

Gondolatok a geopolitika és a tőkepiacok kapcsolatáról

Thoughts on the Relationship Between Geopolitics and Capital Markets

Grébel Szabolcs

Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdálkodástani Doktori Iskola, PhD hallgató, Pénzügy Intézet, KBC Equitas, szenior részvényelemző

Pesuth Tamás

Budapesti Corvinus Egyetem, egyetemi docens, Pénzügy Intézet, nemzetközi kapcsolatokért felelős rektori biztos

Absztrakt

A geopolitika szerepe a pénzügyi elméletben és gyakorlatban is felértékelődik. Jelen tanulmány a geopolitika és a részvénytőkepiac közötti főbb kapcsolódási pontokat igyekszik vizsgálni. Kutatásunk motivációja továbbá az elmúlt időszakban egyre fontosabbá váló geopolitikai kockázati faktor, valamint a részvénytőkepiaci hozamok közötti kapcsolódás bemutatása. A tanulmányban a klasszikus geopolitikai elméletek bemutatása mellett a közelmúlt eseményeire fókuszálva lehetséges kapcsolódási pontokat mutatunk be a részvénytőkepiaci hozamok és a geopolitikai kockázati index (GPR) között az Egyesült Államok és Kína, valamint a CEE régió vonatkozásában. Tanulmányunk alapján a nemzetközi diverzifikációnál szerepet kaphat a geopolitikai kockázat, amely a vizsgált időszakban a hozamokra jellemzően negatív hatással bírt.

Kulcsszavak: geopolitika, geopolitikai kockázat, tőkepiac, orosz-ukrán konfliktus

JEL kódok: G10, G11, G15

Abstract

The role of geopolitics is appreciated both in financial theory and practice. This study tries to examine the main points of connection

between geopolitics and the stock market. The motivation for our research is also the connection between the increasingly important geopolitical risk factor and stock market returns. In addition to the presentation of classic geopolitical theories, the study presents possible connections between stock market returns and the geopolitical risk index (GPR) between the United States and China, as well as the CEE region, focusing on recent events. Based on our study, geopolitical risk may play a role in international diversification, which typically had a negative impact on returns in the period under review.

Keywords: geopolitics, geopolitical risk, capital market, Russia-Ukraine conflict

JEL codes: G10, G11, G15

Bevezető

A tőkepiaci mozgások alakulását a pénzügyi szakirodalom meglehetősen részletesen és sokszínűen taglalja. Jelen tanulmány célja, hogy a technikai alapú megközelítéseken túlmenően igyekszik vizsgálni a geopolitika és a részvénytőkepiaci közti kapcsolódási pontokat. Ez a megközelítés elméleti és gyakorlati szempontból is releváns, különös tekintettel a 2000-es évek második évtizedében tapasztalt jelentős geopolitikai események miatt.

A befektetési világ legnagyobb szereplői is kiemelt figyelmet fordítanak a geopolitikai kockázatokra. Ebben jó kiindulópontot jelenthet a BlackRock – a világ legnagyobb alapkezelőjének – éves összefoglalója az aktuálisan fennálló kockázatokról. A 2022 decemberében megjelent elemzés az 1. számú táblázatban található 10 legjelentősebb geopolitikai kockázatot említi.

Az elemzésben feltüntetett kockázatok döntő többsége nem változott, legfeljebb annak valószínűsége. Ami viszont 2021-ig az emberek hétköznapjait is meghatározó kockázat volt, nevezetesen a COVID-19, az a 2022-es kockázatok közül teljesen kikerült, helyét viszont szintén a gazdaság és a társadalom számos területére kiható orosz-ukrán konfliktus vette át.

