

CATHERINA L. MANN

A fizetési mérleg hiánya és a hiány fenntarthatósága az Egyesült Államokban

Az Egyesült Államok fizetési mérlege nagy mértékű hiányt mutatott az utóbbi két évtizedben. Ez a folyamat jelentheti azt, hogy az ország a lehetőségein túl költ, de jelentheti azt is, hogy Amerika a „fellendülés oázisa”. Ez az esszé az amerikai fizetési-mérleg-hiány fő okait elemzi, majd arra a kérdésre keresi a választ, hogy fenntartható-e ez a deficit. Három dimenzióban mérlegel: 1. a nemzeti jövedelem- és a termékszám-lákon alapuló hazai, 2. az áru- és szolgáltatásáramlásokon alapuló nemzetközi, valamint 3. a pénzügyi eszközök áramlásán és állományán alapuló nemzetközi síkon. Mindhárom megközelítés arra mutat rá, hogy ellentétben a világ sok országában mutatkozó fizetésimérleg-problémákkal, az amerikai helyzet több szempontból is megnyugtató az Egyesült Államok számára: a) az amerikai kötvények és részvények az egész világ kötvényeinek és részvényeinek hatalmas hányadát teszik ki, b) ezeket amerikai pénzben tartják számon, ami korlátozza a külföldi befektetők gyors kivonulási lehetőségét.* Journal of Economics Literature (JEL) kód: F21, F32, F34.

Az Egyesült Államok fizetési mérlege hatalmas hiányt mutatott az utóbbi években, 2000-ben a GDP 4,2 százalékát kitevő 410 milliárd dollárt, amelyet 2001-ben 393 milliárdos hiány követett.** Definíció szerint a fizetésimérleg-hiány nettó tőkebeáramlást jelent, mert – egyenlegét tekintve – a külföldiek több belföldi céget, részvényt, kötvényt, állampapírt, valutát vásárolnak, valamint az amerikaiak áru- és szolgáltatásimportjuk egy részét külföldi bankkölcsönökből fedezik. A fizetésimérleg-hiány jelentheti azt, hogy egy ország „a lehetőségein túl költ”, mivel a teljes fogyasztás és a beruházás felülmúlja a gazdaság kibocsátását. Jelentheti azonban azt is, hogy az ország „a fellendülés oázisa”, amely az egész földgolyóról vonzza a beruházásokat, mivel ez a gazdaság másoknál nagyobb hozamot nyújt kisebb kockázat mellett.

Az 1980-as évek közepére a folyó mérleghiány és a nettó külföldi tőkebeáramlás az Egyesült Államok nemzetközi befektetői pozícióját pozitívából negatívba fordította; azaz ma már a külföldi befektetőknek több amerikai aktívájuk van, mint amennyi külföldi tőkékük az amerikai befektetőknek.¹ Az Egyesült Államokban 2001 végére a nemzetközi

* A cikk angol nyelvű eredetije Perspectives on the U.S. Current Account Deficit and Sustainability címen a Journal of Economic Perspectives 2002. nyári számában (Vol. 16. No. 3. 131–152. o.) jelent meg.

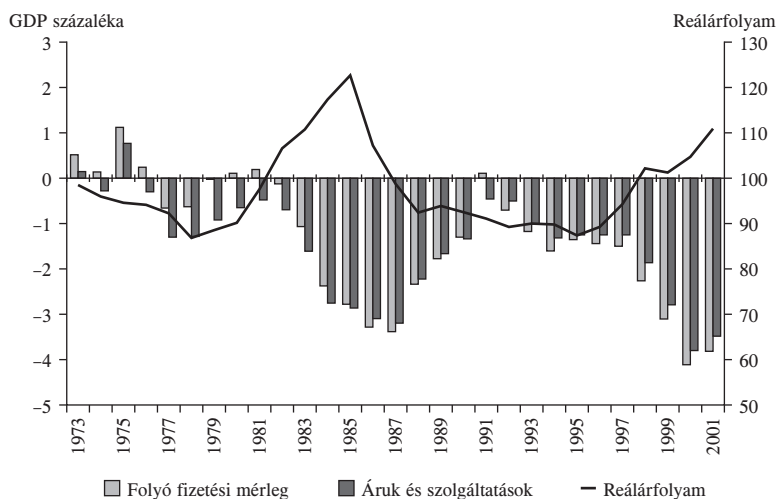
** Ismert, hogy 2002 óta az amerikai fizetésimérleg-hiány még tovább emelkedett (a fordító).

¹ Annak az évnak a pontos meghatározása, amikor a nettó befektetői állomány negatívba fordult, függ attól, hogy a közvetlen befektetéseket az üzemek, a berendezések és a föld folyó árán számítjuk, vagy eszközértékelésre a tőzsdei árakat használjuk (Landfeld-Lawson [1991]). Folyó költségeken számolva, az állomány 1986-ba vált negatívvá, és értéke 2000-ben 1,4 ezer milliárd dollár volt. Piaci értéken számolva, az állomány 1988-ban vált negatívvá, és 2000-ben értéke 1,6 ezer milliárd dollár volt (King [2001]).

befektetések nettó állománya körülbelül mínusz 2 ezer milliárd dollár, ez a nagyság a GDP 20 százaléka volt.

A negatív állományhoz kapcsolódik a folyó fizetésimérleg-hiány és a vele járó tőkebeáramlás fenntarthatóságának a kérdése. A pénzügyi kötelezettségek nagy állománya maga után vonja a jövedelmek be- és kiáramlásait (kamatok és osztalékok stb. formájában). Ezt a gazdaság folyó termeléséből kell fizetni, és elég nagy lehet ahhoz, hogy csökkentse a folyó fogyasztást és beruházást. Még egy olyan nagy gazdaságnak is, mint amilyen az Egyesült Államok, mérlegelnie kell: mi történik, ha megváltozik a külföldi beruházó ítélete a tekintetben, hogy kívánatos-e portfóliójának nagy részét amerikai eszközökben tartania, és nettó értelemben pénztőkét befektetnie az Egyesült Államokban.

1. ábra
A külső adósság és a dollár alakulása



Forrás: Folyó fizetési mérleg: Bureau of Economic Analysis, Department of Commerce <http://www.bea.doc.gov>). Reálárfolyam Federal Reserve Board (<http://www.federalreserve.gov>).

1. táblázat
Az Egyesült Államok külső mérlege és összetevői, válogatott évek (milliárd dollár)

Megnevezés	1980	1985	1990	1995	2001
Folyó egyenleg	2,3	-118,2	-79,0	-105,8	-393,4
Áruk és szolgáltatások	-19,4	-121,9	-80,9	-96,4	-358,3
Nettó jövedelem	30,1	25,7	28,6	24,6	14,4
Egyoldalú transzferek nettó értéke	-8,3	-22,0	-26,7	-34,1	-49,5

Forrás: Bureau of Economic Analysis, Department of Commerce, (<http://bea.doc.gov>). Javított adatok 2002. június 20.

Az 1. ábra a folyó fizetési mérleget és fő összetevőjét, az áru- és szolgáltatásegyenleget mutatja a GDP arányában 1973 óta. Az 1. táblázat néhány kiválasztott évre közli a két fő egyenleg dollárértékét, valamint a folyó egyenleg további két összetevőjét: a nettó nemzetközi befektetések utáni jövedelmet és az egyirányú transzfereket (mint például az

Egyesült Államok adományait külföldi országoknak és magánátutalásokat). A 1970-es évek végétől kezdve az Egyesült Államok kereskedelmi egyenlege negatív volt, s ez drámai mértékben növekedett az 1980-as évek közepén és az 1990-es évek második felében, amikor az Egyesült Államok gazdasága gyorsan bővült a világgazdasághoz képest. A hiány a 1990-es évek elejére szűkült, amikor az amerikai gazdaság lassabban nőtt, mint a világgazdaság. Az 1. ábra a dollár reálárfolyamát is mutatja, amely a folyó fizetési mérleghez tartozó nemzetközi eszközár. A dollár reálárfolyama szintén többször nagymértékben kilengett, legerőteljesebben az 1980-as évek közepi felértékelődés-leértékelődés ciklusban. Az 1990-es években a dollár jelentősen felértékelődött.

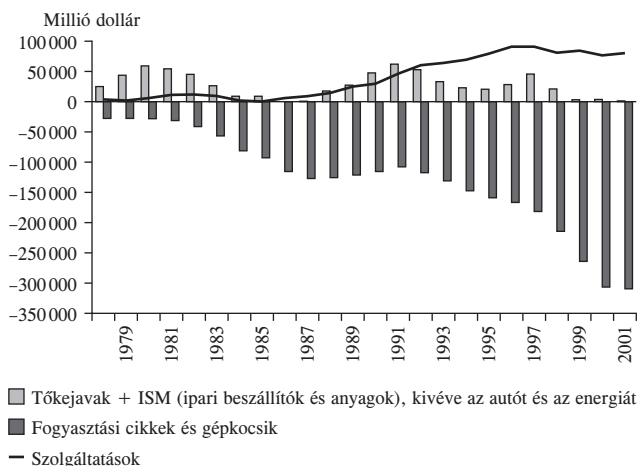
A nemzetközi befektetések nettó állományváltozásának egyik következménye az 1. táblázat nettójövedelem-sorában látható. Az 1970-es években és az 1980-as évek elején a nemzetközi befektetések nettó állománya pozitív volt: a külföldi beruházások után nettó jövedelem áramlott az amerikai gazdaságba. Például 1980-ban az áru- és szolgáltatásimórt 19 milliárdos dolláros deficitjét ellensúlyozta a külföldi beruházásokból származó 30 milliárd dollár nettó jövedelem. Ahogyan a nemzetközi befektetések nettó állománya negatívba fordult, a nettó jövedelem kisebb lett, de még 2001-ben is 14 milliárd dolláros pozitívumot mutatott.

Az áruk és szolgáltatások szerkezetének részletesebb vizsgálata feltárja, hogy egyes szektorok ciklikusan hullámoztak, míg más szektorok esetében trendhatás érvényesült. A 2. ábra az Egyesült Államok kereskedelmi minisztériumának gazdaságelemző hivatala által összeállított „végső felhasználási” kategóriákon alapul. A nagyszámú kategóriát három szektorba vonjuk össze: tőkejavak és nem energiaipari javak; fogyasztási cikkek és gépkocsik; valamint szolgáltatások. A 2. ábra megmutatja, hogy a tőkejavak és nem energiaipari javak – mindkettő szorosan kapcsolódik a beruházási javak iránti üzleti kereslet változásához – kereskedelmi többlete ingadozik az üzleti ciklusok folyamán. Ezzel ellentétben a fogyasztási cikkek és az autók kereskedelmi egyenlege tartósan és növekvő mértékben negatív, míg a szolgáltatásoké tartósan pozitív.

