékeztetőül: ezt a kamatlábbal proxyztam) még vonzó tényező a Magyarországra irányuló külföldi működőtőke-befektetésekben. Minden bizonnyal az adatok elégtelensége az oka annak, hogy a más hasonló vizsgálatokban (pl. Martín-Velázquez (1997)) határozottan szignifikáns, az itt *LY*-nal, *LYM*-mel és *LYCM*-mel jelöltnek megfelelő változók ez esetben csak nagyon gyengén szignifikánsak, illetve LSDV becslés esetén egyáltalán nem szignifikánsak.

10. sz. táblázat

	OLS	LSDV	GLS
konstans	**	-	**
LY	**	*	**
LYM	*	ns	*
LYCM	*	ns	*
LWK	**	*	**
LHK	ns	ns	ns
LDIS	***	-	***
B	***	-	***

***/**/* szignifikáns 1/5/10 százalékos szinten

ns: nem szignifikáns

- : az adott modellben nem becsülhető

A későbbiekben (tehát reményeim szerint több adat birtokában) lehetne olyan számítást is elvégezni, hogy a külföldi működőtőke-befektetéseket vizsgáljunk a fejlett országok és a felzárkózó közép- és kelet-európai országok között. Az a számítás talán egy kicsit jobban fókuszál arra, hogy a fejlett országok működőtőke-befektetőit lényegében mi befolyásolta letelepedésük helyszínének kiválasztásában. A fenti számítás inkább csak azt mutatja (mutatná) meg, hogy Magyarország esetében az okok közül mi bizonyulhatott fontosnak.

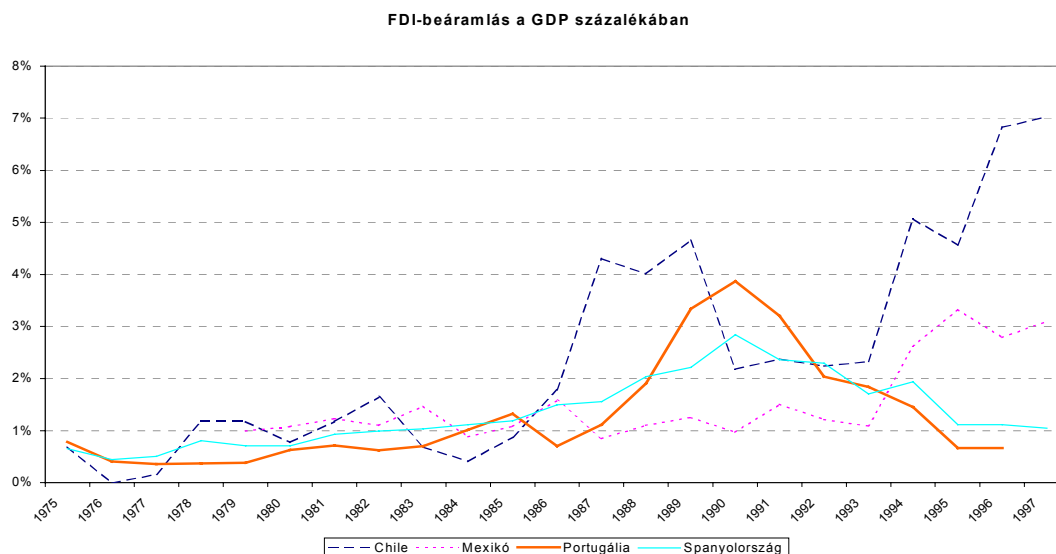
Minthogy Magyarország egyelőre még távol esik attól, hogy fejlett országokkal kerüljön egy kategóriába, a jövőben várható külföldi működőtőke-beáramlások tárgyában csak olyan országok korábbi tapasztalatai nyújtanak fogódzót számunkra, amelyek nagyjából Magyarországhoz hasonló fejlettségi szinten álltak, amikor a külföldi működőtőke-befektetők először jelentek meg határaikon belül, illetve a világpiaci nyitottságuk is Magyarország 1990-es helyzetéhez volt hasonlatos. A legjobb példának Portugália tűnik, ugyanis ez az ország földrajzi méretét és lakosságszámát tekintve csaknem teljesen hasonlatos Magyarországhoz. 1974 előtt nagyjából hasonlóan elzárt volt a nemzetközi áru- és pénzpiacoktól, utána 1986-ig erőteljes EU-orientációs felzárkózó politikát folytatott, végül felvételt nyert az EU-ba, és ma már a fejlett országok közé sorolják. A méretet és a lakosságszámot tekintve ugyan nem, de a Portugáliával való közös fejlődési fázisra való tekintettel Spanyolország is alkalmas arra, hogy Magyarországra vonatkozóan hasznos tapasztalatokat gyűjtsünk a külföldi működőtőke-beáramlást illetően. Az Írországra beáramlott külföldi működőtőkével kapcsolatos egynémely megfigyelés ugyancsak

hasznunkra válhat. A latin-amerikai térségből Chile és Mexikó emelhető ki példaként, előbbi főként mint az autarkiából a világpiac felé történő nyitás folyamatában jelentős mértékben külföldi működőtőkére is építő gazdaság, utóbbi mint a NAFTA-hoz (*North American Free Trade Agreement*) való csatlakozása folyamatán nagyrészt külföldi működőtőke segítségével modernizálódó ország.

A dél-kelet-ázsiai térség országai megítélésem szerint nem igazán alkalmas összehasonlítási alapok, ott ugyanis röviden összefoglalva úgy történt igen jelentős volumenű külföldi működőtőke-beáramlás, hogy az egyáltalán nem járt együtt ezen országok világpiac felé való nyitásával abban az értelemben, hogy ezen országok különféle piacvédelmi intézkedésekkel, erőteljes szabályozással és korlátozásokkal tulajdonképpen kizárták saját belső piacairól a külföldi exportőröket. Így itt a külföldi működőtőke-beáramlást legfőképp az adminisztratív kereskedelmi akadályok megkerülése motiválta. A dél-kelet-ázsiai gazdaságok nem törekedtek jelentősebb szabadkereskedelmi egyezmény, vagy regionális együttműködés megteremtésére s az ehhez szükséges liberalizációra. Magyarország esetében bizonyosan nem ez a helyzet, ezért a dél-kelet-ázsiai tapasztalatok figyelembevételétől egyelőre eltekintek.

1988-tól kezdve, amióta a külföldi működőtőke intenzívebb beáramlása megkezdődött, 17,5 milliárd dollár kumulált külföldi működőtőke áramlott Magyarországra. Az FDI magyarországi állománya 1998 végén 18,25 milliárd dollár, a GDP¹¹ 38,4 százaléka. Az említett referencia-országokban becslések és előzetes GDP-adatok segítségével megállapítható, hogy az FDI állománya a GDP százalékaiban a fenti magyar adatnak csak mintegy a fele: Spanyolországban 18,9%, Portugáliában 16,5%, Mexikóban 19,9% és Chilében 18,1% ezen mutató értéke 1997 végén. A külföldi működőtőke-beáramlás ráadásul ezekben az országokban lényegesen hosszabb folyamat volt, mint a magyar gazdaságban. Az azonban tény (lásd a 2. sz. ábrát), hogy a GDP százalékaiban kifejezve ezen országok egyike sem részesült olyan magas külföldi működőtőke-beáramlásban mint Magyarország (leszámítva Chile esetében az utolsó két évet).

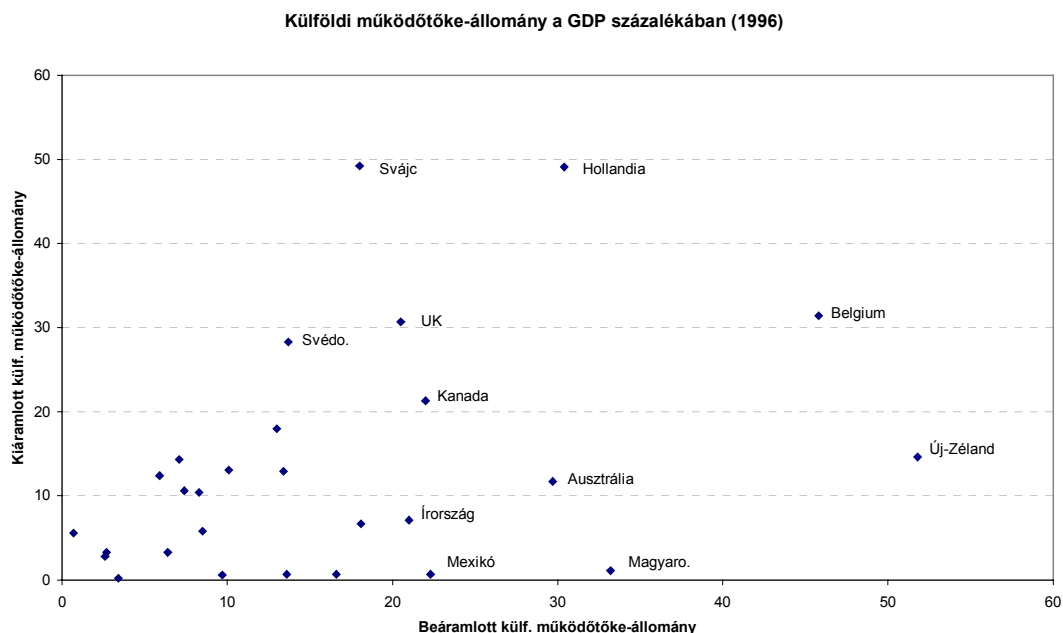
2. sz. ábra



¹¹ Előzetes adat.