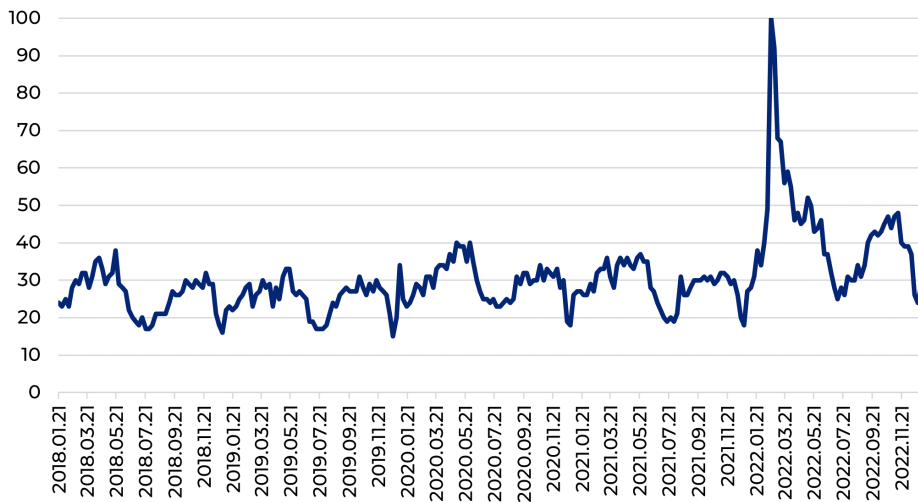
Az orosz-ukrán konfliktus 2022. február 24-i kirobbanása pedig alapvetően felértékelte a geopolitika szerepét, illetve gyakorlati szempontból a geopolitika és a pénzügyi piacok összefonódását. Ezt meglehetősen jól szemlélteti az 1. számú ábra, amelyen a Google Trends geopolitika iránti keresései találhatók.

1. táblázat: 10 legjelentősebb geopolitikai kockázat 2022-ben a BlackRock elemzése alapján

Geopolitikai esemény	Valószínűség	Rövid leírás
Globális technológia széttagolódás	magas	Az USA és Kína közötti stratégiai versengés következtében a technológiai széttagolódás jelentősen felgyorsul léptékében és terjedelmében.
Kibertámadások	magas	A kibertámadások fennakadásokat okoznak a kritikus – fizikai és digitális – infrastruktúrákban.
Orosz-NATO konfliktus	magas	Az USA és az EU pénzügyi, energetikai és technológiai szankciókkal reagált Oroszország Ukrajnai elleni megtámadására. Fennáll a további – szándékos vagy véletlen – eszkaláció esélye Oroszország és a NATO között.
Terrortámadások	közepes	A terrortámadások emberéleteket követelnek, gazdaságilag pedig fennakadásokat okoznak a kereskedelemben.
Politikai válságok a feltörekvő piacokon	közepes	Az ukrán válság begyűrűző hatása a feltörekvő piacok politikai rendszerére és intézményeire.
USA-Kína stratégiai versengés	közepes	Kína katonai akciót indít Tajvan ellen vagy a Dél-kínai tengeren erőszakkal érvényesíti követeléseit.
Öböl-menti feszültségek	közepes	Összeomlanak az iráni atomtárgyalások, a feszültségek eszkalálódnak, növelve egy regionális konfliktus kockázatát.
Észak-koreai konfliktus	közepes	Észak-Korea folytatja a nukleáris fegyverkezését és provokatív akciókat hajt végre (például rakétatámadás).
Klímapolitikai zsákutca	közepes	A fejlett gazdaságok nem járnak sikerrel a nettó zéró kibocsátás érdekében lévő állami beruházásaik növelésében .
Európai széttagolódás	alacsony	Az energiaválság és az inflációs nyomás a populisták térnyeréséhez és gazdasági kilengésekhez vezet.

Forrás: Saját szerkesztés BlackRock (2022) elemzése alapján

1. ábra: Google Trends keresések a geopolitika témakörében az elmúlt 5 évben



Forrás: Google Trends (2023) alapján saját szerkesztés

Az elemzésben bemutatott példák hol szorosabban, hol kevésbé egyértelműen kapcsolódnak a klasszikus értelemben vett geopolitikához, bizonyos eseményeket azonban határozottan vizsgálhatunk a klasszikus geopolitika elemzés szerint.