Írásunk az amerikai fizetési mérleg hatalmas hiányának alapvető okait mérlegeli, majd felteszi a kérdést: fenntartható-e ez a deficit? A fizetési mérleg hiánya adott időpontban

2. ábra

Kereskedelmi mérleg szektorok szerint (millió dollár)



akkor „fenntartható”, ha sem a hiány, sem a velejáró külföldi tőkebeáramlás, sem a nemzetközi befektetések nettó állománya nem eléggé nagy ahhoz, hogy a gazdasági változókban (fogyasztás, beruházás, kamatláb, árfolyam) lényeges elmozdulásokat idézzen elő. Még ha e definíció szerint a fizetésimérleg-hiány most fenntartható is, jövőbeli pályája nagy kockázatot jelenthet mind az Egyesült Államok, mind a világgazdaság számára.

A fizetési mérleg három megközelítése

Bizonyos értelemben félrevezető a fizetési mérlegre összpontosítani a figyelmünket. Végül is a fizetési mérleg önmagában nem jelent semmiféle alapvető gazdasági erőt, az csak számos tényező – belföldi megtakarítási és beruházási ráta, a gazdasági növekedés és kereskedelem; külföldi beruházások és tőkeáramlások; árak, hozamok és árfolyamok; költségvetési és monetáris politika – közti általános egyensúlyi összjáték egyik megnyilvánulása. Bár bizonyos általános egyensúlyi modellek (mint *Knight–Scacciavillani* [1998]) magukban foglalják a belső és külső gazdasági összefüggés számos jellemzőjét, érdemes a következő három megközelítést egyenként áttekinteni: 1. a nemzeti jövedelem- és a termékszámhákon alapuló hazai; 2. az áru- és szolgáltatás-áramlásokon alapuló nemzetközi és 3. a pénzügyi eszközök áramlásán és állományán alapuló nemzetközi megközelítés. E három lencsén keresztül vizsgálható az általános egyensúlyi rendszer. Mindegyik egy döntést foglal magában, hogy mely változókra és összefüggésekre összpontosítunk, és melyeket hanyagolunk el. Mindegyik megközelítés különösen hasznos lehet bizonyos helyzetekben vagy időkeretekben, egymással konzisztens és egymást erősítő képeket ad.

A nemzeti jövedelem- és a termékszámhákon alapuló hazai megközelítés

A fizetési mérlegre vonatkozó első megközelítés a nemzeti jövedelem- és a termékszámhákon alapul, és megmutatja, hogyan tükröződnek a hazai megtakarítási és beruházási minták a kereskedelmi és fizetési mérlegben. A nemzetiszámhá-keretben azonosságként teljesül, hogy a hazai termelésnek egyenlőnek kell lennie a kiadásokkal és a kereskedelmi egyenleggel. Kereskedelmi hiány esetén az ország kiadásai meghaladják a hazai termelést, s ez ahhoz a statikus megfigyeléshez vezet, hogy az Egyesült Államok „lehetőségei felett költ”. A nemzeti jövedelem és termékszámhá-változók szokásos elrendezése az 1980-as években a megtakarítás két fő forrását, a hazai magánmegtakarítást és a fizetési-mérleg-hiányból fakadó külföldi tőkebeáramlást az azonosság egyik oldalára helyezte – s a másik oldalra tette a pénztőke iránti kereslet két fő forrását, a magánszektor beruházását és a kormányzati költségvetési hiányt:²

$$\begin{aligned} & \text{Hazai magánmegtakarítás} + \text{kereskedelmi hiány} = \\ & = \text{magánberuházás} + \text{kormányzati költségvetési hiány} \end{aligned}$$

² Emlékeztetünk arra, hogy a nemzeti jövedelem és termékszámhá azonosságában a termelés egyenlő a kiadás összefüggésből következik a megtakarítás egyenlő a beruházással ($S = I$). A megtakarításnak három összetevője van: magánmegtakarítás (S_p), amely a háztartások és az üzleti szektor megtakarításának összege; közösségi megtakarítás vagy költségvetési egyenleg ($T - G$) és külföldi megtakarítás vagy a kereskedelmi hiány ellentettje ($X - M$). Helyettesítéssel és rendezéssel az alapok forrására és felhasználására a következő azonosságot kapjuk: $S_p + (M - X) = I + (G - T)$. Ha a kormányzati megtakarítás pozitív, akkor mint ($T - G$) forrásként átkerül az egyenlet másik oldalára. Ha a kereskedelmi egyenleg pozitív, akkor ($X - M$) formában mint felhasználás átkerül az egyenlet másik oldalára.

Az azonosságnak ez az alakja megvilágítja, hogy ha a hazai magánmegtakarítás és a beruházás nagyjából megegyezik vagy körülbelül azonos összeggel változik, akkor a költségvetési és a fizetésimérleg-hiány ikerpárt alkot, és hasonló mértékben és hasonló irányban változik. Valóban, ez volt a helyzet az 1980-as években. 1983-tól 1989-ig a magánmegtakarítások és a beruházások együtt mozogtak, és számtanilag ugyanez történt a költségvetési és a fizetési mérleg hiányával. A szövetségi költségvetési hiány 1980 és 1986 között a GDP 2,7 százalékáról 5 százalékára nőtt, és a fizetési mérleg hiánya pedig 0-ról 3,5 százalékra. A két hiányt nemcsak azért nevezték ikerdeficitnek, mert nagyjából azonosan változtak, hanem azért is, mert ugyanazok a gazdaságpolitikai okai. Az 1980-as években az expanzív költségvetési politika – nagy költségvetési hiányokon keresztül – erőteljes hazai költsékezéshez vezetett, amely egyaránt növelte az amerikai GDP-t és az importot. A költségvetési hiány élénkítette a keresletet a tőkepiacokon, miközben a pénzügyi politika szigorú volt – e két tényező magasan tartotta a kamatlábakat. A magas kamatok vonzották a külföldi tőkebefektetéseket, felhajtva a dollár árfolyamát is. A megerősödött dollár megdrágította az Egyesült Államok exportját külföldön, és olcsóbbá tette az importot. Ezért az 1980-as években a fizetési mérleg hiánya növekedett, miközben a költségvetési ösztönzés erőteljes amerikai növekedéshez vezetett, és felértékelte a dollárt. A két hiányt a következő mechanizmus ikresítette: a költségvetési hiányból következett a GDP gyors növekedése és a magas kamatláb, ezekből következett a bőséges import és a felértékelte dollár, végül pedig a fizetési mérleg hiánya.

Az 1990-es évek végére a szövetségi költségvetési hiány többletbe fordult, de a fizetési mérleg hiánya tovább nőtt.* Mi választotta szét a korábbi ikerpárt? Megfordult az az oksági lánc, amely a nagy költségvetési hiányból indult, és a fizetési mérleg tetemes hiányában végződött. A visszafogott költségvetési ösztönzés csökkentheti az egész gazdaság keresletét, beleértve az importkeresletet is. A kisebb költségvetési hiány enyhítheti a pénzügyi alapok költségeire és a kamatlábakra nehezedő nyomást is. Kisebb kamatlábakkal az amerikai és a dollárelszámolású eszközök iránti kereslet is csillapodhat, a dollár árfolyama csökkenhet, és ezek együttesen csökkenthetik a fizetési mérleg hiányát. Valóban, az 1990-es évek elején a változók mintha ezt az irányt követték volna.

Ekkor azonban megérkezett az *új gazdaság*: a kibontakozó globális versenyben az információs és kommunikációs technológiák alkalmazásával javult a hatékonyság, csökkentek a költségek, és emelkedett a termelékenység, ami az üzleti tevékenységek átalakításához vezetett.³ Szempontunkból az a legfontosabb, hogy az új gazdaság jelenségei kitágították a rést a magánberuházások és a magánmegtakarítások között.

Egyrészt az 1990-es években az üzleti – különösen az információtechnológiai – beruházások felvirágoztak, az 1992-es 5,5 százalékos GDP-arányról 2000-re a GDP 8,6 százalékára nőttek. E beruházások hatékony alkalmazásával járó termelékenység-növekedés hozzájárult az amerikai részvény piac és az üzleti beruházások megtérülési rátáját mérő más mutatók páratlan fellendüléséhez. Ebben az időben az Egyesült Államok valóban „a fellendülés oázisa” volt. Az alacsony munkanélküliséggel együtt a háztartások magabiztosabbak lettek vagyonuk jövőbeli értékét illetően. Ezért a háztartási megtakarítás – a magánmegtakarítások egyik fő összetevője – drámai mértékben süllyedt: az 1992-ben mért GDP 6,5 százalékáról 2000-re kevesebb mint 1 százalékra.⁴ Annak ellenére,

* Ismert, hogy a cikk írása óta ez a folyamat megfordult, a 2003-as költségvetési hiány a GDP 6 százaléka közelében várható (*a fordító*).

³ Az *új gazdaság* jelenségeinek elemzéséről több cikk is olvasható a Journal of Economic Perspectives című folyóiratban: Baily [2002] és a 2002. őszi szám Számítógépek és Termelékenység című szimpóziuma, valamint az ott idézett cikkek.

⁴ A háztartási megtakarítási hányad hivatalos mérőszáma a nemzetijövedelem- és a termékszámlela-definíciók maradványértéke: személyi elkölthető jövedelem mínusz személyi fogyasztási kiadások. Ez az össze-

hogy a közösségi megtakarítás növekedett – az 1992-es 4,8 százalékos hiány 2,5 százalékos többletbe fordult 2000-re –, a hazai megtakarítás elégtelen volt a magánbefektetések magas hányadának fedezésére.⁵

Az amerikai gazdaság termelékenységnövekedése és a tőzsdei árfolyamok hatalmas emelkedése szintén vonzották a külföldi befektetőket. Bár a kötvénypiacon alacsonyok voltak a kamatlábak, a beáramló külföldi tőke magasan tartotta a dollár árfolyamát, mert a külföldiek részesedni akartak az amerikai gazdaság nagy hozamaiból, és itt fektették be megtakarításaikat. Ezzel hozzájárultak az innovációk finanszírozásához és a tiszteletet parancsoló termelékenységnövekedéshez. A piacbarát környezetben megvalósuló nagyarányú beruházás és a külföldi tőke vonzása miatt az 1990-es években megtört az 1980-as évek oksági lánc, amely a költségvetési egyenleget a fizetési mérleghez kapcsolta.