Nem sok példát találni arra a világban, hogy Magyarországhoz hasonlóan magas legyen a külföldi működőtőke-állomány a GDP százalékában, illetve azokban az országokban, ahol mégis magasabb (pl. Belgium, Új-Zéland), ehhez számottevő kiáramlásból keletkezett külföldi működőtőke-állomány tartozik. Ez természetesen nem véletlen. Bár a külföldi működőtőke számos lényeges vonatkozásában különbözik a külföldi adósságtól, abban megegyezik vele, hogy a külföld követelését testesíti meg az adott fogadó ország vonatkozásában. Csakúgy, mint az adósság után, a működőtőke után is jövedelmet kell átutalni azok külföldi tulajdonosai felé, a fizetési mérleg forgalmat tehát hasonlóan befolyásolja a külföldi működőtőke is mint a külföldi adósság. Ezért tartósan külföldi működőtőkéből sem lehet egyoldalú pozíciót felvállalni fizetési mérleg következmények nélkül. Amint a következő (3. sz.) ábrából látható, a 29 jelenlegi OECD-országból Magyarország külfölddel szembeni működőtőke-pozíciója a legeggyoldalúbb: a minket reprezentáló pont az ábra jobb alsó sarka felé esik (és mivel ez az ábra 1996-os adatokon alapszik, azóta méginkább jobbra mozdultunk el az ábrán, igaz, egy kissé immár felfelé is). Azt is figyelembe véve, hogy adósságtípusú instrumentumokban is nettó külföldi tartozásunk van, azzal tisztában kell lenni, hogy sokáig már nem lehet egyoldalúan csak a külföldi működőtőke beáramlását ösztönözni, hanem külföldi működőtőke-befektetésekre kell motiválni a rezidens vállalatokat is. Ellenkező esetben a fizetési mérleg folyamatok ahhoz hasonlítanak majd, mintha az adósságunk növekedne hasonló mértékben. A jövőben tehát (bár már említettem, hogy ez a dolgozat csak a működőtőke beáramlásával foglalkozik) élénkületet kell feltételeznünk a Magyarországról kiáramló külföldi működőtőke-befektetések tekintetében is, vagyis Magyarország az ábrán jobbra felfelé (nagyjából Új-Zéland irányába) fog a későbbiekben elmozdulni.

3. sz. ábra



Visszatérve azonban a külföldi működőtőke beáramlását ábrázoló grafikonhoz, az utóbbi években a két latin-amerikai gazdaságban jól láthatóan élénkülés, míg Spanyolországban, és különösen Portugáliában visszaesés mutatkozik. Látható pedig, hogy a '90-es évtized elején még eme utóbbiak álltak az élen ezen mutató tekintetében

a négy ország közül. A fenti ábra egyik legérdekesebb (és Magyarország számára legnagyobb jelentőséggel bíró) momentuma éppen az, hogy Portugália és Spanyolország az EU-csatlakozást megelőző mintegy hétéves időszakban (nagyjából 1979-től) mind erőteljesebb külföldi működőtőke-beáramlásban részesült, a csatlakozást (1986) követő négy évben pedig minden korábbi szintet felülmúló magasságba emelkedett a külföldi működőtőke-beáramlás a GDP százalékában kifejezve. Mexikó esetében hasonló megfigyelésre jutunk: a NAFTA 1994-es életbe lépésével Mexikóban is ugrásszerűen nőtt a külföldi működőtőke beáramlása. A GDP-arányos külföldi működőtőke-beáramlásban megfigyelhető hirtelen növekedés időszaka Chile esetében sem szakítható el valamiféle regionális kereskedelmi együttműködés megerősödésétől: a dél-amerikai ország a Mercosur egyezmény részeseként élvezhetett a megelőző éveknél magasabb külföldi működőtőke-behatolást.

A dolgozat ezen pontjának korábbi részében már felsorakoztattam olyan szempontokat, amelyek magyarázhatják, hogy miért nő meg a külföldi tőke érdeklődése egy olyan ország iránt, amely szélesebb körű regionális együttműködést alakít ki vagy csatlakozik valamiféle kereskedelmi egyezményhez. Azt azonban itt is meg kell említeni, hogy ezek az előnyök nagyrészt abból fakadnak, hogy az adott regionális együttműködésben vagy kereskedelmi egyezményben már korábban résztvevő országok számára ettől kezdve az újonnan belépő gazdaságban való termelés vonzóbbá válik azért, hogy az egyezmény többi országába is anélkül tud ezután szállítani árut, hogy azt például megvásárolná arra hivatkozva, hogy nem az egyezményben résztvevő ország területéről származik. Ez történt például Mexikó esetében, amikor az ország 1994-ben csatlakozott a NAFTA-hoz. Az addig a karibi térség különböző országaiban (Jamaica, Costa Rica) termelő amerikai multik nagy számban települtek át Mexikóba, mert a termelés költségei ott is a karibi gazdaságokéhoz hasonlóan alacsonyak voltak, és ezentúl már vámmentesen exportálhattak mexikói leányvállalataikon keresztül az USA-ba vagy Kanadába, hiszen ettől kezdve a Mexikóban gyártott termékek is „észak-amerikainak” minősültek. Hasonló tényezők magyarázzák az EU-csatlakozást követően Spanyolországba és Portugáliába áramló külföldi működőtőke-befektetések egy jó részét is.

A Mexikóba, Spanyolországba és Portugáliába befektetett külföldi működőtőke 1979-ig nagyjából azzal volt jellemezhető, hogy viszonylag kis méretű, szinte csak a fogadó ország piacait kiszolgáló termelési egységek születtek. A fő vonzerőt a nagy számban rendelkezésre álló olcsó munkaerő, illetve a fizikai tőke magas megtérülési rátája jelentette. Főként Mexikót, kisebb mértékben azonban a két európai országot is az jellemezte, hogy a hazai beszállítói háttér megerősítésére magas hazai beszállítási arányokat írtak elő a külföldi tőkével működő vállalatoknak. A hazai beszállítók eleinte nem voltak képesek kielégítő mennyiségben és minőségben szállítani, ezért az importverseny elkerülése érdekében a fogadó országok hatóságai nagyfokú piacvédelmet alakítottak ki vámok, adók és különféle bürokratikus eljárások ötvözetével. A piacvédelem ugyan távol tartotta a külföldi versenytársakat, az importot azonban teljes mértékben nyilvánvalóan nem tudta távol tartani. Ugyanakkor olyan piaci torzulásokhoz vezetett, illetve olyan piaci torzulásokat tartott fenn, amelyek a külföldi befektetőt egyáltalán nem ösztönözték arra, hogy termelésének volumenét szélesítse, fejlessze belföldi beszállítói kapcsolatait, illetve tömeges export

útján hozzájáruljon a fogadó ország devizabevételeinek növekedéséhez. A piacvédelem ernyője alatt kialakult tökéletlen verseny ráadásul konzerválta a viszonyokat: tartósan magas hozamot eredményezett a külföldi befektetőknek, bizonyos fokig ellenérdekelte téve őket bármilyen fokú liberalizációs gazdaság- illetve kereskedelempolitikai lépés megtételében.

A fordulat akkor következett be, amikor ezen országok felismerték azt, hogy az alapvetően importhelyettesítés céljából becsalogatott külföldi működőtőke nem teljesíti a kitűzött célt: a külső egyensúlyhoz való pozitív hozzájárulás helyett csak romlást idéz elő, az alacsony üzemméretekből fakadóan nem járul hozzá érdemben a foglalkoztatás növekedéséhez, s mivel nincs ösztönözve (netán egyenesen kényszerítve) a legmodernebb technológiák alkalmazására, még a rezidens cégek gazdálkodására sem gyakorol előremutató hatást. A felismerést az a tett követte, hogy ezen országok nagyrészt feladták a kötelező hazai beszállítási arányra vonatkozó korábbi előírásokat, és annak fejében, hogy a betelepült külföldi cégektől erőteljes export-orientációt követeltek meg, szabadabbá tették számukra az importlehetőségeket. A nagyfokú kereskedelmi liberalizációval együttjáró, ezen keresztül elsősorban a külföldi működőtőke-befektetéseket ösztönző komplex kormányzati intézkedéscsomagokat nevezik az irodalomban *TRIM*-nek (*Trade Related Investment Measures*).

A dereguláció nem várt sikereket hozott. Igaz, hogy egy-két év várakozás után, de végül megkezdődött az addig szinte csak csordogáló külföldi működőtőke intenzívebb beáramlása. Ráadásul ez a folyamat majdnem mindig ugyanúgy zajlott: egy az adott piacon már régebb óta jelenlévő vállalat (Mexikóban ez a General Motors volt) hosszas elemzési-döntési folyamatot követően – természetesen harmadik ország (a GM és Mexikó esetében Japán) vállalatai felől származó külső nyomás következtében is – végül termelésének kibővítése mellett döntött, majd amikor a döntés napvilágra került, hónapokon belül megjelentek a piacon a versenytársak is. Nemcsak ők jöttek azonban: a liberalizáció teremtette lehetőségek idecsalogatták a hagyományosan a beszállítói körbe tartozó multinacionális cégek nagy részét is, akiknek a megnövekedett termelési volumenre való tekintettel már megérte felvállalni a külföldi vállalatalapítással járó költségeket.

Mexikóban General Motors lépése után három-négy hónappal kezdett új, nagyvolumenű beruházásba a Ford, a Chrysler és a Volkswagen, egy év múlva pedig az amerikaiakat a saját belföldi piacaik szorongató japán Nissan is megjelent Mexikóban. Két évvel a lépés után már a legnagyobb amerikai gépjárműalkatrész-gyártók (Clark, Dana, Eaton) is teljes kapacitással működtették üzemüket. Az 1975-ben (a General Motors lépése előtt 4 évvel) még csak 122 millió dollárt elérő mexikói gépjárműipari export 1981 végére elérte a 1,5 milliárd dollárt. A külföldi működőtőkével létrehozott mexikói leányvállalatok pedig 121000 embert foglalkoztattak.