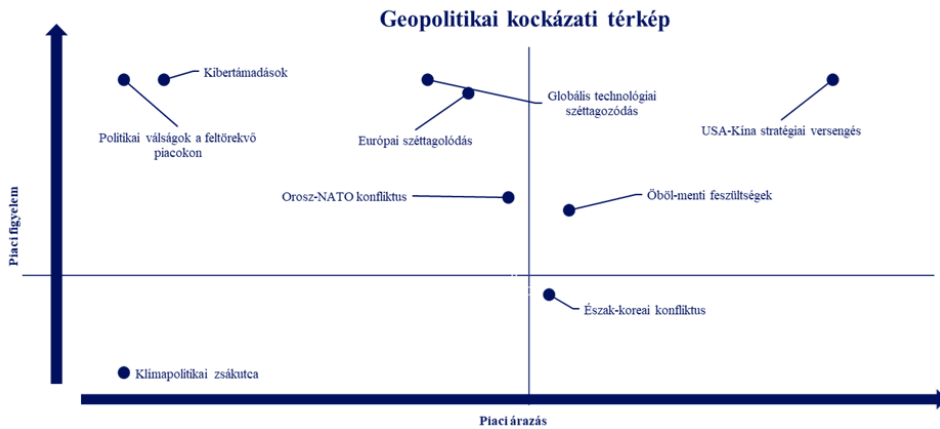
Pénzügyi szempontból azonban a relevancia az, hogy a BlackRock elemzése alapján ezek a geopolitikai események/kockázatok hatással vannak a tőkepiacokra. Ez az állítás önmagában nem meglepő, tudományos szempontból azonban ezeknek a hatásoknak a hossza és a mértéke az, ami releváns vizsgálati terület. Kockázatok a tőkepiacon mindig jelen vannak, ezeknek meghatározása és a kezelése a releváns.

Az elemzés alapján kijelenthető, hogy egy alap scenáriót feltételezve az átlagos kumulált tőkepiaci hozam az Egyesült Államokban inkább enyhe növekedést mutatott az elmúlt évtizedekben. Mindez jellemző az 1962 és 2019 közötti időszakra, tehát átlagosan a napi hozamok alapján pozitív hozamra lehetett szert tenni az S&P 500 indexben, a részvényárfolyamok átlagosan emelkedtek. Ezzel szemben a geopolitikai kockázatok felerősödésével a tőkepiaci hozamok „elromolhatnak”, átlagosan még a kedvező időszakokban is a nulla szint alá csökkennek, amennyiben az általános gazdasági környezet sem támogató a hozamok még gyengébbek lesznek egy 30 napos periódus alatt (BlackRock, 2021).

Jelen tanulmány ezt az újonnan megjelent és felerősödött tőkepiaci elemzési megközelítést igyekszik bemutatni.

A 2. számú ábrán található a BlackRock geopolitikai kockázat térképe.