Az áru- és szolgáltatásáramlásokon alapuló nemzetközi megközelítés

A fizetési mérleg második nézőpontja az a nemzetközi megközelítés, amely az áruk és szolgáltatások exportját és importját meghatározó tényezőkön alapul. Az előző perspektíva esetleg azt sugallta, hogy a külföldiek passzívan reagáltak az amerikai nemzeti számlákon megjelenő keresletekre. Például, ha az amerikai gazdaságban rés nyílik az alacsony magánmegtakarítások és a magas beruházások között, akkor az első megközelítés mintha azt mutatná, hogy a külföldi befektetők kevesebbet fogyasztanak, és annyit takarítanak meg és ruháznak be, amennyire az amerikai gazdaságnak szüksége van. A második nézőpont, amely az export- és importáramlásokat meghatározó tényezőkre figyel, explicit szerepet szán a külföldi áruk és szolgáltatások iránti keresletnek is. Ez az alternatív keret lehetővé teszi, hogy megvizsgáljuk: hogyan hat a globális és a hazai GDP-növekedés, valamint az árfolyam a fizetési mérlegre. Emellett lehetővé teszi, hogy mérlegeljük az olyan strukturális tényezőknél a hatását a fizetési mérlegre, mint a komparatív előny és a globalizáció.

Ebben a megközelítésben érdemes egy olyan modellből kiindulni, amelyben a nemzeti jövedelem növekedése és a relatív árváltozások mozgatják a kereskedelmi áramlásokat (*Marquez–Ericsson* [1993]). Ebben a modellben az export akkor nő gyorsabban, ha a külföld jövedelme gyorsabban nő, és ha az export relatív ára az exportpiacokon vele versenyző áruk és szolgáltatások árához képest esik. Az import nő gyorsabban, ha a hazai jövedelem nő gyorsabban, és ha az import relatív ára a hazai áruk és szolgáltatások árához képest zuhan.⁶

függés megkérdőjelezhetően kapcsolódik a megtakarítás közgazdasági fogalmához, és hosszú távú alakulását sokan vitatják (különösen amikor az első adatok 1999-ben negatív értéket adtak, amit aztán korrigáltak). *Gale–Sabelhaus* [1999] megmutatta, hogy ha a fenti definíciót módosítjuk a nyugdíj-megtakarítások bizonyos formáinak (mint például a szövetségi és az tagállami nyugdíj) figyelembevételével, akkor a háztartási megtakarítási hányad csökkenése kevésbé drámai. Beleszámítva a tartós fogyasztási cikkeket is a háztartási megtakarításokba, és figyelembe véve az inflációt és bizonyos adókat, a csökkenés még jobban tompul. Végül a tőkenyeresség figyelembevétele jelentős változást hoz: valójában megfordítja a mért csökkenést. Az, hogy számolni kell-e a változékony tőkenyerességgel, nyitott kérdés.

⁵ Statisztikai eltérés van a bruttó hazai termék (amely a kiadások értéke) és a bruttó hazai jövedelem (amely a megkeresett jövedelem) között. A teljes gazdaságra nézve a két értéknek azonosnak kellene lennie, de az adatok különböző forrásokból származnak, és mostanában a jövedelem a GDP 5 százalékaival nagyobb a kiadásnál. A rés tágulni látszik: 1999-ben 0,8; 2000-ben 1,3 százalék volt. Az, hogy miképpen lehet a statisztikai eltérést eloszlatni a fogyasztás és a beruházás között, érinti a makroazonosságokat, különösen a megtakarítás–beruházás egyenleget. Részletesebb tárgyalást ad *Mann* [1999] 25–27. o.

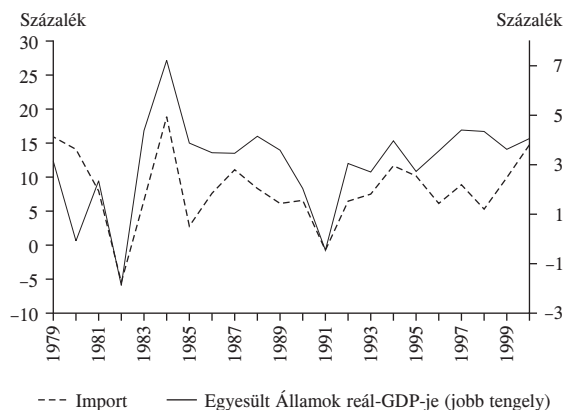
⁶ *Mann* [1999] 96–99. és 117–119. o. taglalja, hogy az amerikai kereskedelmi fogalomban részt vevő termékek és szolgáltatások relatív árának több összetevője van: a termék vagy szolgáltatás termelési költsége

3. ábra

Az Egyesült Államok exportjának és a külföld GDP-jének a növekedési üteme



Az Egyesült Államok importjának és GDP-jének a növekedési üteme



Forrás: GDP: World Development Indicators, 2001. Kereskedelem: Bureau of Economic Analysis, Department of Commerce.

A 3. ábra az amerikai tapasztalatokat szemlélteti. A felső rész az amerikai export éves változását mutatja a bal oldali tengelyen, és az Egyesült Államok nélküli világ gazdaság GDP-jének a változását a jobb oldalin. Az alsó rész az amerikai import éves változását mutatja a bal oldali tengelyen és az amerikai GDP változását a jobb oldalin. A szoros kapcsolat a GDP-növekedés és a reálexport, illetve az amerikai GDP-növekedés és az import növekedése között nyilvánvaló.

Az ábra két részének a vizsgálata a relatív exportárak exportra gyakorolt és a relatív importárak importra gyakorolt hatását is megvilágítja. Amikor a dollár meredeken zuhant 1986 és 1989 között, akkor az amerikai import relatív ára emelkedett, előnyösebbé téve a hazai termékek árát. Ugyanakkor az amerikai export viszonylagos ára csökkent,

a hazai vagy a külföldi termelő számára, a vállalat költség fölötti haszonkulcsa és a dollár nominális árfolyama, amely lehetővé teszi, hogy a vevő egy közös valutában hasonlítsa össze az árakat. A dollár reálárfolyama megfelelő kereskedelmi súlyozás esetén összegzi e tényezőket.

olcsóbbá téve az amerikai termékeket az exportpiacokon. Tehát az ábra alsó részén a dollár drámai értékvesztésének éveiben az import lassabban nőtt, mint az az amerikai GDP növekedéséből önmagából következett volna (azaz a szaggatott vonal a folytonos alatt van). Az ábra felső részén viszont az amerikai export gyorsabban nőtt 1986 és 1989 között, mint az a külföldi növekedésből önmagából következett volna (azaz a szaggatott vonal a folytonos vonal fölött van).

Amikor egyenleteket becslünk a nemzeti jövedelem és a relatív árak export- és import-hatásáról, akkor a becsült paraméterek általában ragyogó mintabeli és előrejelzési eredményeket adnak. A tapasztalati eredmények azonban egy rejtvényvel is szolgálnak. Minden tanulmányban, ahol az áruk és a szolgáltatások összevontan szerepelnek, az amerikai importra vonatkozó jövedelemrugalmasság lényegesen nagyobb, mint a külföldnek az amerikai termék- és szolgáltatásexportra vonatkozó jövedelemrugalmassága. Például *Hooper és szerzőtársai* [1998] azt találták, hogy a hosszú távú export-jövedelemrugalmasság 0,80, míg a hosszú távú import-jövedelemrugalmasság 1,80. Ez az aszimmetria következetesen megjelenik a különféle időszakokra, adatokra és ökonometriai módszerekre nézve (*Houthakker-Magee* [1969], *Cline* [1989], *Wren-Lewis-Driver* [1998]). (Ez az aszimmetria figyelhető meg a 3. ábrán a két rész eltérő bal oldali skálázásával.) Az amerikai jövedelemváltozás importthatása és a „világ” jövedelemváltozásának exporthatása közti aszimmetria azt jelenti, hogy ha az amerikai gazdaság és a világ többi része azonos ütemben nőne, akkor az amerikai fizetésimérleg-hiány folyamatosan nőne, ha csak a dollár nem értékelődik le folyamatosan (*Krugman* [1985], *Marris* [1985], *Krugman-Baldwin* [1987] és *Obstfeld-Rogoff* [2000]).

Sok kutató próbálta megfejteni a jövedelemaszimmetria rejtvényét. Egyesek olyan nemzetközi változókat is bevontak, amelyek fontosak lehetnek. Például ha nem vesszük figyelembe, hogy a nemzetközi termelőkapacitások növekednek, ha elhanyagoljuk az új nemzetközi versenytársak belépését, vagy rosszul becsüljük meg a kereskedelemben újonnan megjelenő félkész termékek értékét, akkor az import árat felülbecsüljük, s ez azzal jár, hogy az amerikai importegyüttható becslése torzított (*Helkie-Hooper* [1988], *Hooper-Mann* [1989], *Mann* [1991], *Feenstra-Shiells* [1997]).

Más kutatók olyan hiányzó változókra összpontosították a figyelmüket, amelyek fontosak az amerikai piac leírásában. Demográfiai változók – bevándorlók és az amerikai lakosság koreloszlása a fő kereskedelmi partnerekéhez képest – lényeges segítséget nyújthatnak a rejtvény megoldásában. Például a bevándorlók (akik körülbelül 10 százalékát teszik ki az amerikai lakosságnak, kétszer annyit, mint 1960-ban) sokáig ragaszkodhatnak a hazai termékek ízeihez, és pénzt küldhetnek haza (amely tőkekiáramlásként hozzájárul a fizetési mérleg hiányához). Emellett egy olyan viszonylag fiatal társadalom, mint az Egyesült Államoké, viszonylag több terméket importál, mint Európa vagy Japán idős társadalmi, amelyek viszonylag több hazai szolgáltatást, például egészségügyit fogyasztanak (*Gould* [1994] és *Marquez* [2002]).