Az autóipari fejlesztések volumene jó indikátora annak, hogy mennyire válik egy ország a külföldi működőtőke kedvelt terepévé. Spanyolországot a Volkswagen, Portugáliát a Ford befektetései indították el afelé, hogy mind jelentősebb fogadói legyenek a külföldi működőtőkének. Az autóiparban a méretgazdaságosság meglehetősen nagy, a költségek leszorítására való állandó törekvés miatt az ágazat nagyjai nem kedvelik a piackorlátozó intézkedéseket. Ezért jelentős beruházást csak liberalizált kereskedelmű országokban hajtanak végre. Az autóiparban ugyanakkor

szükség van a bőséges, egyben magasan képzett munkaerőre. Ez feltétel ahhoz, hogy a legkorszerűbb termelési eljárások bevezetésre kerülhessenek. S csak a legfejlettebb technológia alkalmazása vezethet el ahhoz, hogy a fogadó ország rezidens vállalataival való beszállítási-termelési együttműködés keretében a fejlett technológia áttérjedjen a belföldi vállalatokra is.

Mexikóra visszatérve: mint írtam, 1981-ben már az amerikai autóalkatrész-gyártók is létrehozták mexikói leányvállalataikat. Ugyanakkor azonban nem csökkent a letelepedett autógyártók érdeklődése a mexikói beszállítók iránt sem, hanem nőtt. 1984-ben már több mint 300 olyan mexikói alkatrészgyártó állt rendszeres beszállítói kapcsolatban a letelepedett külföldi autógyártókkal, amelyek éves eladásai meghaladták az 1 millió dollárt (lásd Moran (1998)). 1987-ben pedig a tíz legnagyobb mexikói autóalkatrész-gyártó cégből csak négyben volt külföldi részesedés, miközben a többi hat már önállóan is szállított exportra, mintegy félmilliárd dollár értékben.

Hogyan hatott a külföldi működőtőke jelenléte a referencia-országokban a külső egyensúlyra? Elsődlegesen az exportra irányuló hatások vizsgálhatók. A két latin-amerikai országban a '80-as évek eljéig az importhelyettesítő jellegű termelés megtelepedése folyt, ami csekély exporttevékenységgel járt együtt. Mexikóban az autóiipari nagybefektetések hatására a külföldi tulajdonú cégek exportálási hajlandósága¹² növekedni kezdett. 1980-tól 1990-ig a mutató megkétszereződött, miközben lassan növekedésnek indult a belföldi tulajdonú cégek körében is (csak magát az autóiipart nézve még kedvezőbb lenne a kép). A '90-es években pedig a belföldi tulajdonú cégek exportálási hajlandóságának növekedése jóval felülmúlta a külföldiekét, és 1996-ra az exportálási hajlandóság egyenlő lett a belföldi és a külföldi tulajdonú vállalatok között.. Ezt a folyamatot még az 1994-95-ös pénzügyi válság sem rengette meg. Chile esetében hasonló figyelhető meg azzal a különbséggel, hogy ott csak a '90-es években lettek a külföldi cégek igazán export-orientáltakká, s bár a belföldi cégek itt is követték a külföldieket, exportálási hajlandóságuk még nem éri el azokét a legutóbbi adatok (1995) szerint. Portugália esetében a legtöbb ágazatban Farinha és Mata (1996) pozitív kapcsolatot talált ágazatonként a külföldi működőtőke állománya és az ágazat vállalataitól származó export között, míg Spanyolországra vonatkozó számítások ugyancsak hasonló kapcsolatra utalnak.

Sajnos, egyik országra vonatkozóan sem nyertem információkat arra nézve, hogy a nettó export is nőtt-e, vagy az export növekedése az import ezt meghaladó növekedésével járt. A külső egyensúly alakulása szempontjából releváns külföldi működőtőke után fizetett jövedelmekre vonatkozóan azonban több információ akad.

A következő (11. sz.) táblázat adatai alapján a latin-amerikai országokban igen jelentős a megtermelt jövedelemből visszaforgatott hányad. Mexikóban 50% körüli a '90-es évek folyamán, trendjében ráadásul növekvő. Chilében ugyan 40% alatt marad átlagban, az utóbbi éveket tekintve azonban ott is magasabb. Portugáliára nincs adatunk, és Spanyolországra is csak annyit közöl Martin és Velazquez (1997), hogy az újrabefektetések állománya 1991-94 átlagában a teljes külföldi működőtőke-állomány 22%-ára rúgott. Magyarországra sincs visszaforgatott jövedelemre vonatkozó adat, ha azonban a korábban említett eszmefuttatást követve 1997-ben 1,8 milliárd dollárra becsüljük az újrabefektetések állományát, akkor az mindössze a teljes állomány 12%-a. Ez semmiképpen nem járhatott együtt 10%-ot lényegesen meghaladó

¹² Export propensity: az export a teljes értékesítés arányában.

újrabefektetési arányokkal az elmúlt években, ami azt jelenti, hogy ezen a téren még van tér javulásra az itt vizsgált országokkal való összevetésben (avagy jobb becslést kell adnunk).

11. sz. táblázat

A külföldi működőtőke-befektetések jövedelmeinek alakulása

	Chile		Mexikó		Portugália		Spanyolország	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
1990	20,4%	6,5%	46,3%	9,3%		1,4%		3,7%
1991	35,5%	12,9%	56,5%	8,5%		0,6%		4,5%
1992	28,8%	13,4%	44,1%	6,8%		0,4%		3,6%
1993	23,9%	10,8%	55,7%	6,6%		1,3%		1,7%
1994	43,9%	16,5%	49,4%	9,7%		1,6%		2,4%
1995	59,0%	15,4%	36,9%	7,3%		2,0%		1,3%
1996	31,3%	11,8%	64,4%	5,9%		1,9%		2,3%
1997	41,0%	10,7%	57,0%	4,7%		1,6%		3,1%

(1): Újrabefektetések aránya

(2): FDI jövedelem a beáramlott külföldi működőtőke állományára vetítve

A külföldi működőtőke jövedelmeit az állományokra vetítve elválík egymástól a két latin-amerikai ország (ahol viszonylag magasabb ráták találhatók, bár Mexikó mutatója az utóbbi időben jelentősen csökkent) és a két európai gazdaság. Utóbbi kettő esetében azonban okunk van azt gyanítani, hogy mivel már az állomány-adatok sem túl megbízhatóak, a jövedelmekre vonatkozóak még annyira sem. Legalábbis furcsának tűnik, hogy az utóbbi években mindössze 100-200 millió dollárnyi jövedelmet mutattak ki Portugáliában a külföldi működőtőke-befektetéseken.

A fenti országok külföldi működőtőkével kapcsolatos tapasztalataiban meglévő kétségtelen eltérések ellenére a következőket vonhatjuk le Magyarország számára: az integrációs csatlakozás folyamatában és az azt követő első legalább négyéves időszakban a külföldi működőtőke fokozódó érdeklődése várható, mert – amint azt a következő pontban még részletezem – a szabadkereskedelmi egyezmények határainak átrajzolódása a korábbi kereskedelmi csatornák nagyfokú átrendeződéséhez vezet, s ebből az egyezmény keretein belülre kerülők a működőtőke-befektetéseket illetően profitálni szoktak. Ezen felül tekintettel arra, hogy a külföldi működőtőke-befektetések Magyarországon egy gyakorlatilag korlátozásmentes piacon történhetnek, Magyarország a fenti négy országhoz hasonlóan jó eséllyel pályázhat arra, hogy felkeltse olyan cégek érdeklődését, amelyek globális beszerzési-termelési stratégiájuk egyik elemeként európai beruházást fontolgatnak. Az Európai Unió leendő tagjaként meglévő komparatív előnyeink (alacsonyabb bérek, magasabb tőkemegtérülés) hangsúlyosabbá válnak, ugyanakkor vállalati szempontok alapján is (pl. infrastruktúra fejlettsége, képzett munkaerő stb.) vonzóak maradhatunk.

A külföldi működőtőke-beáramlás szintjében tehát nem egyszerűen nem kell csökkenésre számítani, hanem kifejezetten növekedés várható. A működőtőke-beáramlás 1999-et követően vélhetően fokozottan irányul majd a közép-kelet-európai térség felé, (1999 valószínűleg nem lesz kimagasló év az FDI áramlását illetően nem csak térségünkben, hanem számos más térségben sem) ezen belül Magyarország az ide irányuló éves szinten várhatóan 20-25 milliárd dollár legalább 10-15 százalékát képes lesz megszerezni. Ez azt jelenti, hogy a GDP százalékában a külföldi

működőtőke-befektetés 2002-2003-ra elérheti Chile mostani 7% körüli szintjét, ami mintegy 3-3,5 milliárd dolláros beáramlást jelent majd.

A külső egyensúly alakulására gyakorolt várható hatásokkal kapcsolatban ennyire egyértelműen nem lehet fogalmazni. Még gyermekcipőben tipeg a külföldi működőtőke belföldi vállalatokra átgyűrűződő hatásainak elemzése: csak pillanatfelvételek állnak rendelkezésre a hazai beszállítói kapcsolatokról, ami pedig kulcseleme lehet annak, mi várható a külföldi működőtőkétől a nettó export tárgyában. Ami viszont a jövedelmek alakulását illeti, el kell felejtetni azokat az éveket, amikor a fizetési mérlegben a közvetlen befektetések jövedelmei soron elenyésző mennyiségek mutatkoztak. Ha nem is kell számítani a Chilét 1994-ben és 1995-ben jellemző magas arányokra a közvetlen külföldi tőke jövedelmeit illetően, a befektetett FDI állományának 7,5-10%-ára tehető eredmény a következő évekre reálisnak tűnik Magyarország vonatkozásában is. Tény ugyanakkor, hogy ennek egy jó része újrabefektetésként is meg fog jelenni, és az újrabefektetési hányad a következő években minden bizonnyal növekvő lesz.