2. ábra: Globális geopolitikai kockázati térkép



Forrás: BlackRock (2022, p. 4) alapján saját szerkesztés

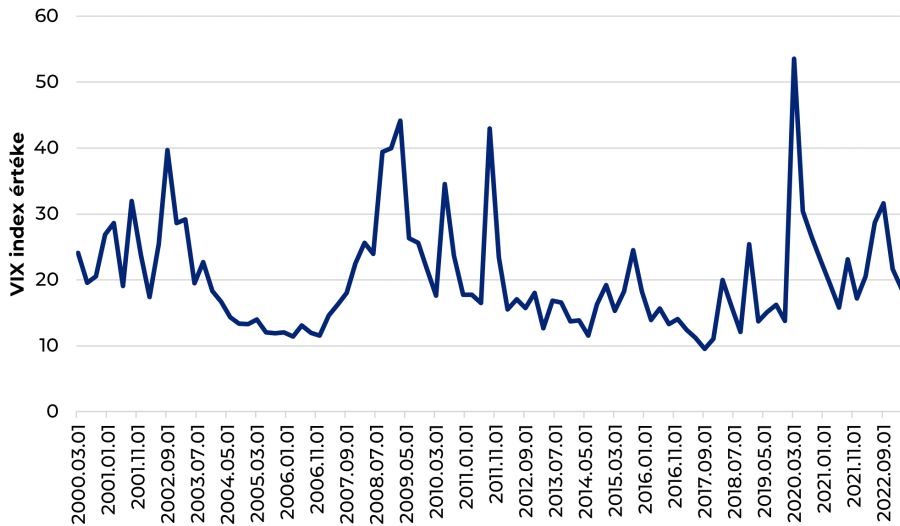
A tanulmány első felében a klasszikus geopolitikai elemzés segítségével vizsgáljuk az ázsiai régióban zajló eseményeket. Ezt követően a 2. számú ábrán található legnagyobb piaci hatású és a legmagasabb piaci figyelmet felkeltő eseményt, az Amerika Egyesült Államok és Kína közötti stratégiai versengésből fakadó tőkepiaci hatásokat rendszerezük. Végezetül pedig az orosz-ukrán konfliktus hatásait specifikusan regionálisan vizsgáljuk, Magyarország és Lengyelország esetében. A vizsgálathoz Caldara Dario és Matteo Iacoviello (2022) által kifejlesztett geopolitikai kockázati index (GPR) alapján járunk el, további adataink forrása pedig a Bloomberg.

Mindez pedig hozzájárulhat, hogy a tőkepiacokon is azonosítsunk lehetséges kockázatokat. Habár ezek előrejelzése, és hatásainak mérése még nehezebb feladat, a kockázatok azonosítása az első lépés lehet afelé, hogy egy befektető megfelelő kockázatkezelést alkalmazzon. A geopolitikai kockázat sokféle eszközosztályra hathat. A kockázatok mérésére kvantitatív módszerek is bevezethetők. A kockázatot a tőkepiacon a volatilitással/szórással mérhetjük. Ehhez a tőkepiaci hozamok mellett a múltbeli esemény időpontjait, és az akörül kialakult piaci mozgásokat kell vizsgálni.

Fontos megjegyezni, hogy a geopolitikai kockázat nemcsak az orosz-ukrán konfliktus kirobbanásával, hanem akár már a 2018-as, az Egyesült Államok és Kína között felerősödő technológiai rivalizálás, valamint kereskedelmi korlátozások, vámok bevezetésével is emelkedett. Az elmúlt években pedig részben a geopolitikai kockázatok miatt is a befektetők megnövekedett volatilitással néznek szembe, amely például az S&P 500 index implicit volatilitását mérő VIX index alakulásában is látható a 3. számú ábrán. A 2008-as gazdasági válság után jellemzően csökkenő volatilitással számolhattak a befektetők az amerikai tőzsdéken, viszont például 2018-ban és 2019-ben is látható megugrás, a COVID-19 járvány kitörésekor, valamint az

elmúlt két évben is látható a megemelkedett a volatilitás, amelynek lokális minimum pontjai még mindig jellemzően magasabbak, mint a 2013-2015, illetve 2003-2007 közötti időszakban.

3. ábra: A VIX index alakulása a 2000-es években



Forrás: Bloomberg

1. Az Amerikai Egyesült Államok és Kína kapcsolata klasszikus geopolitikai megközelítésben

Az Egyesült Államok és Kína kapcsolata vizsgálható a klasszikus geopolitikai megközelítésben is. Habár azóta más megközelítések is létrejöttek, Mackinder és Mahan elméletei még mindig magyarázó erővel bírhatnak az ázsiai régió helyzetére, és az Egyesült Államok és Kína közötti konfliktus magyarázatára. Mindezt annak ellenére, hogy Alfred Thayer Mahan és Sir Halford Mackinder elméleteinek keletkezése óta már jelentősen átalakultak a nemzetközi kapcsolatok.

1.1. Alfred Thayer Mahan és a tengeri hatalom

Alfred Thayer Mahan admirális a legismertebb műveiben (*The Influence of Sea Power Upon History 1660-1783*, *The Influence of Sea Power upon the French Revolution and Empire 1793-1812*) a tengeri hatalommal összefüggő főbb faktorokat foglalta össze.