A jövedelemaszimmetria – a fizetésimérleg-hiányban való jelentkezésével együtt – fokozatosan enyhülhet, ahogyan a világ országai éretté válnak, és többet költenek szolgáltatásokra (amelyek egyre jobban részt vesznek a külkereskedelemben), és kevesebbet feldolgozóipari termékekre. Bár a jövedelemaszimmetria meglehetősen hangsúlyos az amerikai árukereskedelemben, majdnem teljesen hiányzik vagy éppen ellenkező irányú egyes szolgáltatásokban. Például *Wren-Lewis-Driver* [1998] arról számolnak be, hogy míg a külföldnek az amerikai termék- és szolgáltatásexportra vonatkozó jövedelemrugalmassága 1,2; az amerikai import jövedelemrugalmassága 2,36. Ugyanakkor rámutatnak, hogy a külföldnek az amerikai szolgáltatásexportra vonatkozó jövedelemrugalmassága 1,95, s az amerikai szolgáltatásimport jövedelemrugalmassága 1,72 (lásd még *Deardorff és szerzőtársai* [2001] és *Dee-Hanslow* [2001].) Amint a külföldi gazdaságok fejlődnek,

érettebbé válnak, növekvő szolgáltatáskeresletük egy részét amerikai forrásból elégítik ki, különösen akkor, ha a többoldalú nemzetközi kereskedelmi tárgyalások nyomán a szolgáltatási szektor liberalizáltabbá válik, s ez csökkenti a teljes becslült aszimmetriát (vö. Mann [1999] 37–41. o., 88–89. o., 21. lábjegyzet és 170. o.).

Hogyan hatnak a relatív árak a fizetésimérleg-hiány trendjére? Már megjegyeztük, hogy a relatív árakat jól közelíti a dollár reálárfolyama, amely az 1990-es évek közepétől kezdve erősödött, egy időben azzal, ahogyan az új gazdaság viszonylag gyorsabb termelékenységnövekedése kezdett az amerikai adatokban tükröződni. Van-e kapcsolat a növekvő termelékenység és a reálárfolyam között, és ha van, akkor hogyan hat a fizetési mérleg hiányára?

Az amerikai dollár trendszerű megerősödése részben azt tükrözi, hogy az 1990-es évek amerikai tapasztalatát – technológiai fellendülés, gyors globalizálódás, erőteljes verseny és gyorsabb termelékenységnövekedés – nem követte a többi nagy ipari hatalom (vö. Marston [1987], Tillé-Stoffels-Gorbachev [2001] és Alquist-Chinn [2002]). Valóban, mivel az erősödő globális verseny hatalmas erővel alakítja át az üzleti tevékenységeket, és egyre gyorsabban nő a termelékenység, az a tény, hogy az utóbbi 15 évben az amerikai ipar jóval inkább ki volt téve a nemzetközi versenynek, erősen kiegészíti az amerikai termelékenységnövekedés technológiai alapját (Baily-Gersback [1995], Jense-Musick [1996], Helpmann [1997], Mann [1998] és Rosen-Richardson [2001]). Bár az amerikai dollár hosszú távú erősödése 1995 óta alapvetően egy pozitív fejleményből (erőteljes termelékenységnövekedésből) fakad, mindazonáltal hozzájárult a fizetési mérleg hiányának a további bővüléséhez.

Globális megközelítés a nemzetközi tőkepiacok szempontjából

A fizetésimérleg-hiány harmadik megközelítése a pénzügyi eszközök nemzetközi áramlására összpontosít. Ez a perspektíva azt mérlegeli, hogyan hatnak a különböző megtérülési ráták a pénzügyi áramlásokra és a dollár árfolyamára, valamint hogy a vagyont milyen összetételű portfólióban kívánatos tartani (Frenkel-Mussa [1985]).

A nemzetközi pénzügyi tranzakciók bruttó értéke hatalmas és gyorsan nő. Egy példa: 1985 és 1994 között az amerikai pénzügyi eszközök bruttó vásárlása évente 100 és 250 milliárd dollár között ingadozott; de azóta minden évben meghaladta a 400 milliárd dollárt, és 2000-ben felülmúlta az ezer milliárd dollárt is. A külföldi valuták napi világkereskedelme ma 1,2 ezer milliárd dollárra rúg (BIS [2002]). A nemzetközi pénzügyi piacoknak már a mérete is nehéz kérdéseket vet föl. Vajon a fizetési mérleg egyenlegét egyszerűen a nemzetközi tőkeáramlások határozzák meg, amelyek messze túllépték a reálkereskedelmi tranzakciók keretét? Ha így van, akkor nem avult-e el a hazai nemzeti számlákon vagy az áru- és szolgáltatáskereskedelmi áramlásokon alapuló fizetésimérleg-szemplélet (az első két perspektíva)?

A nemzetközi tőkeáramlások és a nemzetközi kereskedelmi áramlások közti viszony a pénzügyi újításoknak és az információs-kommunikációs technológiának köszönhetően két lényeges módon is megváltozott. Először, a tranzakciókat sokkal gyorsabban végre lehet hajtani, mint korábban. A pénzügyi eszközárak, mint például a kamatlábak és az árfolyamok majdnem készletelés nélkül változnak, míg az áruk és szolgáltatások kereskedelmi áramlásai lassabban igazodnak. Emellett egy ország kockázati és megtérülési jellemzőire vonatkozó *várakozások* különösen fontos szerepet játszanak a pénztőkepiaci helyzetre való reagálásban. Amikor a valódi vagy a várt teljesítmény változik, feszültség keletkezik a pénzügyi áramlások gyors és a kereskedelmi áramlások lassabb reakciói között. Ezt a feszültséget mindenképpen tükrözik azok az árak, amelyek a leggyorsabban és leghabzóbban igazodhatnak: azaz az eszközárak, különösképpen a piaci viszonyok

által meghatározott árfolyamok (*Dornbusch* [1976]). A második fontos változás: a pénzügyi vagyontárgyak és eszközök nagyobb választéka. A pénzügyi közvetítés kifinomult módszereinek és eszközeinek növekvő sokfélesége, amelyeket komplex analitikus modellek segítségével áraznak be, lehetővé teszi a befektetőknek, hogy megcélazzák azokat a kockázatokat, amelyeket vállalni és ellensúlyozni óhajtanak. Ráadásul mivel a különböző országok vagyontárgyainak a különböző valutában számított különböző lejáratú hozamai tökéletlenül korrelálnak egymással, valamint a hazai vagyontárgyak hozamaival és valutaárfolyamával, a diverzifikált portfóliót tartó befektető kisebb kockázat mellett nagyobb hozamot tud elérni, mint aki csupán hazai pénzügyi eszközöket tart (*Grubel* [1968], *Lewis* [1995] és *Tessar-Werner* [1998]). E szerint a kereskedelemből fakadó nyereségeket nem szabad csupán az áruk és szolgáltatások reálgazdaságában vizsgálni, hanem figyelembe kell venni azt is, hogy a bővülő pénzügyi közvetítés hogyan javítja a nemzetközi összetételű vagyonportfólió kockázat-hozam-görbéjét.

Gazdag empirikus megfigyeléseink vannak azonban arról, hogy a külföldi befektetők nem diverzifikálják a portfóliójukat, gyakran aránytalanul nagy részben tartanak (saját) „hazai” vagyontárgyakat a portfóliójukban, és néha fejvesztetten pénzügyi hordákba tömörülnek és letapossák egymást, amikor az általuk tartott eszközök áráról vagy minőségéről új információ jelenik meg, vagy amikor azok megítélése megváltozik (*Tessar-Werner* [1998], *Lewis* [1999] és *De Brower* [2001]). Ilyen piacokon a tranzakciók megnövekedett sebessége és a pénzügyi eszközök bőségesebb választéka megnövelheti a pénzügyi folyamatok ingatagságát. Ha az amerikai fizetési mérleg nagyobb hiányát ebből a szempontból nézzük, akkor felvetődik a kérdés: még ha a külföldi befektetők jelenleg élvezik is az „új gazdaság” által nyújtott hozamokat, elégedettek maradnak-e a későbbiekben is? Nem veszélyezteti-e az amerikai gazdaságot egy olyan nemzetközi pénzügyi válság, amilyen az előző évtizedben az egész földgolyón végigsöpört?

Ha a külföldi befektetők tartanak majd az amerikai gazdaságot fenyegető kockázattól, akkor az események másképpen peregnek le, mint ahogyan Kelet-Ázsiát, Oroszországot, Argentínát és más gazdaságokat érintett a pénzügyi válság. Az, ahogyan az amerikai gazdaság finanszírozza fizetési mérleg hiányát, befolyásolja a befektetői vélemények változásának hatását a nemzetközi pénzügyi folyamatokra, a dollár árfolyamára és az amerikai fizetésimérleg-hiány szükséges kiigazítására.

Az Egyesült Államok piaca igen széles választékot kínál a különböző kockázatú pénzügyi eszközökből (részvények és kötvények, derivatív pénzügyi eszközök) azok számára, akik érdekelődnek a sajátos kockázatok vagy időtávok iránt. Az amerikai részvénytőke kapitalizációs értéke fele az egész világnak. Így azok a külföldi vagy belföldi befektetők, akiket vagyontípusú vagy lekötési időre vonatkozó kockázat érdekel, portfóliójukat egyszerűen kiigazíthatják az amerikai csomagjuk összetételének a változtatásával – például áttérhetnek az amerikai részvényekről a kincstárjegyekre, anélkül hogy elhagynák az amerikai hitelpiacot.

De mi történik, ha a befektetők korlátozni kívánják az amerikai hitelpiaci és valutaárfolyammal kapcsolatos kockázatukat? Az amerikai gazdaságot érő sajátos pénzügyi hatások még mindig nyújtanak némi stabilitást. A pénzügyi befektetések többféle formát is ölthetnek: közvetlen külföldi befektetések (FDI), a részvény- és kötvényportfóliók tartása, bankkölcsönök és kormányzati és kormányhivatali értékpapírok birtoklása. Az amerikai fizetésimérleg-hiány nettó finanszírozásának a zöme közvetlen befektetés, magánrészvények és kötvények formájában történik, amint azt a 2. táblázat is mutatja.⁷ Ha saját

⁷ A közvetlen befektetés és a portfólióirtartás közti határvonal a következő: a közvetlen beruházást úgy definiálják mint egy olyan vállalatba irányuló, a határon átnyúló tőkeáramlást, ahol a külföldi tulajdon aránya nagyobb, mint 10 százalék.

portfóliójukban sok befektető kívánná csökkenteni az amerikai eszközök súlyát, akkor ezek ára süllyedne. A részvény- és kötvényárak esnének, ha a külföldi és a hazai befektetők eladnák amerikai részesedésük egy részét. Egyrészt ezeknek az eszközöknek az árcsökkenése ártana az amerikai gazdaságnak, csökkentve a nemzeti vagyont, gyengítve a fogyasztói és üzleti bizalmat, növelve a tőke költségét. Másrészt a reálkibocsátásra való hatást tompítaná az a tény, hogy az alacsonyabb részvény- és kötvényárak más befektetőket vonzanának, az „alkalmi vételt keresőket”, ezáltal gyengítve az áresést és a tőkekiáramlást. Mivel a globális befektetői portfóliónak nagy része amerikai részvény, az érzelmváltozások nem annyira egyirányúak és inkább önszabályozók, mint olyan országokban, amelyek a globális portfóliónak csak jelentéktelen részét alkotják.