Középtávon tehát a külföldi működőtőke-beáramlás emelkedésére számíthatunk. Hogy ez milyen hatásokat okoz majd, az egyelőre még kérdéses, bár a vizsgált országok (és más, itt nem említett gazdaságok) tapasztalatai szerény optimizmusra adnak okot. Mindenesre az eddigi hatások vonatkozásában sem készültek még igazán alapos tanulmányok. A dolgozat következő pontja is inkább csak a kereteket tudja felrajzolni, mintegy elmélyítve az ebben a pontban leírtakat. A magyarországi tapasztalatokkal való összevetés továbbra is jórészt csak érintőleges.

4. A külföldi működőtőke hatásai a fogadó ország gazdaságára

A továbbiakban a külföldi működőtőkének a fogadó ország gazdaságára gyakorolt hatásai kerülnek áttekintésre. Mivel e téren még annál is rosszabb az adatokkal (és főként a jó minőségű adatokkal) való ellátottság, mint amilyen az eddigi témakört illetően volt, nagymértékben támaszkodom más országokban megfigyelt tapasztalatokra, és ezeknek a magyar helyzettel való összevetéséből próbálok következtetéseket levonni a lehetséges jövőbeli kimeneteket illetően.

Míg a fentiekben nem kellett élesen elválasztani, hogy fejlődő vagy fejlett országban eszközölt működőtőke-befektetésről van-e szó, elegendő volt azt hangsúlyozni, hogy bizonyos tényezők erőteljesebben hatnak a fejlődő országok esetében, mások jelentőségét inkább a fejlett országok egymás közötti működőtőke-befektetései teszik nyilvánvalóvá, addig a működőtőke hatásainak vizsgálatánál ez a megkülönböztetés nemcsak indokolt, hanem szükséges is. Itt ugyanis nem a működőtőke-befektetések természetének vizsgálatáról van már szó, hanem arról, hogy a külföldi működőtőke hozzájárul-e egy gazdaság felzárkózásához, fejlődéséhez, modernizációjához, ez pedig mindenekelőtt a fejlődő országok esetében sarkalatos kérdés. Ezért először ez utóbbiakkal foglalkozom.

Kétféle gyökeresen eltérő nézet bontakozott ki az idők folyamán azt illetően, hogy milyen is a külföldi működőtőke hozzájárulása egy fejlődő gazdaság jóléti szintjének alakulásához. A pozitív vonásokat hangsúlyozók azt állítják, hogy a külföldi

működőtőke az elégtelen hazai megtakarításokat kiegészítve tesz lehetővé olyan beruházásokat, amelyek az intenzív növekedés útjára terelik a gazdaságot. A külföldi cégek munkaerőkereslete felhajtja a béreket, a tőkebevonás pedig csökkenti a tőke határtermékét, ezáltal kívánatos jövedelem-redistribúciót indítva el. Az átgyűrűző hatások pedig (melyek a technológiai, vezetési-szervezési ismeretek belföldi cégekre való áttérjedését jelenti) a gazdaság egészében a termelékenység és a hatékonyság növekedéséhez vezetnek. Ezzel szemben áll a negatív vonásokat hangsúlyozók véleménye, akik szerint a külföldi működőtőke eleve a tökéletlen piaci verseny közegében érzi jól magát. Ha már befészkelte magát egy külföldi országban, akkor abban érdekelt, hogy megakadályozzon minden olyan lépést, amely versenytársainak megjelenéséhez, erősödéséhez vezetne. Ellenérdekelt olyan törvények meghozatalában, amelyek tevékenységét a társadalom jólétének érdekében korlátoznák (pl. környezetvédelmi szabályozási kérdések), és még az sem feltétlenül igaz, hogy új tőkét pumpál a gazdaságba: lehet, hogy a helyi pénzpiacról finanszírozza magát, elvonva a belföldi vállalatok és vállalkozások elől a forrásokat. Kívánatos jövedelemújraelosztás helyett növeli az egyenlőtlenségeket, mert növelheti a munkanélküliséget, a tökéletlen verseny számára előnyös vonásait élvezve ugyanakkor nincs rákényszerítve a legkorszerűbb termelési eljárások és termékek alkalmazására, így kedvező átgyűrűző hatásokat sem nyújt a fogadó ország gazdasága számára. Végsősoron akár a felzárkózási folyamat akadályozójává is válhat.

A külföldi működőtőke kétségkívül mindkét hatását kifejtheti, az azonban nagy mértékben függ a fogadó ország hozzáállásától is, hogy ezek közül melyik kerül túlsúlyba. Ezért azokat a hatásokat, amelyeket a külföldi működőtőke jelenléte egy gazdaságban előidéz, csak azzal összefüggésben lehet tárgyalni, ahogy az a gazdaság különféle intézkedéseken (törvények, rendeletek, előírások, adószabályozás, kedvezmények, támogatások stb.) keresztül a külföldi működőtőke-befektetésekhez viszonyul. Természetesen az említett hatások részben összefüggenek, a lehetséges mértékig itt azonban mégis külön kerülnek tárgyalásra. Az egyik legfontosabb kérdés mindjárt az, hogy miként járul hozzá a külföldi működőtőke a felzárkózáshoz, konkrétan a gazdasági növekedés meglódulásához.

Több tapasztalat szól amellett, hogy a világ gazdaság növekedésének átlagát tartósan meghaladó gazdasági növekedést csak a hazai piacra (belföldi keresletre) való támaszkodással nem lehet elérni. Ez nem jelenti azt, hogy adott esetben a belföldi piacon nem lennének kapacitások (hatékonyságnövelés), de az utoléréshez szükséges tartós növekedési potenciált elsődlegesen az erőteljes export-orientáció biztosítja. Ebből viszont máris következik az a megállapítás, hogy az olyan külföldi működőtőkével létrehozott vállalatok, amelyek csak az adott ország piacának ellátására rendezkednek be, nem járulnak hozzá egy olyan növekedési ütem kialakulásához, amely a felzárkózást szolgálná. Különösen igaz ez, ha emellett a fogadó ország hatóságaitól piacvédelmi intézkedéseket is sikerült kicsikarniuk. A csak az adott piac ellátására törekvő, ott viszont jelentős védelmet élvező vállalat semmilyen kényszerrel nem érez a technológia megújítására, hatékonyságnövelésre, kompetitív bérezésre, gazdaságos volumenű termelés kialakítására. Ez természetszerűleg vezet el ahhoz, hogy a gazdaság más területére irányulóan sem fejt ki pozitív átgyűrűző hatásokat, vagy azok csekély jelentőségűek (a néhány hazai bedolgozó csak kevésbé technológia-igényes közbenső inputok szállítójaként funkcionál, és erőteljesen kiszolgáltatottá válik a megbízó cég megrendeléseire iránt).

Az ugyan nem állítható bizonyossággal, hogy egy multinacionális vállalat globális piaci/beszerzési stratégiájának elemeként létrehozott cég (amely a globális stratégiába illően jelentős export-importtevékenységet folytat) bizonyosan hozzájárul a fogadó ország növekedésének felgyorsulásához, a gyakorlat azonban számos ilyen tapasztalattal szolgál.

Az egyik példa az előző pontban már méltatott mexikói autógyártás (lásd Moran (1998)), melyet 1979-ig az jellemzett, hogy a nagy amerikai autógyártók (Ford, Chrysler, General Motors) a helyi piacot látták csak el, amelyet a mexikói hatóságok magas (átlagban 60%-os) kötelező hazai beszállítási hányaddal védtek. Ilyen körülmények között az iparágban szokásos méretgazdaságosságot jóval alulmúló üzemekben folyt a termelés. A költségeket így nem lehetett alacsonyra szorítani, érdemi exporttevékenysége a mexikói leányvállalatoknak ezért nem volt. A mexikói hatóságok kénytelenek voltak szembesülni azzal, hogy az igen magas hazai beszállítási követelmények dacára az autógyártásból jelentős külkereskedelmi deficit származik. Ennek megszüntetése érdekében határoztak arról, hogy azon autógyártók esetében, amelyek vállalják bizonyos exportkövetelmény teljesítését, nagymértékben csökkentik az importra vonatkozó korlátozásokat. Az autógyártó cégek kezdeti kivárása után a General Motors végül mexikói leányvállalata jelentős fejlesztését határozta el¹³, és hamarosan a Ford és a Chrysler is követte. A fejlesztések eredményeként ezen cégek mexikói leányvállalatainak exportja öt év leforgása alatt a hússzorosára növekedett, úgy, hogy a teljes termelés 80-90 százaléka került kivitelre. Ez a váltás a Mexikóban megtelepedett autógyártók hozzáállásában jelentősen előmozdította a foglalkoztatottságot, a gazdasági élet más területén is jelentős beruházásokat váltott ki, és a piacvédelem enyhítésének ellenére a külkereskedelmi mérleg javításához is hozzájárult. Hasonló példát lehetne felmutatni Brazília vonatkozásában is.