Alapvetően a földrajzi helyzet egyértelműen befolyásolja, hogy milyen ország tud tengeri hatalmat kiépíteni, azonban ezen kívül a populáció, földrajzi kiterjedés, kormányzati struktúra ugyanúgy befolyásoló tényezők.

Mahan szerint a tengeri hatalom nagyobb befolyással bír, mint a szárazföldi, mivel a tengeri kereskedelmi útvonalakon keresztül elérhetővé válnak a nyersanyagok, emellett egy esetleges konfliktus során egy erős flottával blokádnak alá lehet vonni térségeket. Ezen kívül a Föld felszínének is 70 százaléka víz, amely további érv a tengeri hatalom dominanciájára a szárazföldi felett. Mahan javaslatai nagy befolyással voltak az Egyesült Államok geostratégiájára a 20. században.

Mahan a könyvében Nagy-Britanniát, az Egyesült Államokat és Japánt definiálta tengeri hatalomként, míg Oroszország, Franciaország, az Osztrák-Magyar Monarchia és Németország kontinentális hatalomként volt értelmezve.

Kínával kapcsolatban fontos felvetése volt Mahannek, hogy bár alapvetően szárazföldi hatalomnak gondolta az országot, de mivel Kína széles tengerparttal rendelkezik, emiatt látta a lehetőséget, hogy egyszer akár tengeri hatalommá is válhasson (Mahan, 1890). A 20. század elején persze más erőviszonyok uralkodtak, azonban, ha a jelenkor eseményeit nézzük, Kína esetében egyértelműen látszik erre a törekvés. Hosszú távon tehát Mahan „jóslata” beigazolódni látszik Kína felemelkedését illetően.

Példák:

- Dél-kínai-tengeri terjeszkedés
- Mesterséges szigetek
- Tajvan körüli feszültség

Napjaink fő geopolitikai kockázatait is alapvetően ez adja. Kína azonban nemcsak a tengeren erősíti befolyását, hanem a szárazföldön is. Az elmúlt években folyamatosan növekedett Kína tengeri befolyása. Például az Asia Maritime Transparency Initiative¹ weboldalán térképesen is nyomon lehet követni, hogyan alakul Kína befolyása és erőkitérítési képessége a térségben. Az Egy Övezet Egy Út kezdeményezés pedig tartalmaz szárazföldi és tengeri útvonalakat is, Közép-Ázsián keresztül pedig jelentős infrastruktúra fejlesztést céloz egészen Közép-Kelet Európáig.

1.2. Sir Halford John Mackinder és a Heartland

*„Aki uralja Kelet-Európát, az parancsol a Heartlandnek;
Aki uralja a Heartlandet, az parancsol a Világszigetnek;
Aki uralja a Világszigetet, az parancsol a Világnak.”*
(Mackinder, 1919:186)²

1 <https://amti.csis.org/maps/>

2 Halford J. Mackinder (1919): *Democratic Ideals and Reality. A Study in the Politics of Reconstruction*. New York: Henry Holt and Company, 186.

Mahan admirális elméletei megalapozták a későbbi geopolitikai irányzatokat. Sir Halford John Mackinder a *The Geographical Pivot of History* című művében alkotta meg a Heartland és a Világsziget fogalmakat, amely az Eurázsiai kontinensen történő befolyásszerzést írja le. Mackinder az Eurázsiai kontinensen a központi területként definiálta az Oroszország által birtokolt főként szibériai területet. Az ezt körülvevő peremterületen fekszik például Németország, az ázsiai részen pedig a Közel-Kelet, India és Japán. Az ázsiai országok esetében szintén körvonalazódik az a zóna, amelyben konfliktusok jöhetnek létre. Kína például a Dél-kínai-tengeren történő terjeszkedéssel pontosan ebbe szólna bele. Az ázsiai terjeszkedés mellett azonban Kína Egy Övezet Egy Út kezdeményezése is figyelmet érdemel. A kezdeményezés megvalósulásával össze lehetne kötni a három óceánt, amely kiemelt fontosságú lenne, mivel így a szárazföldi kontinensről elérhetővé válnának a tengeri kijáratok (Bernek, 2018). Ez pedig Kína és szövetségesei szempontjából a Világsziget feletti ellenőrzést jelentené, a nyugati hatalmakkal szemben.