2. táblázat
Amerikai vagyoni eszközök külföldi vétele (milliárd dollár)

Megnevezés	1980	1985	1990	1995	2000	2001
Hivatalos eszközök	-15,5	1,1	-33,9	-109,9	-37,6	-5,2
Közvetlen befektetés	-16,9	-20,0	-47,9	-57,8	-307,7	-130,8
Az Egyesült Államok						
kincstárjegyei és valutája	-7,1	-25,6	-16,3	-103,8	75,8	-15,8
Az Egyesült Államok kötvényei						
és részvényei	-5,5	-51,0	-1,6	-77,2	-455,2	-407,7
Banki és nem banki eszközök	-17,6	-50,9	-41,3	-89,8	-291,3	-193,0
Összesen	-62,6	-146,4	-141,0	-438,5	-1016,0	-752,5

Forrás: Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce; (<http://bea.doc.gov>).

Ráadásul az egész világot tekintve a határokon átívelő bankkölcsönök körülbelül 80 százalékát dollárban folyósítják. Számos nemzetközi pénzügyi válságot elszenvedő országban nemcsak az okozott gondot, hogy a külföldi finanszírozás formája magánrészvények és kötvények helyett nehezebben értékesíthető banki kölcsön volt; hanem az is, hogy e kölcsönöket nem saját valutában tartották számon. Amikor a külföldi tőke távozni kezdett, és a helyi valutaárfolyam zuhant, a helyi bankok hazai valutában elérhető bevétele nem volt elegendő a dollárkölcsönök törlesztéséhez (és e vállalatok helyi valutával való finanszírozása szintén összeomlott). Mivel az Egyesült Államokba érkező működőtőkét dollárban tartják nyilván, az amerikai pénzügyi intézmények nincsenek ilyen kockázatoknak kitéve.

Ne tévedjünk, az amerikai gazdaság sem mentes a bizalomvesztés hatásától, akár belső, akár külföldi befektetőkről van szó. A részvény- és kötvényárak esése sérülést okozna: növekednének a kamatlábak, hogy tőkét vonzzanak. A fogyasztói bizalom megrendülne, a fogyasztásnövekedés lelassulna vagy megállna. Az ingatlan-, berendezés- és szoftverberuházások visszaesnének, mert megnőne a tőkeköltség. Valójában ezek a változások azok a csatornák, amelyeken keresztül a kereskedelmi áramlások (speciálisan az import) igazodnának az Egyesült Államokba érkező nettó külföldi befektetések csökkenéséhez. A kapcsolat a nemzetközi tőke kisebb mértékű beáramlása, a nagyobb hazai megtakarítás (kisebb fogyasztás), a kisebb beruházás és importnövekedés között visszavezetnek bennünket mind a fizetési mérleg nemzeti számlákon alapuló, hazai megközelítéséhez, mind pedig az import- és exportáramlások nézőpontjához. Láthatjuk, hogy e megközelítések kölcsönösen konzisztensek és egymást erősítők.

Két nézet a fizetési mérleg fenntarthatóságáról

Amikor azt elemezzük, hogy fenntartható-e az amerikai fizetésimérleg-hiány, akkor két megközelítésben vizsgálódhatunk: 1. az Egyesült Államok fogyasztásának és beruházási kiadásainak hazai nézőpontjából és 2. a külföldi befektető vagyontörzskönyvének nemzetközi pénzügyi megítélése alapján. A fizetési mérleg fenntarthatósága nemcsak arról szól, hogy az Egyesült Államok gazdasága mekkora hitelfelvételre képes, hanem arról is, hogy más országok befektetői mennyi amerikai pénzügyi eszközt hajlandók vásárolni és tartani vagyontörzskönyvükben. A fenntarthatóságnak ez a két oldala képessé tesz bennünket a három megközelítés integrálására.

Mit jelent az, hogy a fizetési mérleg „fenntartható”? A fenntarthatóság azt jelenti, hogy a külső egyensúlytalanság nem gerjeszt olyan erőket, amelyek megváltoztatják a pályáját. Hazai szempontból a fenntartható fizetésimérleg-pálya olyan, amelyen a fizetési mérleg vagy a nettó nemzetközi beruházási állomány visszahatása a fogyasztásra vagy az üzleti beruházásra gyenge a többi, e kiadási kategóriákat befolyásoló gazdasági erőhöz képest. Nemzetközi nézőpontból a fenntartható fizetési mérleg olyan, amelyben a nemzetközi portfólióváltozások visszahatása az amerikai kamatlábakra vagy az árfolyamra gyenge azokhoz az egyéb makroökonómiai hatásokhoz képest, amelyek befolyásolják az eszközárakat és a portfólióválasztásokat.

Fenntarthatóság és a hazai gazdaság – kamatszolgálat, kiadások és a hazai kibocsátás

A fizetési mérleg nagy és tartós hiánya nettó negatív nemzetközi beruházási pozíciót alakít ki, amely folytonosan bővül. Végül e negatív állományból következő pénzügyi kifizetések – kamatok és törlesztések – olyan nagyra válhatnak, hogy korlátozzák a folyó fogyasztást és az üzleti beruházásokat. Ebben az esetben a fizetési mérleg hiánya önmaga változásokat idéz elő a GDP növekedésében, s ezáltal az importban, amely lehetetlenné tenné a kibocsátás jelenlegi szintjének fenntartását.

Még ha a fizetési mérleg hiánya nagyon megnőne, akkor sem kellene feltétlenül veszélyeztetnie a visszacsatolási mechanizmust (*Milesi-Feretti–Razin* [1996]). Minél gyorsabban nő hosszú távon a gazdaság, annál könnyebb teljesítenie a felhalmozott külföldi tartozások utáni kamat- és a tőketörlesztéseket – anélkül, hogy e törlesztés jelentősen befolyásolná a hazai kiadásokat. Ezért gyorsabb hosszú távú növekedés esetén egy gazdaság tovább képes fenntartani a fizetési mérleg hiányát, mint lassúbb növekedés esetén. Ha a külföldi tőkebefektetések segítettek az amerikai termelékenység emelésében, akkor az amerikai gazdaság ebből eredő gyorsabb hosszú távú növekedése lehetővé teszi a pénzügyi törlesztést.

Bizonyos nemzetközi kötelezettségek, mint például a részvénybefektetések és a működőtőke-beruházások, nem igényelnek pénzáttalásokat a beruházók számára, míg a kötvények és más kölcsönök után meghatározott időközönként fizetni kell. Minél kisebbek a törlesztések, annál tovább képes egy ország fenntartani a fizetésimérleg-hiányt, mivel a kamattörlesztésekből eredő összetevő nem gyűlik olyan gyorsan. Emellett minél nagyobb az ország saját valutájában felhalmozódó adóssága, annál kevésbé fenyegeti árfolyamkockázat. Emiatt egy olyan ország, amely az adósságát megtestesítő pénzügyi eszközöket saját valutájában – alacsony kamatlábon és nagyrészt részvényekben – adja el, tovább képes fenntartani kiadási és megtakarítási pályáját, mint egy olyan ország, amely idegen valutában adósodik el, magas kamatláb mellett és rögzített lejáratú bankkölcsönökben. Ezek a szempontok előnyösnek mutatják az amerikai folyamatokat.

Van azonban egy pont, ahol az eladósodás túlzott mértékűvé válik; de hogyan lehet meghatározni ezt a pontot? Egyik iránytű az intertemporális költségvetési korlát (*Obstfeld-Rogoff* [1985]). Egy olyan országban, ahol jelenleg a fizetési mérleg deficit, és a külföldi befektetők számára törleszteni kell a tőkét (a nettó nemzetközi beruházási állományt) és a kamatokat, ott a gazdaságnak valamikor majd kereskedelmi többletet kell elérnie, és utána fenntartania. Ha a felhalmozott *jövőbeli* kereskedelmi többletek állománya túl kicsi, akkor az adósságot lehetetlen teljesen visszafizetni, tehát a fizetésimérleg-hiány *most* túl nagy. Ebben az esetben a fizetési mérleg hiányának GDP-hez viszonyított nagysága lehet a mérce. Ha azonban a gazdaságnak nem kell visszafizetnie a tőkét, akkor a fizetésimérleg-hiány továbbra is fennmaradhat addig, ameddig a negatív nettó állomány lassabban nő, mint a gazdaság adósságtörlesztő kapacitása. Tehát a nettó állomány/GDP hányadosnak nem kell pozitívvá válnia, de egy ponton nem válhat még negatívabbá. De milyen értéknél?

A bizonyosság világában mindenki ki tudja számolni a kritikus értéket. Ha egy ország a fizetésimérleg-hiány méretének olyan sorozatát idézi elő, amely a vissza nem fizetés valószínűségét nem elhanyagolhatóvá teszi, akkor a külföldi befektető nem hajlandó pénzügyi eszközöket venni a fennálló kamatláb és árfolyam mellett. Ennek eredményeképpen vagy a kamatláb emelkedik (hogyan vonzza a külföldi befektetőket), és/vagy az árfolyam esik (mivel a kereslet csökken a valuta iránt), mindkettő rákényszeríti a hazai fogyasztót és vállalkozót, hogy többet takarítson meg, kevesebbet fogyasszon és fektessen be, és kevesebb külföldi terméket vásároljon. Van tehát egy olyan forgatókönyv, amelyben a fizetésimérleg-hiány olyan nagyvá válik, hogy megváltoztatja a jelenlegi fogyasztási és beruházási pályát, valamint a pénzügyi feltételeket (kamatlábakat és árfolyamokat). Ez azt jelenti, hogy a mérleg-hiány definíció szerint fenntarthatatlan volt.