Tulajdonképpen Magyarországon is jó indikátora a fent leírtaknak az autógyártás. A Suzuki és a General Motors (immár csak volt) összeszerelő üzeme lényegében alatta marad az autóiparban szokásos méretgazdaságossági követelményeknek. Az előbbi legalább magas hazai beszállítói hányadot tud felmutatni, az utóbbi még azt sem. Noha a Suzuki termelésének nagyobb hányadát exportálja, kis kibocsátási volumene miatt tulajdonképpen nem nevezhető igazán export-orientált cégnek. Egy lassan már tízéves konstrukciójú típust gyárt, amelyet Magyarországon kívül legfeljebb második autóként vásárolnak meg. A Suzuki nincs rákényszerülve a nagyvolumenű fejlesztésekre, mert az importautókra kivetett vámok miatt alig kell árversenyt vívnia a külföldi márkák hasonló felszereltségű személygépkocsijaival. A motor- és egyéb főalkatrészgyártás (például hengerfej, gyújtógyertya, erőátviteli szerkezet) magyarországi reprezentánsai (Audi, General Motors) már valóban globális beszerzési stratégiájukba illeszkedő kulcselemként valósították meg itteni gyártóegységeiket. A kutatás-fejlesztés élvonalába tartozó termékeket és technológiákat alkalmaznak üzemekben, s középtávon ez feltehetően jótékony kisugárzással bír a velük kapcsolatba kerülő magyar vállalkozásokra. A Suzuki ugyan jelentősen hozzájárult beszállítói feljavitásához, ezek legtöbbször viszont a teremtett kapcsolat ellenére sem tudott igazán nemzetközi terepre kijutni. Legfeljebb úgy kerülhetnének az élvonalba, ha a Suzuki intenzívebb versenyre lenne kényszerítve, és a legmodernebb technológiát kellene alkalmaznia Esztergomban is. Kérdéses még, hogy a tervezett új kisautó sorozatgyártása (mely tervek szerint 2000-ben indul) változtat-e érdemben a helyzeten. Egyelőre Magyarországon a tízéves technológia is jól eladhatónak bizonyul.

¹³ Erre egyébként főként az alacsony árú japán autók amerikai inváziója ösztökölte a céget.

Ami tehát a külföldi működőtőkének a gazdasági növekedéshez való hozzájárulását illeti, az nagy valószínűséggel megvalósul akkor, ha a fogadó ország olyan politikát folytat, amely azt bátorítja, hogy a betelepülő külföldi vállalat olyan üzeme(ke)t hozzon létre, amelyek nagyrészen a legfejlettebb piacok ellátására folytatnak termelést. Ez biztosítja azt, hogy a kutatás-fejlesztés élvonalába tartozó termékek/termelési eljárások kerüljenek a fogadó országba a külföldi működőtőke által, s így pozitív átgyűrűző hatások generálódjanak. Az ilyen politikának szükségszerűen liberálisnak kell lennie, a leginkább piactorzító intézkedéseket (vámkedvezmények, belföldi beszállítási-hányad követelmények, közös vállalat működtetésére irányuló elvárások stb.) el kell kerülni, mégha egyes lobbycsoportok ebbe az irányba igyekeznének is nyomást gyakorolni. A korábbi tapasztalatok szinte kivétel nélkül arra utalnak, hogy kellő fokú liberalizáltság nélkül csak kevésbé tartósan képes felpörgetni a növekedést a külföldi működőtőke, sőt, konzerválhatja a piaci torzulásokat, rosszabb esetben egyenesen negatív a külső egyensúlyhoz való hozzájárulása.

Nem kizárólag a gazdaságpolitika hozzáállása határozza azonban meg azt, hogy valóban létrejön-e a kívánt hatás. Borensztein, De Gregorio és Lee (1994) azt hangsúlyozza, hogy a növekedést ténylegesen serkentő módon csak megfelelő humántőke jelenlétében képes hatni a külföldi működőtőke. Hiába teljes a liberalizáltság, ha a munkaerő képtelen a legfejlettebb technológiák befogadására és alkalmazására. A növekedési ráták és a külföldi működőtőke-befektetések állománya közötti összefüggéseket vizsgálva a fejlődő országok egy széles mintáján a fenti szerzők arra jutottak, hogy a magas külföldi működőtőke-állomány csak magas humántőke-állomány mellett vezet magasabb növekedési ütemhez. Sikerült emellett kimutatni egy másik pozitív hatást is: a külföldi működőtőke a fogadó gazdaság teljes befektetési rátájára is pozitív hatást gyakorol, mégpedig úgy, hogy a külföldi működőtőke koefficiense a teljes belföldi beruházás szintjét magyarázó egyenletben 1-nél magasabb, azaz egységnyi külföldi működőtőke-befektetés további belföldi eredetű befektetést is kivált, ezáltal indirekt módon ugyancsak a gazdasági növekedés gyorsításához járulva hozzá. Ez az indirekt hatás ráadásul független a humántőke (tulajdonképpen a népesség iskolázottságának) meglévő állományától, tehát a szegényebb országokban is létező jelenség.

A gazdaságpolitika számára talán a második legfontosabb kérdés a külföldi működőtőke-befektetések hatása a foglalkoztatottság alakulására. A gazdasági növekedésre gyakorolt hatásokkal kapcsolatban említett piactorzító intézkedések egy jó része (leginkább a hazai beszállítói hányadra, vagy a közös vállalat működtetésére vonatkozó előírások, de léteznek explicit foglalkoztatási előírások is) kifejezetten a belföldi munkahelyek védelme érdekében történik¹⁴. A nagyobb hatékonysággal működő külföldi tulajdonú vállalkozás ugyanis kiszoríthatja a belföldi vetélytársakat, így mégha zöldmezős beruházás keretében jött is létre, az ágazatban több régi munkahely veszhet el, mint amennyi keletkezik. Ha viszont egy már létező belföldi vállalat megvétéléről van szó, ez fejlődő országban történő befektetés esetében legtöbbször egy alultőkésített, a tevékenységhez képest túlzott foglalkoztatási szintű

¹⁴ A fejlett országokban a kérdés úgy vetődik fel, hogy vállalataik külföldi beruházásai nem növelik-e a munkanélküliségüket saját határaikon belül. Paradox módon tehát mind a donor mind a fogadó ország munkahelyek elvesztésétől tart.

cég megvételét jelenti. Itt a külföldi befektető általi feltőkésítést és az ebből fakadó termelékenység-növekedést követően veszhet el a munkahelyek egy része. Figyelembe véve azonban a Borensztein-De Gregorio-Lee tanulmány eredményeit, elképzelhető, hogy az elveszett munkahelyeket túlkompenzálóan jönnek létre új munkahelyek a belföldi tulajdonú vállalkozásokban, ha azok előremutató beszállítói kapcsolatokat építenek ki a megtelepült külföldi vállalatokkal. A foglalkoztatásra gyakorolt hatás tehát ugyanúgy nem egyértelmű, mint a növekedésre gyakorolt: ha akár a kedvező kiindulási állapotok, akár a gazdaságpolitika támogató hozzáállása következtében létrejönnek a kívánatos átgyűrűző hatások a hazaigazdaságra, akkor valószínű, hogy a külföldi működőtőkének a foglalkoztatáshoz való hozzájárulása sem lesz negatív. Ellenkező esetben azonban számolni lehet a munkanélküliség növekedésével.

Ahogy a külföldi működőtőke foglalkoztatásra gyakorolt hatásait illetően a szakirodalomban nincs konszenzus, ugyanúgy nem egyértelműek ezek a hatások a vizsgált országokban sem. Portugáliában Farinha és Mata (1996) pozitív hatást talál, Spanyolországot illetően azonban ilyen csak a gazdaság bizonyos ágazataiban mutatható ki, ezzel szemben más ágazatokban (ezek jellemzően a feldolgozóipar „inferior” ágazatai: textilipar, élelmiszeripar voltak) a külföldi tőke magasabb részesedése a jegyzett tőkéből negatív koefficienszt kapott, amikor az iparágban foglalkoztatottak számán regresszálták néhány más releváns változóval együtt. Chilére és Mexikóra nem készült hasonló alaposágú becslés a tárgyban, de az erről a két országról írók mind sikeresként értékelik a külföldi működőtőke szerepét a foglalkoztatás alakulásában.

További érzékeny kérdés a külföldi működőtőke hozzájárulása a külső egyensúly mutatóihoz. Alighanem a fogadó országok alapelvárása az, hogy a külföldi tőkével működő vállalat hosszú távon semmiképpen ne rontsa a folyó fizetési mérleget, mint a külső egyensúlyi helyzet egyik legfontosabb mutatóját. Emögött egyrészt az a kritérium húzódik meg, hogy a kezdetben minden bizonnyal megfigyelhető jelenség, miszerint az exportot meghaladja az import (lehetőleg beruházási célú, főként gépimport), rövid időszak alatt megforduljon, és a kiépült kapacitások a kereskedelmi mérleg alakulásához pozitív módon járuljanak hozzá. Figyelembe véve azonban azt, hogy a működőtőke-befektetés után annak külföldi tulajdonosa jövedelemre is igényt tart, melyet tetszése szerint akár ki is vihet a fogadó országból, a kereskedelmi mérleget javító hatásnak akkorán kell lenni, hogy még ezt a jövedelmrepatriálást is fedezze, amennyiben a folyó fizetési mérleg romlásának elkerülése a cél. Vigyázni kell ugyanakkor az elhamarkodott következtetésekkel: ahogy a gazdasági növekedésre indirekt módon is hat a külföldi működőtőke, ugyanúgy a kereskedelmi mérlegre is. Azok a belföldi vállalatokra átgyűrűző hatások, amelyek a gazdasági növekedést serkentik, ugyanúgy a külkereskedelemben is előnyösek lehetnek. Ezért lehetséges az, hogy bár egy konkrét külföldi vállalat többet importál, mint exportál, belföldi beszállítói (amelyek tevékenységükben legnagyobbbrészt hozzá kötődnek) ugyanakkor ezt az importtöbbletet meghaladó exporttöbbletet érhetnek el. Mexikó - fent már említett, az autóiparra vonatkozó - példáján is kimutatható az, hogy a mexikói belföldi vállalatok exportlehetőségekhez jutottak azoknak a multinacionális vállalatoknak a piacain, amelyeknek Mexikóban beszállítói voltak.