Mackinder elmélete alapján viszont az is látszik, hogy amennyiben a szárazföldi hatalmaknak már stabil pozíciói vannak, akkor a tenger felé fordulhatnak, ez pedig a status quo fennállására jelentős veszélyt jelent. Kína az elmúlt években megerősítette a szárazföldi pozícióit. Megállapodott Oroszországgal, Észak-Koreával, Mongóliával a területi kérdésekben, ez pedig lehetővé tette, hogy a tengeren is egyre inkább elkezdjen terjeszkedni. Ennek eredményeképpen pedig már inkább egy hibrid hatalommá válik/válhat Kína (Benjamin, 2017).

Mackinder és Mahan elméletei a délkelet-ázsiai régió kiemelt jelentőségét magyarázzák, főként Kína tengeri befolyásszerzésével, amelyet természetesen az Egyesült Államok fenyegetésként értelmez. Például a Dél-kínai-tengeren való terjeszkedésével Kína az Egyesült Államok szövetségeseit el tudja érni, és gyakorlatilag a teljes Dél-kínai-tenger felett ellenőrzést gyakorolhatna³.

3 A térképen sárga színnel Kína KJ-500-as légtérelőző repülőgépeinek hatósugara látható, míg halvány vörös színnel például a J-15-ös vadászrepülőgépek addicionális hatósugara látható, amelyet fegyverrendszereikkel potenciálisan elérhetnek. További részletes leírás található a térképekről az Asia Maritime Transparency Initiative (AMTI) weboldalán, amelyből tanulmányunkban egy példa részletet mutattunk be. Forrás: AMTI <https://amti.csis.org/power-projection-network/>

4. ábra: Kína radarjainak repülőgéphordozóinak és vadászrepülőgépeinek, valamint egyéb hadászati eszközeinek hatósugara a Dél-kínai-tenger térségében



Forrás: AMTI

Az Egyesült Államok szempontjából pedig a szövetségeseinek megerősítése lehet a célja, amelyre egészen friss példa az Ausztrália, az Egyesült Királyság és az USA között létrejött AUKUS védelmi megállapodás. A tavaly szeptemberben aláírt megállapodásnak vegyes fogadtatása volt, nemcsak Kína, hanem például Franciaország részéről is. A motiváció Ausztrália részéről az, hogy tovább tudja erősíteni Kínával szemben a haderejét. Az Egyesült Államok a megállapodással tengeralattjárókat tud küldeni a térségbe, valamint Ausztrália is növelheti a jelenlétét nukleáris tengeralattjárókkal. A megállapodással pedig az Egyesült Királyság is belép erre a színtérre (Tsuruoka, 2021).

Az AUKUS megállapodást Kína természetesen erőteljesen ellenezte, olyannyira, hogy a megállapodás következtében Kína és Ausztrália között gyakorlatilag kereskedelmi háború alakult ki. Elfogadva a klasszikus geopolitika magyarázatát, szembe kell néznünk azzal, hogy egy folyamato-

san fennálló kockázattal állunk szemben. Időről-időre kiújulhatnak, illetve háttérbe szorulhatnak ezek a problémák, aminek viszont a tőkepiacra is hatása van. Elsősorban az ázsiai régióra koncentrálni érdemes megnézni, hogy a főbb események milyen hatással voltak a kötvény-, részvény- és nyersanyagpiacokra.