Az ipari országok esetében, ha a fizetésimérleg-hiány/GDP arány körülbelül 4-5 százalékos, akkor olyan erők lépnek fel (beleértve a monetáris politika választását, a jövedelemcsökkenést és néhány esetben a reálárfolyam-csökkenést), amelyek visszafogják a fogyasztást, különösen a beruházást, és megváltoztatják a fizetési mérleg pályáját, visszatérítve azt a fenntarthatóság tartományába (*Mann* [1999], *Freund* [2000] és *Chinn-Prasad* [2000]). Például Ausztráliában 1989-ben a fizetésimérleg-hiány nagyobb volt a GDP 6 százalékánál, és a reálértékelődés 21 százalékot ért el. Más gazdaságpolitikai és strukturális változtatások hatására három évvel később a hiány 4 százalék alá süllyedt (*Freund* [2000]). Hasonlóan, paneladatokra épülő ökonometriai elemzés szerint statisztikai szempontból bizonyított, hogy a súlyos eladósodás együtt jár a releváns árfolyam leértékelődésével, de a kritikus érték bizonytalan (*Gagnon* [1996]). Mindenesetre az ipari országok átlagos tapasztalata nem feltétlenül alkalmazható az Egyesült Államokra, mert az amerikai pénzügyi eszközök nagy szerepet játszanak a külföldiek portfóliójában.

Az Egyesült Államok gazdaságában 2000-ben a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 4,2 százaléka volt, míg a nettó nemzetközi beruházási állomány/GDP körülbelül 20 százalékra rúgott. Vajon a részvényárzuhanás és a csökkenő hazai beruházás 2000–2001-ben egy tarthatatlan fizetésimérleg-hiányt jelez előre, azaz a nettó nemzetközi befektetések törlesztése túl nagyvá vált, és hatott a hazai fogyasztásra és beruházásra, vagy a külföldi befektetők aggódtak a fizetésimérleg-hiány nettó finanszírozási terhei miatt? Ez valószínűtlennek tűnik, mert 2001 folyamán a nettó nemzetközi beruházási állomány adósságszolgálatára enyhén pozitív értéket vett fel, a termelékenység növekedése és a dollár tovább erősödött, bár a kamatlábak drámai mértékben zuhantak.⁸ Az amerikai gazda-

⁸ Egy idő óta a kutatók csodálkoznak azon, hogyan maradhatott a nettó jövedelemegyenleg pozitív, hiszen a nettó hitelező helyzet (pozitív nettó nemzetközi beruházási állomány) viszonylag gyorsan váltott át nettó adóssá (negatív nettó állomány). Lásd *Mataloni* [2000].

ságban a részvények és a beruházások szintje nem a fizetésimérleg-hiány okozta fenntarthatóság miatt csökkent 2000-ról 2001-re, hanem a korábbi monetáris politika következtében, valamint azért, mert a beruházók kezdtek reálisabban értékelní dot-com beruházásaik értékét.

Fenntarthatóság és nemzetközi pénzügyek – a globális portfólió kiválasztása

Az amerikai fizetési mérleg hatalmas hiánya akkor tartható fenn, ha a külföldi befektetők hajlandók a folyó áron (beleértve az érvényben lévő kamatlábat és az árfolyamot) amerikai pénzügyi eszközöket vásárolni. Ha adott nagyságú fizetésimérleg-hiány mellett az amerikai pénzügyi eszközök iránti kereslet kisebb, mint amit az amerikai gazdaság kínál a világpiacon, akkor a külföldi befektetők nagyobb hozamra vagy kamatlábra tarthatnak igényt, vagy eladhatnak (vagy nem vásárolnak) amerikai beruházásokat, előidézve a dollár értékcsökkenését. Ha ezek a gazdasági erők működéskébe lépnek, akkor a külföldi beruházó szempontjából a fizetési mérleg fenntarthatatlanná válik.

Az, hogy a külföldi beruházó mennyit hajlandó befektetni az amerikai gazdaságba, több tényezőtől függ, beleértve az amerikai papírok kockázatihozam-jellemzőit a külföldiekéhez képest, a beruházó vagyontörzsiállományának növekedését, a tranzakciós költségeket, az információt és a szabályozást (*Branson-Henderson* [1985] és *Levich* [1998]). Nehéz a fenntarthatósági vízmértéket az amerikai papíroknak a globális portfólióból való részesedésével mérni (*Isard-Steckler* [1985], *Meade-Thomas* [1993], *Ventura* [2001]). Kevés empirikus adat áll rendelkezésre, és tekintettel az utóbbi évek pénzügyi újításaira a nemzetközi pénzügyi piacokon, a történeti adatokra alapozott elemzés nem extrapolálható jól a jelenre és a jövőre. Az amerikai pénzügyi eszközök kínálata a nemzetközi piacokon nagy, de mennyire nagy a világgazdaság egészéhez képest?

Az amerikai tőkeimportot lehet a globális megtakarításokhoz viszonyítani. E mérték szerint az amerikai fizetésimérleg-hiány a globális megtakarításnak csak 6 százalékát szívja föl, azaz tág tér marad a nemzetközi befektető portfóliójában további amerikai befektetéseknek (*Cooper* [2001]). A piaci szereplők azonban a pénzügyek és a pénzügyi intézmények globalizálódása ellenére befektetéseik zömét saját országukban helyezik el. E „hazai torzítás” jelentős részét okozhatják szabályozási korlátok, információs és tranzakciós költségek is, de helyesebb ízlésre visszavezetni (*Tesar-Werner* [1998] és *Lewis* [1999]). Következésképpen a nemzetközi befektetésekbe bevonható globális vagyon jóval kisebb, mint ami a globális megtakarításokból következne.

Az összehasonlítás másik alapja az lehet, hogy az amerikai fizetésimérleg-hiány jelenleg a világ aggregált külkereskedelmi többletének 60 százalékát teszi ki, ahol az aggregálásnál csak a többleteket adjuk össze (*IMF* [2000]). Ez a szám azt a benyomást kelti, hogy a külföldi befektető tele van már amerikai befektetésekkel. Amennyire az előző összehasonlítás túl tág volt, ez az összehasonlítás viszont túl szűk, mivel figyelmen kívül hagyja a kölcsönpenzből történő befektetési lehetőségeket vagy a derivatív eszközöket.

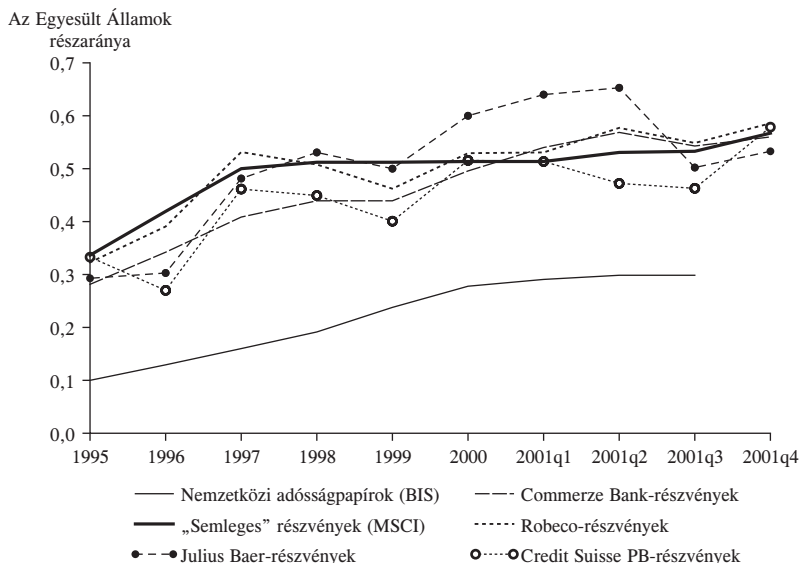
Nemcsak a globális megtakarítások állománya vagy a globális kereskedelmi egyenleg számít, hanem az is, hogy mennyire nőnek ezek viszonyítva az amerikai eszközök nemzetközi piacokon tapasztalt kínálatnövekedéséhez (amit a folyó fizetési mérleg hiányával mérünk). A globális vagyon változása és az amerikai pénzügyi eszközök kínálata az Egyesült Államokban és a világon egyaránt függ a gazdasági tevékenységtől és a termelékenység növekedésétől – akárcsak a pénzügyi újításoktól és a deregulációtól.

E figyelmeztetéseket kellően megfontolva, a 4. ábra más képet fest arról, hogy mennyire fontosak az Egyesült Államokba irányuló befektetések a globális részvény- és kötvénypiacon. Mérlegeljük először a részvényeket! Ha a külföldi befektető egyszerűen „tartaná a

piacot”, azaz portfóliójával követné a világ részvénytőzsiacainak méretét, akkor a portfóliója úgynevezett semleges lenne, amelyet a Morgan Stanley Capital International (MSCI) index mérne (a vastag fekete vonal). E mérték szerint a semleges befektető értékpapír-portfóliójában az amerikai értékpapírok aránya az 1995-ös 35 százalékról 2001 végére 57 százalékra nőne. Négy nemzetközi értékpapír-portfólió cég tényleges befektetési stratégiája követte ezt a vonalat, habár a speciális stratégiák némileg el is tértek. A nemzetközi kötvényeket tekintve, az amerikai részesedés a körülbelül 10 százalékról körülbelül 30 százalékra nőtt, amint azt a 4. ábra alsó vonala mutatja.

4. ábra

Az Egyesült Államok pénzügyi eszközeinek aránya
a nemzetközi részvény- és kötvénypiacokon



Forrás: Részvényportfólió: Economist portfóliófelmérése.
Nemzetközi adósságpapírok: Bank of International Settlements.

Az amerikai gazdaság 1990-es évekbeli nemzetközileg felmutatott viszonylagos teljesítményét figyelembe véve, érdemes volt az amerikai pénzügyi eszközök részesedését növelni a portfólióban. Mégis, amikor 1999-ről 2001-re az amerikai tőzsde és a gazdaság megingott, az amerikai részarány tovább nőtt a globális portfólióban, a dollár tovább erősödött, azt sugallva, hogy a külföldi befektető még nem telítődött az amerikai papírokkal. De mit tartogat a jövő?

Az Egyesült Államok fizetésimérleg-hiányának jövőbeli fenntarthatósága

Amikor az amerikai gazdaság növekedése drámaian lelassult, és 2001-ben technikailag recesszióba került, a fizetésimérleg-hiány csökkent. A nemzeti jövedelem- és a termék-számlákat tekintve, ahogy visszaesett a hazai beruházás, úgy csökkent a fizetésimérleg-hiány, és szűkült a megtakarítás-beruházási rés. A javak és szolgáltatások kereskedelmének oldaláról az amerikai GDP lelassulása és hanyatlása drámai mértékben lelassította az

import növekedését. Ezzel ellentétben, a nemzetközi tőkepiaci nézőpontból nézve a portfóliómenedzserek tovább növelték amerikai papírjaik részesedését, bár a fizetésimérleg-hiány kevesebb tőkebevonást indokolt. A dollár tehát tovább erősödött. A fizetésimérleg-hiány újra növekedni kezdett. A viszonylag biztosabb amerikai növekedés folytatódik, mert az „új gazdaság” megalapozta a termelékenység javulását, és növelte a gazdaság rugalmasságát. A jövedelemaszimmetria, amely az importot most az export másfélszeresére duzzasztja, azt jelenti, hogy az amerikai fizetésimérleg-hiány szélesedik. Sőt, a megtakarítás-beruházás rés megnyílt a kormányzati költségvetési többlet csökkenésével, először a beépített stabilizátorok hatására, majd a 2001-es gazdaságpolitikai változtatások miatt (adócsökkentés és kiadásnövelés).