A külföldi működőtőke-beáramlás ugyanakkor a folyó fizetési mérleg finanszírozásának is egy eleme. Ha pusztán eme jellegénél fogva ragadjuk meg, akkor

óhatatlanul összehasonlítást kell tenni közte és a finanszírozás más lehetőségei (hitelviszonyt illetve tulajdonosi részesedést megtestesítő portfólió befektetések illetve egyéb befektetések) között. Egyértelmű eredményekkel eddig még senki nem szolgált, de több tanulmány is (a kérdést szisztematikusan vizsgálja például Razin, Sadka és Yuen (1996)) inkább afelé hajlik, hogy finanszírozási szempontból a külföldi működőtőke nem olcsóbb a más típusú (Magyarország esetében zömében hitelviszonyt megtestesítő) befektetéseknél. Mindazonáltal egyéb előnyei miatt senki nem vonja kétségbe, hogy egészségesebb egy olyan külső finanszírozási szerkezet, amelyben jelentős arányú működőtőke-befektetés is van, mint ami kizárólag hiteltípusú befektetéseket tartalmaz.

Egy olyan gazdaságba, amelyben a korábbi központi vezérlés miatt az állami tulajdonlás aránya rendkívül magas, a privatizáció révén pótlólagos külföldi működőtőke vonható be. Az ilyen bevételekkel kapcsolatban jogosan merül fel, hogy azok milyen irányú felhasználása a leghatékonyabb. Szemben a klasszikus működőtőke-befektetésekkel, amikor az országba áramló tőke nyújtotta kínálattal szemben megnövekedett pénzkereslet áll, s ezek együttes hatásaként a pénzkínálat felhígulásától nem kell tartani, a csak átmeneti időszakra lehetővé váló külföldi privatizációs bevételekkel szemben nem áll pénzkereslet-növekedés, az eladó állam szabadon diszponálhat a befolyt összegekkel. Kétféle felhasználási mód ígérkezik. Egyrészt ha van ilyen, akkor célszerű a külföldi adósságot csökkenteni ezen bevételekkel, ez a megoldás egyben monetáris politika zavartalansága oldaláról is a legegyszerűbb. A másik megoldás az, hogy az állam olyan infrastrukturális fejlesztésekre fordítja ezeket a bevételeket, amelyek iránt a magántőke annak kockázata, vagy hosszú megtérülési ideje miatt idegenkedik. Az infrastrukturális fejlesztések ugyanakkor tovább növelhetik az ország vonzerejét a külföldi befektetők szemében, ezáltal további tőkebeáramlást indukálva. Itt ugyanakkor felvetődik a kérdés, hogy végül is valóban előremutató projektek kerülnek-e megvalósításra, és a költségvetés expanziójának monetáris politikai vonatkozásai is vannak. Ezekkel részletesen nem kívánok foglalkozni, hiszen a magyar gazdaságpolitika egyértelműen az előbbi felhasználási módot támogatta, és a zömében 1991-1996 között (az 1994. év kivételével) beáramlott privatizációból származó bevételeket az ország külső adósságának csökkentésére fordította. Itt nem kerül sorra annak elemzésére, hogy ez, vagy a másik felhasználási mód lett volna kedvezőbb a későbbi növekedési-felzárkózási lehetőségek szempontjából. Csak arra kívántam felhívni a figyelmet, hogy a működőtőke-beáramlás fordítható az adósságjellegű külső tartozás csökkentésére (angol kifejezéssel egy *debt-equity swap* végrehajtható országméretben is), de indokoltnak legfeljebb a privatizációból származó bevételek adósságcsökkentésre való felhasználása nevezhető. A „klasszikus” működőtőke-befektetésekből származó devizabevételeket (amennyiben azok a kereskedelmi bankok devizaeladásain keresztül a hazai monetáris hatóságok kezébe kerülnek) inkább a nemzetközi tartalékok növelésére érdemes fordítani. Ennél több elméleti fejtegetésre ebben a tanulmányban nem vállalkozom, most az ígérteknek megfelelően a külföldi működőtőke magyarországi jelenlétének eddigi tapasztalatait fogom vizsgálni.

A gazdasági növekedésre gyakorolt hatást érintő számítások a külföldi működőtőke-befektetések és a teljes bruttó hazai beruházás közötti kapcsolat feltárására irányulnak. A szakirodalomban legáltalánosabban használt vizsgálatok azon alapulnak, hogy

hosszú távon a belföldi megtakarítás és a beruházás nem szakadhat el egymástól (intertemporális költségvetési korlát), így a rövid távú megtakarítási-beruházási dinamika (amelyben a külföldi működőtőke-befektetés az egyik magyarázó tényező) egy hibakorrekciós mechanizmus keretében modellezhető. A magyar megtakarítási illetve beruházási idősorok megbízható minőségben csak oly rövid távon állnak rendelkezésre, hogy hasonló számítás elvégzéséről (egy ilyen megtalálható Andersen és Hainaut tanulmányában) átmenetileg le kellett mondanom.

Az adatok alapján annyi bizonyos, hogy a külföldi működőtőke-befektetések teljes hazai bruttó beruházáshoz való hozzájárulása jelentős, de csak akkor mondhatjuk, hogy indirekt növekedési hatást is gyakorolnak, ha ez a hatás nagyobb mint „egy-az-egyhez”, vagyis a külföldi működőtőke-befektetések 1%-os fajlagos növekedése a teljes bruttó hazai beruházást fajlagosan több mint 1%-kal emeli. Ennek alapos vizsgálatára azonban még várni kell egy kicsit, amíg az idősorok elég hosszúak lesznek ahhoz, hogy egzakt becslést lehessen adni.

Az átgyűrűző hatások igazolásának egyik indirekt módszere az, hogy a legnagyobb exportáló szektorok tőke-, munkaerő- és kutatás-fejlesztési intenzitási mutatóinak alakulását vizsgáljuk (12. sz. táblázat), ugyanis a külföldi tőkével működő vállalatok az áru- és szolgáltatásexport magas hányadát adják, Magyarországon több mint 70 százalékat (Eichengreen és Kohl (1997))¹⁵. Ha ezek a mutatók az exportszerkezet korszerűbbé válását mutatják, amögött a külföldi működőtőke szerepét, illetve annak a hazai gazdaságra gyakorolt előnyös hatásait sejthetjük.

Míg 1988-ban az első öt magyar exportszektor a kivitelből való részesedése alapján a ruházat- és ruházati kiegészítő termékek gyártása, a hústermékek előállítása, nyersvas- és acélgyártás, zöldség- és gyümölcstermesztés és az elektronikai termékek gyártása volt, vagyis az utolsó kivételével olyan szektorok, melyek exportárbevétele nagyon érzékenyen függ a külpiacok alakulásától és a külső kereslet tényezőitől, addig 1995-ben az első öt exportáló közé az alábbi ágazatok tartoztak: energetikai berendezések gyártása, ruházat- és ruházati kiegészítő termékek, elektronikai eszközök gyártása, közúti szállítóeszközök előállítása és a hústermékek, tehát már csak két „érzékenyebb” szektor tartozott az első öt exportáló közé. A struktúráváltás folytatódott 1996-97-ben is, ami tovább csökkentette az „érzékeny” szektorok arányát az összkivitelben. A térség más országaiban is megfigyelhető eltolódás a korszerűbb exportszerkezet felé, de Magyarország esetében a legmélyrehatóbb a változás - különösen ami a magas kutatás-fejlesztés-tartalmú termékek exportjának növekedését illeti.

Kedvező fejlemény például, hogy hét év távlatában az „érzékeny” szektorok részesedése a teljes exporton belül 50%-ot meghaladó mértékről 30%-ra esett; ennél csak Csehország mutatója kedvezőbb. A tőkeintenzitási mutatónk (az előző táblázat intenzitási mutatói az adott termelési tényezők egészét az adott gazdaságban 100%-nak tekintik, és az első harminc exportszektor részesedését fejezik ki, amennyiben a szektorra tagolás a NACE klasszifikációján alapul úgy, hogy a háromszámjegyű

¹⁵ Az 1999. Júliusi APEH gyorsjelentésből készített számítások lapján 1998-ban a külföldi tulajdonú cégek a kettő könyvelést vezető vállalatok körében az exportértékesítés 79,2%-át adták nemzetgazdasági szinten.

osztályokat emelik ki, így az összes szektor száma kilencven) az átlaghoz közeli, annál valamivel magasabb. A román export tőkeintenzitása kirívóan alacsony, és ez, tetéztve a szokatlanul magas munkaerő-intenzitással és az igen alacsony kutatás-fejlesztés-intenzitással nagyon korszerűtlen exportszerkezetről árulkodik. Ugyanakkor például Szlovákia exportjának magas tőkeintenzitási mutatója sem jelent korszerű exportszerkezetet, tekintve a K/F intenzitás átlagos szintjét. A fenti mutatókat összességében tekintve azt kell mondani, hogy csak Magyarország és Csehország exportszerkezete tekinthető korszerűnek, Lengyelországé egyáltalán nem, Romániáé pedig kifejezetten elmaradott.