A jövőt tekintve, a negatív nettó nemzetközi beruházási pozíció [abszolút értelemben] nőni fog. Az Egyesült Államok részesedése a külföldi beruházó portfóliójában valószínűleg szintén tovább emelkedik. Egy ponton azonban a folyó fizetési mérleg pályája fenntarthatatlanná válik, valószínűleg azért, mert a külföldi beruházó – portfóliójának diverzifikálása érdekében – nem kívánja az amerikai beruházások részesedését túl nagyra növelni (Mann [2002]). Bizonyos szerkezeti változások esetén – amelyekkel a következőkben foglalkozunk – az Egyesült Államok jobban képes alkalmazkodni a globális tőkepiachoz, s így elkerülhetővé válik a fenntarthatatlanság. Egyébként valószínű, hogy leértékelődik a dollár – de milyen ütemben?

Lesz-e strukturális változás?

Nemzeti megtakarítás, a szolgáltatások globalizálódása és az euró

Ha a fizetési mérleg pályájára ható strukturális változásokat vizsgáljuk, akkor elsőként a nemzeti megtakarításokra kell tekintenünk. Talán a kormányzat a következő néhány évben – ahogy a gazdaság erősödik – emeli a költségvetési többletet. De kicsi az esély a háztartások megtakarítási hányadának növekedésére. A háztartási megtakarítási ráta csökkenése hosszú távú jelenség, és még akkor sem kaptak e megtakarítások erőre, amikor a részvénypiac szárnyalása megszűnt. Nem tudjuk, milyen gazdaságpolitikai lépések segítenék elő e folyamatot. Következésképpen valószínű, hogy a hazai megtakarítások és beruházások közötti egyensúlytalanság újra kialakul, és egészen addig megmarad, ameddig az amerikai hazai beruházások erősek.

A fizetési mérleg pályáját befolyásoló strukturális változások második pontját a jövedelemaszimmetriában találhatjuk meg. A szolgáltatások világkereskedelme több okból is emelkedni fog: ahogyan a gazdaságok fejlődnek, a szolgáltatások GDP-n belüli aránya emelkedik; az új technológiák megkönnyítik a szolgáltatások kereskedelmét; a szállítás, távközlés, pénz- és üzleti tevékenységek körébe tartozó szolgáltatások piaca liberalizálttá vált. A szolgáltatások világkereskedelmének fejlődése csökkentheti, sőt meg is fordíthatja az amerikai gazdaságra jellemző jövedelemaszimmetriát. Végül is az amerikai szolgáltatásexportőrök nagyon is versenyképesek (McKinsey Global Institute [1992]). Ehhez még hozzájárul, hogy a szolgáltatások globalizálódása lehetővé teszi, hogy a külföldi beruházó még nagyobb arányban tartson amerikai pénzügyi eszközöket, mivel a külföldi pénzpiacok liberalizálása valószínűleg csökkenti a „hazai torzítást”, amely miatt a befektetők oly’ nagy arányban tartanak hazai befektetéseket a portfóliójukban.

Végül, az euró bevezetése hatalmas strukturális változást jelent a nemzetközi valutapiacokon. Végző soron ez a páneurópai pénzügyi eszköz valószínűleg osztozni fog a sztárszerepben az amerikai dollárral. Valóban, az euró 1999-es bevezetése rövid időre azonnal emelte az eurókötvények arányát a nemzetközi kötvénypiacokon, és csökkentette az

amerikaiak súlyát a külföldi befektetők részvényportfóliójában. 2000-ben és 2001-ben úgy látszott azonban, hogy a kockázat-hozam-görbe ismét az amerikai befektetéseknek kedvez, és a külföldi befektetők elfordultak az euróbefektetésektől.

Kétségtelen, hogy az euróban való csalódást az euróövezet gazdaságainak viszonylag lassúbb növekedése okozta. De nem szabad megfélemedezni az európénzpiacok tökéletlen integrációjáról sem. Az euróövezet részvénypiacai töredezettek maradtak, s ez megnöveli az európai befektetések tranzakciós költségét. Emiatt a tőkebeáramlás Európába kisebb, mint amekkora egyébként lenne, s ez rontja az euró árfolyamát (*BIS* [2000], *IMF* [2001], *Mann–Meade* [2002]). E tökéletlen piacokkal együtt járó nagyobb tőkeköltség az euróövezet gazdasági növekedési ütemét 0,5 százalékkal is csökkentheti (*Heinemann–Jopp* [2002]). Megfordítva, egy integráltabb európai pénzpiac és a gyorsabb termelékenység-növekedést előmozdító strukturális változások növelnék a nettó tőkebeáramlást Európába, gyorsítanák a gazdasági növekedést és felértékelnek az eurót – szűkítve ezzel az amerikai fizetésimérleg-hiányt.

Érzelmi változások értékelik le a dollárt?

Az imént felsorolt három strukturális tényező csak időbeli késleltetéssel fejt ki hatását az amerikai fizetési mérlegre, feltéve, hogy e leírt változások egyáltalán végbemennek. Ezzel ellentétben a külföldi befektetők, amikor nemzetközi portfóliójuk összetételéről döntenek, napi alapon értékelik az amerikai befektetések hozamát, beleértve a hitel- és az árfolyamkockázatot. A külföldi befektető egy ideig tovább növelheti az amerikai befektetések arányát, különösen akkor, ha a viszonylagos kockázat-hozam-arány fennmarad. Egy bizonyos ponton azonban a külföldi befektető eléri, sőt esetleg túl is lépi a kívánt arányt. Ha a fizetésimérleg-hiány akkor is nagy marad, amikor már a külföldi befektető nem óhajtja újabb amerikai befektetéssel gazdagítani portfólióját, akkor a fizetésimérleg-hiány tarthatatlanná válik, és gazdasági kiigazításra szorul.

Több kiigazítási forgatókönyv is elképzelhető. Az első szerint a dollár árfolyama jelentősen csökken, talán azért, mert a befektetők számba veszik, hogy számukra mennyit is érnek az amerikai befektetések, vagy újraértékelik a valutaárfolyam és a nyereségek ingatagságát. Egy másik, valószínűleg kiegészítő jellegű forgatókönyvben az amerikai kamatlábak emelkednek, ahogyan a vállalatok igyekeznek külföldi és a belföldi tőkét vonzani. Mindkét erő az Egyesült Államok gazdasági tevékenysége és a dollárárfolyam megváltoztatásán keresztül csökkenti a fizetési mérleg hiányát, aminek a következménye, hogy szűkül az amerikai papírok nemzetközi kínálata.

Az árfolyamok robbanékony változása – ahogyan azt a különféle nemzetközi pénzügyi válságok megmutatták – romboló hatású lehet. Az amerikai gazdaság azonban méreténél fogva elszigeteltebb, mint a legtöbb gazdaság, tartozásai jobban forognak a piacon, és saját valutában vannak nyilvántartva, s nemzetközi szerepe megerősíti a dollár nemzetközi keresletét. Ezért valószínű, hogy a dollár értékvesztése, az amerikai kamatlábak emelkedése és a kereslet csökkenése okozta károk legalább annyira érintenék a többi országot, mint az Egyesült Államokat.

Sőt, egy időben koncentráltan lezajló drámai árfolyam- vagy kamatlábváltozás nem oldaná meg tartósan a fizetésimérleg-pálya problémáját. Amíg fennmarad a termelékenységi különbség (hatásával a dollárra) és a jövedelemaszimmetria (hatásával a kereskedelmi áramlásokra), addig a dollár újból felértékelődhet, a fizetésimérleg-hiány újból megnőhet, megvetve egy újabb fenntarthatósági esemény alapjait, ahogyan azt az amerikai dollár hullámvasútján láttuk 1973 óta.

Következtetések

A folyamatos amerikai fizetésimérleg-hiány azt jelenti, hogy az amerikai gazdaság nettó nemzetközi beruházási állománya egyre negatívabb. Jelenleg a nemzetközi befektetői közösség hajlandó és képes elegendő amerikai pénzügyi eszközt tartani portfóliójában, hogy e hiányt finanszírozza. A külföldi befektetők azonban nem fogják vég nélkül növelni amerikai befektetések arányát.

Az amerikai fizetési mérleg hiányának csökkenéséhez elkerülhetetlen hosszú távú kiigazítás vagy gyors válaszeseményeken, vagy strukturális változásokon és gazdaságpolitikai módosításokon keresztül valósulhat meg. A legvalószínűbb gyors reakcióesemény az, hogy a külföldi befektetők elérnek egy pontot, ahol nem hajlandók tovább növelni az amerikai befektetések arányát, és a csökkenő dollárárfolyam lesz a fizetésimérleg-hiányt csökkentő kiegyensúlyozó erő.*

A fizetésimérleg-hiány növekedésének megváltoztatásához szükséges strukturális és gazdaságpolitikai változások a következők: költségvetési fegyelem, erőteljesebb amerikai háztartási megtakarítás, nagyobb termelékenység-növekedéssel alátámasztott gyorsabb gazdasági növekedés külföldön, liberalizáltabb hazai és nemzetközi szolgáltatás piacok, valamint integráltabb európénzpiacok. A kisebb amerikai fizetésimérleg-hiányt célzó igazodási folyamat sokkal simább lehet, ha szerencsés környezetben a leírt reformokon keresztül valósul meg, mint ha azt a dollárárfolyam érzelem vezérelte robbanékony leértékelődési sorozata kényszeríti ki.