12. sz. táblázat

	1988	1992	1995
Magyarország			
- „Érzékeny” szektorok aránya a teljes exportból*	52,2%	45,3%	31,4%
- Az első 30 exportszektor tőkeintenzitása	26,9%	23,2%	38,9%
- Az első 30 exportszektor munkaerő-intenzitása	34,7%	37,8%	31,0%
- Az első 30 exportszektor K/F intenzitása	17,3%	25,6%	45,8%
Csehország**			
- „Érzékeny” szektorok aránya a teljes exportból*	36,5%	31,5%	24,2%
- Az első 30 exportszektor tőkeintenzitása	43,3%	40,5%	34,3%
- Az első 30 exportszektor munkaerő-intenzitása	23,1%	27,5%	30,5%
- Az első 30 exportszektor K/F intenzitása	21,0%	26,3%	35,2%
Szlovákia			
- „Érzékeny” szektorok aránya a teljes exportból*	..	..	34,9%
- Az első 30 exportszektor tőkeintenzitása	..	..	46,7%
- Az első 30 exportszektor munkaerő-intenzitása	..	..	26,9%
- Az első 30 exportszektor K/F intenzitása	..	..	30,2%
Lengyelország			
- „Érzékeny” szektorok aránya a teljes exportból*	35,3%	36,0%	32,6%
- Az első 30 exportszektor tőkeintenzitása	41,0%	36,0%	36,8%
- Az első 30 exportszektor munkaerő-intenzitása	29,9%	32,8%	32,7%
- Az első 30 exportszektor K/F intenzitása	17,1%	14,8%	21,3%
Románia			
- „Érzékeny” szektorok aránya a teljes exportból*	62,5%	55,4%	59,5%
- Az első 30 exportszektor tőkeintenzitása	30,9%	17,7%	26,5%
- Az első 30 exportszektor munkaerő-intenzitása	36,9%	52,9%	53,5%
- Az első 30 exportszektor K/F intenzitása	10,8%	9,1%	10,2%
Hat kelet-európai fejlődő ország átlaga***			
- „Érzékeny” szektorok aránya a teljes exportból*	47,4%	39,5%	34,8%
- Az első 30 exportszektor tőkeintenzitása	36,5%	33,1%	36,3%
- Az első 30 exportszektor munkaerő-intenzitása	30,9%	34,4%	33,6%
- Az első 30 exportszektor K/F intenzitása	17,0%	20,1%	29,4%

Forrás: Eichengreen B. - Kohl R.: The State and the External Sector in Eastern Europe. (1997)

* Érzékeny szektorok: mezőgazdaság, élelmiszeripar, vegyipar bizonyos ágai, textilipar, ruházat, nyersolaj, vas- és acélgégyártás.

** 1988. és 1992. éveknél az adatok Csehszlovákiára vonatkoznak.

*** A fenti öt országon kívül Bulgária.

Ami az importot illeti, hasonló mutatók ott nem állnak rendelkezésre. Annak termszerkezetét vizsgálva azonban levonható néhány következtetés. A belföldi végső felhasználási céllal behozott import aránya a teljes behozatalból csökkenést

mutat, nő ellenben az exporttermékekbe való beépítés szándékával, illetve beruházási céllal behozott javak részesedése. A gépek és berendezések importja volumenben nagy mértékkel nőtt 1996-ban (és folytatódott a növekedés 1997-ben is), ami egy modernizációs folyamat kísérőjének tekinthető, és egy jelentős növekedési potenciállal rendelkező fogadó gazdaságra utal.

Korábban említésre került, hogy a külföldi működőtőke a külső egyensúly alakulásához akkor nem járul hozzá negatív módon, ha a reálgazdaságban elegendő pótlólagos külkereskedelmi szufficitet produkál ahhoz, hogy fedezze a jövedelemsoron megnövekvő kiáramlást, és azt a lehetséges exportkiesést is, amelyet pusztán jelenlétével okoz a gazdaságban azáltal, hogy magyar vállalatokat szorít ki a piacról. Ez utóbbi, persze, hipotetikus hatás, az ellenkezőjére is lehet példát mutatni, amikor a külföldi tulajdonú vállalat magyar beszállítója előtt ezen kapcsolatra épülve nyílik meg ígéretes exportpiac. Ezen hatás egyelőre még nehezen, inkább csak példászerűen mutatható ki. A lehetséges jövedelemkiáramlás tárgyában azonban már sikerült Magyarországnak komolyabb tapasztalatokat szereznie.

A külföldi működőtőke-beáramlásra, mint a folyó fizetési mérleg '90-es években kibontakozott hiányának jelentős finanszírozó elemére tekintő gazdaságpolitika kezdettől fogva számos kedvezményt biztosított a külföldi közvetlen befektetéssel létrejövő cégek számára. Az évtized közepére pedig a gazdaságpolitika kiemelt szempontnak tartotta azt, hogy a külföldi működőtőke-beáramlás meghaladja a folyó fizetési mérleg deficitjét, így az adósság-típusú külföldi tartozások ne növekedjenek. Ez a szempont 1995-től gyakorlatilag teljesült is, csak hogy ebben 1995-ben és 1996-ban a kivételes nagyságú privatizációs bevételek is szerepet játszottak. Ez természetesen nagy segítséget jelentett nemcsak a külső adósság növekedésének megakadályozásában, hanem még jelentős csökkentésében is. A hosszú távú finanszírozás azonban csak a tőkebeáramlás tartós komponenseire, vagyis a privatizáción felüli külföldi működőtőke-befektetésekre lehet tekintettel. Ilyen értelemben a gazdaságpolitika által meghatározott szempont teljesülését csak egyetlen évben, 1997-ben lehetett megfigyelni.

Amikor azonban ez a szempont egyáltalán megfogalmazódott, akkor valószínűleg kevesen gondoltak arra, hogy a működőtőkében megtestesülő külfölddel szembeni pozíció is egy tartozás, ami után ugyanúgy jövedelem fizetendő, mint egy adósság-típusú tartozás után. Míg tehát a csökkenő adósság után átutalandó jövedelmek maguk is csökkenésnek indultak, addig a működőtőke felnövekvő állománya utáni jövedelemátutalás növekedésnek indult. A kezdeti időszakban ez kevésbé volt nyilvánvaló, mert indulásuk első éveiben az újonnan alakult vállalkozások nagy része nem termelt nyereséget, vagy amelyik mégis, az a hatóságok nyújtotta kedvezményeket meglovagolva bővítette a beruházást (és mivel erről nincs statisztika, ez nem jelentkezett sem a folyó fizetési mérleg jövedelmek során, sem az akkori tőkemérleg közvetlen befektetések során), vagy az áru- illetve szolgáltatáscsatornán vitte ki (ez utóbbira főként 1994-95 fordulóján kerülhetett feltételezések szerint sor). Minthogy azonban 1996-97-re Magyarország a kedvező külpiaci helyzet és a belső kiigazítás következtében stabil növekedési pályára lépett, a konjunktúrát az itt letelepedett külföldi vállalatok is messzemenően élvezve kimagasló nyereségeket értek el.

A közvetlen külföldi befektetések jövedelmeinek átutalása a befektetett külföldi működőtőkére vetítve széles ingadozást mutat mind a különböző (még ha azonos fejlettségi szinten állnak is) országok, mind egyazon országon belül a különböző megfigyelési időpontok között. Ettől függetlenül a fejlett országokban ez a mutató valamelyest alacsonyabb mint a külföldi működőtőke-beáramlásában már viszonylag hosszabb idő óta részesülő felzárkózó országok esetében, amelyek közül Mexikó, Argentína esetében a jövedelemátutalás/állomány-hányadost bőven évi 10% fölé lehet helyezni a rendelkezésre álló adatok alapján. Ha a dolgozat egy korábbi részén említett 1,8 milliárd lehetséges újrabefektetett jövedelmet is hozzáadjuk a külföldi működőtőke 1997 végi állományához, akkor (miután az 1998-as fizetési mérleg statisztikában található jövedelmek még az 1997-es állományon képződtek) mindössze 5,8%-os jövedelemátutalás/befektetett működőtőke-hányadost kapunk, de ezen korrekció nélkül is csak 6,5%-ost (igaz viszont, hogy az 1998-ban történt újrabefektetések – amikre még becslésünk sincs - ezeket a számokat valamelyest növelnék). A nemzetközi tőkepiacon dollárban ennél jelenleg magasabb éves kamat mellett jutunk csak hitelhez, holott a külföldi működőtőke-befektetők a hitelnyújtóknál valamivel magasabb kockázatot viselnek és így magasabb hozamot várnak el. Azzal a feltételezéssel élve tehát, hogy a jövőben az újrabefektetésekre vonatkozóan lesznek adataink, valószínűnek tűnik az, hogy a befektetett külföldi működőtőkére vetítve az eddiginél magasabb jövedelmátutalási hányadost fogunk kimutatni. Ez önmagában természetesen tovább rontja a folyó fizetési mérleg egyenlegét, világossá téve, hogy a külső egyensúly javításához a külföldi működőtőke csak úgy járulhat hozzá, ha a jövőben még erőteljesebben vesz részt az export-offenzívában.

Oda akarok tehát kijutni, amiről a korábbiakban már volt szó: a gazdaságpolitikának a prioritása mindenekelőtt az kell hogy legyen a külföldi működőtőkével kapcsolatosan, hogy minden bátorítást és ösztönzést az erőteljes exportot produkáló vállalatoknak kell nyújtani, illetve olyan környezetet kell teremteni, hogy az ország meglévő komparatív előnyeit (leginkább az alacsony termelési költségekből fakadóakat) a potenciális külföldi befektetők arra használják, hogy itt építsék ki a fejlett piacokat kiszolgáló gyártóegységeiket. Az ilyen politika a piaci torzulások megszűnését, ezáltal a külföldi és a belföldi cégek folyamatos versenyképességre való törekvését is biztosítja. Portugália, Spanyolország és Mexikó tapasztalatai arra intenek, hogy csak ez vezethet el ahhoz, hogy a külföldi működőtőke hatásai átgyűrűzzenek a belföldi vállalkozásokra, ezáltal a tartós gazdasági növekedés (és esetünkben az EU országaihoz való felzárkózás) szélesebb alapokra helyeződjék.