Hivatkozások

- ALQUIST, R.–CHINN, D. M. [2002]: Productivity and the Euro-Dollar Exchange Rate Puzzle. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper, 8824.
- BAILY, M. N. [2002]: The New Economy: Post Mortem or Second Wind? *Journal of Economic Perspectives*, tavaszi szám, Vol. 16. No. 2. 3–22. o.
- BAILY, M. N.–GERSBACH, J. [1995]: Efficiency in Manufacturing and the Need for Global Competition. *Brookings Papers on Economic Activity, Microeconomics*, 1. 307–347. o.
- BIS [2000]: 70th Annual Report, Chapter 7. Bank for International Settlements, június.
- BIS [2002]: Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001. Bank for International Settlements, március.
- BRANSON, W.–HENDERSON, D. W. [1985]: The Specification and Influence of Asset Markets. Megjelent: *R. W. Jones–P. B. Kenen* (szerk.): *Handbook of International Economics*, Volume 2. Elsevier, North-Holland, New York, 749–805. o.
- CHINN, M.–PRASAD, E. S. [2000]: Medium-term Determinants of the Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration. NBER Working Paper, 7581.
- CLINE, W. R. [1989]: United States External Adjustments and the World Economy. Institute for International Economics, Washington, D.C.
- COOPER, R. [2001]: Is the U.S. Current Account Deficit Sustainable? Will It Be Sustained? *Brookings Papers on Economic Activity*, 1. 217–226. o.
- DE BROWER, G. [2001]: *Hedge Funds in Emerging Markets*. Cambridge University Press, Cambridge.
- DEARDORF, A. V. ÉS SZERZŐTÁRSAI [2001]: Forecasting U.S. Trade in Services. Megjelent: *Stern, R. M.* (szerk.): *Services in the International Economy*. University of Michigan Press, Ann Arbor, 53. o.
- DEE, P.–HANSLOW, K. [2001]: Multilateral Liberalization of Services Trade. Megjelent: *Stern, R. M.* (szerk.): *Services in the International Economy*. University of Michigan Press, Ann Arbor, 118–139. o.

* Ma már tudjuk, hogy a dollár drámai gyengülése ellenére nőtt a fizetésimérleg-hiány (*a fordító*).

- DORNBUSCH, R. [1976]: Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, Vol. 84. No. 6. 1161–1176. o.
- FEENSTRA, R. C.–SHIELLS, C. R. [1997]: Bias in U.S. Import Prices and Demand. Megjelent: *T. F. Bresnahan–R. J. Gordon* (szerk.): *The Economics of New Goods*. University of Chicago Press, Chicago, 249–276. o.
- FRENKEL, J. A.–MUSSA, M. L. [1985]: Asset Markets, Exchange Rates, and the Balance of Payments. Megjelent: *Jones, R. W.–Kenen, P. B.* (szerk.): *Handbook of International Economics*, Volume 2. Elsevier, North-Holland, New York, 679–747. o.
- FREUND, C. [2000]: Current Account Adjustment in Industrial Countries. Federal Reserve Board of Governors, International Finance Discussion Papers 692, december.
- GAGNON, J. [1996]: Net Foreign Assets and Equilibrium Exchange Rates: Panel Evidence. Federal Reserve Board of Governors, International Finance Discussion Papers, 574.
- GALE, W. G.–SABELHAUS, J. [1999]: Perspectives on the Household Savings Rate. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1. 181–224. o.
- GOULD, D. [1994]. Immigrant Links to the Home Country: Empirical Implications for U.S. Bilateral Trade Flows. *Review of Economics and Statistics*, május, Vol. 76. No.2. 302–316. o.
- GRUBEL, H. G. [1968]: Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows. *American Economic Review*, december, Vol. 58. No. 4. 1299–1314. o.
- HEINEMANN, F.–JO, M. [2002]: The Benefits of a Working European Retail Market for Financial Services Report to European Financial Services Round Table. Institut für Europäische Politik, Europa Union Verlag GmbH., Bonn.
- HELKIE, W. H.–HOOPER, P. [1988]: The U.S. External Deficit in the 1980s: An Empirical Analysis. Megjelent: *Bryant, R. C. Holtham, G.–Hooper, P.* (szerk.): *External Deficits and the Dollar: The Pit and the Pendulum*. Chapter 2. Brookings Institution, Washington D.C.
- HELPMAN, E. [1997]: R&D and Productivity: The International Connection. NBER Working Paper Series, 6101.
- HOOPER, P.–MANN, C. L. [1989]: The Emergence and Persistence of the U.S. External Imbalance, 1980–1987. Princeton University, Department of Economics, International Finance Section Princeton Studies in International Finance No. 65, október.
- HOOPER, P.–JOHNSON, K.–MARQUEZ, J. [1998]: Trade Elasticities for G-7 Countries. Federal Reserve Board of Governors, International Finance Discussion Papers, 609.
- HOUTHAKKER, H. S.–MAGEE, S. P. [1969]: Income and Price Elasticities in World Trade. *Review of Economics and Statistics*. május, 51. 111–125. o.
- ISARD, P.–STEKLER, L. [1985]: U.S. International Capital Flows and the Dollar. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1. 219–236. o.
- IMF [2000]: *World Economic Outlook*. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- IMF [2001]: *Recent Structural Changes in European Government Securities Markets*. International Capital Markets Developments, Prospects, and Key Policy Issues. International Monetary Fund, Washington, D.C., 99–110. o.
- JENSEN, J. B.–MUSICK, N. [1996]: Trade, Technology, and Plant Performance. ESA/OPD 96-4, U.S. Department of Commerce, Economics and Statistics Administration, február.
- KING, H. [2001]: The International Investment Position of the United States at Yearend 2000. *Survey of Current Business*, július, 7. o.
- KNIGHT, M.–SCACCIAVILLANI, F. [1998]: Current Accounts: What is their Relevance for Policy Making? International Monetary Fund, Working Paper, WP/98/71.
- KRUGMAN, P. R. [1985]. Is the Strong Dollar Sustainable? Megjelent: *The U.S. Dollar: Recent Developments, Outlook, and Policy Options*. Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City. 103–155. o.
- KRUGMAN, P.–BALDWIN, R. [1987]: The Persistence of the U.S. Trade Deficit. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1. 1–43. o.
- LANDEFELD, J. S.–LAWSON, A. M. [1991]: Valuation of the U.S. Net International Investment Position. *Survey of Current Business*. Vol. 71. No. 5. 40–49. o.
- LEVICH, R. M. [1998]: *International Financial Markets: Prices and Policies*. Irwin/McGraw-Hill, Boston.

- LEWIS, K. K. [1995]. Puzzles in International Financial Markets. Megjelent: *Grossman, G. – Rogoff, K.* (szerk.): *The Handbook of International Economics, Volume 3.* Elsevier, North-Holland, New York, 1913–1971. o.
- LEWIS, K. K. 1999. Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption. *Journal of Economic Literature*, június, Vol. 37. No. 2. 571–608. o.
- MANN, C. L. [1991]: Structural Change and Prospects for Sustained Improvement in the U.S. External Balance. *Contemporary Policy Issues*. április, Vol. 9. No. 2. 50–58. o.
- MANN, C. L. [1998]: Globalization and Productivity in the United States and Germany. Megjelent: *Black, S. W.* (szerk.): *Globalization, Technological Change, and Labor Markets.* Kluwer Academic Publishers, Boston, 17–44. o.
- MANN, C. L. [1999]: Is the U.S. Trade Deficit Sustainable? Institute for International Economics, Washington, D.C.
- MANN, C. L. [2002]: How Long the Strong Dollar? Institute for International Economics, International Economics Policy Briefs, megjelenés alatt.
- MANN, C. L.–MEADE, E. E. [2002]: Home Bias, Transactions Costs, and Prospects for the Euro. Asset Price Bubbles Conference, Federal Reserve Bank of Chicago, április.
- MARQUEZ, J. [2002]: Estimating Trade Elasticities. Boston: Kluwer Academic Press. Megjelenés alatt.
- MARQUEZ, J.–ERICSSON, N. R. [1993]: Evaluating Forecasts of the U.S. Trade Balance. Megjelent: *Bryant, R. C.–Hooper, P.–Mann, C. L.* (szerk.): *Evaluating Policy Regimes: New Research in Empirical Macroeconomics.* Brookings Institution, Washington D.C. 671–732. o.
- MARRIS, S. [1985]: Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk. Institute for International Economics. Policy Analyses in International Economics, november.
- MARSTON, R. [1987]: Real Exchange Rates and Productivity Growth in the United States and Japan. Megjelent: *Arndt, S.–Richardson, J. D.* (szerk.): *Real-Financial Linkages in the Open Economy.* MIT Press, Cambridge, 71–96. o.
- MATALONI, R. Jr. [2000]: An Examination of the Low Rates of Return of Foreign-Owned U.S. Companies. *Survey of Current Business*. March, 80:3, 55–73. o.
- McKINSEY GLOBAL INSTITUTE [1992]: Services Sector Productivity. McKinsey Global Institute, Washington D.C., október.
- MEADE, E. E.–THOMAS, C. P. [1993]: Using External Sustainability to Model the Dollar. Megjelent: *Bryant, R. C.–Hooper, P.–Mann, C. L.* (szerk.): *Evaluating Policy Regimes: New Research in Empirical Macroeconomics.* Brookings Institution, Washington D.C., 769–792. o.
- MILESI-FERRETTI, G. M.–RAZIN, A. [1996]: Current Account Sustainability. Princeton University, Department of Economics, International Finance Section, Princeton Studies in International Finance No. 81, október.
- OBSTFELD, M.–ROGOFF, K. [1995]: The Intertemporal Approach to the Current Account. Megjelent: *Grossman, G.–Rogoff, K.* (szerk.): *The Handbook of International Economics, Volume 3.* New York: Elsevier, North-Holland, 1731–1799. o.
- OBSTFELD, M.–ROGOFF, K. [2000]: Perspectives on OECD Economic Integration: Implications for U.S. Current Account Adjustment. *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges.* Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 168–209. o.
- ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). [1997]: *The World in 2020: Towards a New Global Age.* OECD, Párizs.
- ROSEN, H.–RICHARDSON, J. D. [2001]: Why Global Engagement Matters Most. Institute for International Economics, Washington D.C., szeptember.
- TESAR, L.–WERNER, L. [1998]: The Internationalization of Securities Markets Since the 1987 Crash. Megjelent: *Litan, R.–Santomero, A.* (szerk.): *Brookings-Wharton Papers on Financial Services.* Brookings Institution, Washington D.C., 281–371. o.
- TILLÉ, C.–STOFFELS, N.–GORBACHEV, O. [2001]: To What Extent Does Productivity Drive the Dollar? Federal Reserve Bank of New York: *Current Issues in Economics and Finance*, augusztus, 7:8, 1–6. o.
- VENTURA, J. [2001]: A Portfolio View of the U.S. Current Account Deficit. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1. 241–253. o.
- WREN-LEWIS, S.–DRIVER, R. L. [1998]: Real Exchange Rates for the Year 2000. *Policy Analyses in International Economics*, 54. Institute for International Economics, Washington, D.C.