Irodalom

1. Andersen, P. S. – Hainaut, P. (1998): Foreign Direct Investment and Employment in the Industrial Countries. BIS Working Paper No. 61.
2. Bayoumi, T – Bartolini, L. – Klein, M. (1996): Foreign Direct Investment and the Exchange Rate. IMF Occasional Paper No. 145. pp 47-58
3. Blomström, M. – Kokko, A. (1997): Regional Integration and Foreign Direct Investment. CEPR Discussion Paper No. 1659.
4. Borensztein, E. – de Gregorio, J. – Lee, J. W. (1995): How Does Foreign Direct Investment Affect Growth? NBER Working Paper No. 5057.
5. Dunning, J. H. – Narula, R. (1996): Foreign Direct Investment and Governments: Catalysts for Economic Restructuring. Routledge
6. Eichengreen, B. – Kohl, R. (1997): The State and the External Sector in Eastern Europe: Implications for Foreign Investment and Outward Processing Trade. Kézirat
7. Farinha, L. – Mata, J. (1996): The Impact of Foreign Direct Investment in the Portuguese Economy. Banco de Portugal. Kézirat
8. Froot, K. A. – Stein, J. C. (1991): Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach. Quarterly Journal of Economics (106) No. 4. pp 1191-1217
9. Hamar J. (1999): A külföldi működőtőke-beáramlás Magyarországon belüli területi jellemzői. Külgazdaság XLIII. évf. 3. szám pp 47-69
10. Krugman, P. R. (1991): Geography and Trade. MIT Press
11. Markusen, J. R. (1995): The Boundaries of Multinational Enterprises and the Theory of International Trade. Journal of Economic Perspectives (9) No. 2. pp 169-189
12. Martín, C. – Velázquez, F. J. (1997): The Determining Factors of Foreign Direct Investment in Spain and the Rest of the OECD: Lessons for the CEECs. CEPR Discussion Paper No. 1637.
13. Meyer, Klaus (1998): Direct Investment in Economies of Transition. Edward Elgar Publishing
14. Moran, T. H. (1998): Foreign Direct Investment and Development. Institute for International Economics

15. Narula, R. (1995): *Multinational Investment and Economic Structure: Globalisation and Competitiveness*. Routledge
16. Ozawa, T. (1992): *Foreign Direct Investment and Economic Development*. *Transnational Corporations* (1) No. 1. pp 27-54
17. Razin, A. – Sadka, E. – Yuen, C. (1996): *A Pecking Order Theory of Capital Inflows and International Tax Principles*. IMF Working Paper No. 96/26
18. Svetlicic, M. (1998): *Outward Foreign Direct Investment by Central European Firms and Restructuring: The Case of Slovenia*. Kézirat
19. Wheeler, D. – Mody, A. (1992): *International Investment Location*. *Journal of International Economics* (33) No. 1. pp 57-76

MNB Füzetek / NBH Working Papers:

1995/1 (november)

Simon András: Aggregált kereslet és kínálat, termelés és külkereskedelem a magyar gazdaságban 1990-1994

1995/2 (november)

Neményi Judit: A Magyar Nemzeti Bank devizaadósságán felhalmozódó árfolyamveszteség kérdései

1995/3 (február)

Dr. Kun János: Seignorage és az államadóság terhei

1996/1 (március)

Simon András: Az infláció tényezői 1990-1995-ben

1996/2 (június)

Neményi Judit: A tőkebeáramlás, a makrogazdasági egyensúly és az eladósodási folyamat összefüggései a Magyar Nemzeti Bank eredményének alakulásával.

1996/3 (június)

Simon András: Sterilizáció, kamatpolitika az államháztartás és a fizetési mérleg

1996/4 (július)

Darvas Zsolt: Kamatkülönbség és árfolyam-várákozások

1996/5 (augusztus)

Vincze János - Zsoldos István: A fogyasztói árak struktúrája, szintje és alakulása Magyarországon 1991-1996-ban

Ökonometria vizsgálat a részletes fogyasztói árindex alapján

1996/6 (augusztus)

Csermely Ágnes: A vállalkozások banki finanszírozása Magyarországon 1991-1994

1996/7 (szeptember)

Dr. Balassa Ákos: A vállalkozói szektor hosszú távú finanszírozásának helyzete és fejlődési irányai

1997/1 (január)

Csermely Ágnes: Az inflációs célkitűzés rendszere

1997/2 (március)

Vincze János: A stabilizáció hatása az árakra, és az árak és a termelés (értékesítés) közötti összefüggésekre

1997/3 (április)

Barabás Gyula - Hamecz István: Tőkebeáramlás, sterilizáció és pénzmennyiség

1997/4 (május)

Zsoldos István: A lakosság megtakarítási és portfólió döntései Magyarországon 1980-1996.

1997/5 (június)

Árvai Zsófia: A sterilizáció és tőkebeáramlás ökonometria elemzése

1997/6 (augusztus)

Zsoldos István: A lakosság Divisia-pénz tartási viselkedése Magyarországon

1998/1 (január)

Árvai Zsófia - Vincze János: Valuták sebezhetősége: Pénzügyi válságok a '90-es években

1998/2 (március)

Csajbók Attila: Zéró-kupon hozamgörbe becslés jegybanki szemszögből
ZERO-COUPON YIELD CURVE ESTIMATION FROM A CENTRAL BANK PERSPECTIVE

1998/3 (március)

Kovács Mihály András - Simon András: A reálárfolyam összetevői
THE COMPONENTS OF THE REAL EXCHANGE RATE IN HUNGARY

1998/4 (március)

P.Kiss Gábor: Az államháztartás szerepe Magyarországon
THE ROLE OF GENERAL GOVERNMENT IN HUNGARY

1998/5 (április)

Barabás Gyula - Hamecz István - Neményi Judit: A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése
Magyarország tapasztalatai a piacgazdaság átmeneti időszakában
FISCAL CONSOLIDATION, PUBLIC DEBT CONTAINMENT AND DISINFLATION
Hungary's Experience in Transition

1998/6 (augusztus)

Jakab M. Zoltán-Szapáry György: A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon

1998/7 (október)

Tóth István János - Vincze János: Magyar vállalatok árképzési gyakorlata

1998/8 (október)

Kovács Mihály András: Mit mutatnak?
Különféle reálárfolyam-mutatók áttekintése és a magyar gazdaság ár- és költség-versenyképességének értékelése

1998/9 (október)

Darvas Zsolt: Moderált inflációk csökkentése
Összehasonlító vizsgálat a nyolcvanas-kilencvenes évek dezinflációit kísérő folyamatokról

1998/10 (november)

Árvai Zsófia: A piaci és kereskedelmi banki kamatok közötti transzmisszió 1992 és 1998 között
THE INTEREST RATE TRANSMISSION MECHANISM BETWEEN MARKET AND COMMERCIAL BANK RATES

1998/11 (november)

P. Kiss Gábor: A költségvetés tervezése és a fiskális átláthatóság aktuális problémái

1998/12 (november)

Jakab M. Zoltán: A valutakosár megválasztásának szempontjai Magyarországon

1999/1 (January)

ÁGNES CSERMELY-JÁNOS VINCZE: LEVERAGE AND FOREIGN OWNERSHIP IN HUNGARY

1999/2 (március)

Tóth Áron: Kísérlet a hatékonyság empirikus elemzésére a magyar bankrendszerben

1999/3 (március)

Darvas Zsolt-Simon András: A növekedés makrogazdasági feltételei
Gazdaságpolitikai alternatívák
CAPITAL STOCK AND ECONOMIC DEVELOPMENT IN HUNGARY (May 1999)

1999/4 (április)

Lieli Róbert: Idősormodelleken alapuló inflációs előrejelzések

Egyváltozós módszerek

1999/5 (április)

Ferenczi Barnabás: A hazai munkaerőpiaci folyamatok Jegybanki szemszögből

Stilizált tények

LABOUR MARKET DEVELOPMENTS IN HUNGARY FROM A CENTRAL BANK PERSPECTIVE – Stylized Facts

1999/6 (május)

Jakab M. Zoltán – Kovács Mihály András: A reálárfolyam-ingadozások főbb meghatározói Magyarországon

DETERMINANTS OF REAL-EXCHANGE RATE FLUCTUATIONS IN HUNGARY

1999/7 (July)

ATTILA CSAJBÓK: INFORMATION IN T-BILL AUCTION BID DISTRIBUTIONS

1999/8 (július)

Benczúr Péter: A magyar nyugdíjrendszerben rejlő implicit államadósság-állomány változásának becslése

CHANGES IN THE IMPLICIT DEBT BURDEN OF THE HUNGARIAN SOCIAL SECURITY SYSTEM

1999/9 (augusztus)

Vígh-Miklé Szabolcs–Zsámboki Balázs: A bankrendszer mérlegének denominációs összetétele 1991-1998 között

1999/10 (szeptember)

Darvas Zsolt–Szapáry György: A nemzetközi pénzügyi válságok tova terjedése különböző árfolyamrendszerekben

FINANCIAL CONTAGION UNDER DIFFERENT EXCHANGE RATE REGIMES

1999/11 (szeptember)

Oszlay András: Elméletek és tények a külföldi működőtőke-befektetésről