Természetesen fontos megjegyezni, hogy nem csak és kizárólag a geopolitikai kockázatok befolyásolják az árfolyamokat, viszont egyes események és intézkedések mindenképpen hatással vannak a gazdaságra és vállalatokra mind Kínában, mind az Egyesült Államokban. Ezek a hatások természetesen a vállalatok fundamentumaiban is megjelennek, így a részvényárfolyamokra is valamilyen szinten hatással kell lenniük. A tőkepiac természetesen az elérhető információk alapján igyekszik árazni ezeket az eseményeket, amennyiben definíció szerint hatékonynak tekintjük azokat. A piacon a sokkakat megnövekedett volatilitással, és a részvényárfolyamok csökkenésével, valamint a kötvényhozamok növekedésével jellemezhetjük. Emellett a kockázatok növekedésével megnövekedhetnek az egyes országok CDS-felárai is.

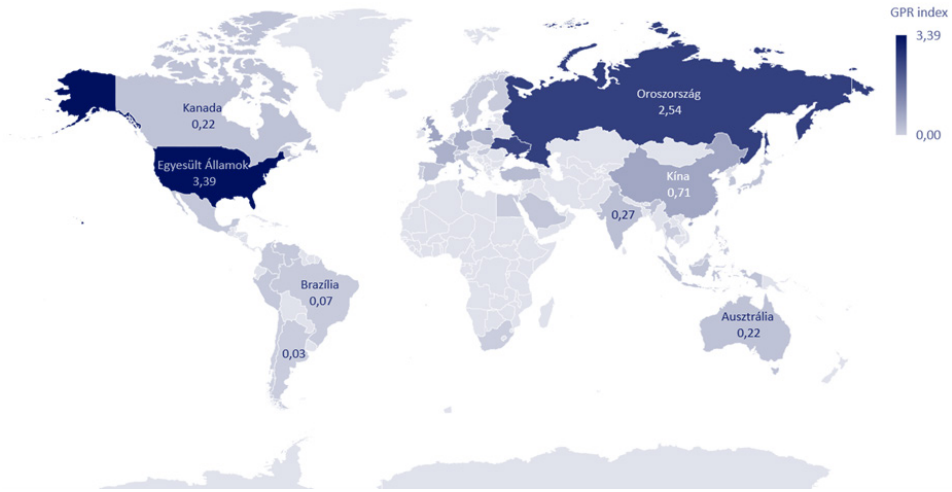
2. Tőkepiaci hatások és a geopolitikai kockázat index (GPR)

A klasszikus geopolitikai irányzatok támpontot adnak a jelenkor eseményeihez is, akár az ázsiai régióban a tengeri hatalmat nézzük, akár Kína szárazföldön történő befolyásszerzését. A tőkepiaci mozgásokat Ázsiára és Európára vonatkozóan vizsgáljuk, mivel elsősorban ez a régió a színtere a konfliktusoknak és a kockázatoknak, és a legérezhetőbb hatások is itt alakulhatnak ki, amennyiben a vállalatokat is érintő változás áll be. Természetesen a világkereskedelem érintettsége miatt a továbbgyűrűző hatások mellett sem lehet elmenni.

A geopolitikai kockázatot nehéz számszerűsíteni, nem olyan, mint például egy kamatkockázat. Ilyenkor leginkább hangulat indikátorokra lehet hagyatkozni. Ezeknek az összeállítása az aktuális hírekből történik, mérve azt, hogy milyen gyakran kerülnek említésre bizonyos kifejezések.

Szofisztikáltabb vizsgálati lehetőséget ad az ún. Geopolitical Risk index, amelyet a Federal Reserve-nél Dario Caldara és Matteo Iacoviello (2018; 2022) alkotott meg. Az index lényege, hogy megpróbálja mérni a különböző geopolitikai kockázatok az adott esemény előfordulási gyakoriságával a különböző médiákban. Mindezt a „text mining” segítségével valósítja meg a mutató, azaz a különböző híreket és elemzéseket folyamatosan monitorozva bizonyos kifejezések előfordulási gyakoriságát nézi. A keresés során a háborús fenyegetéssel, terrorveszéllyel, nukleáris veszéllyel, haderővel kapcsolatos kifejezéseket vizsgálják.

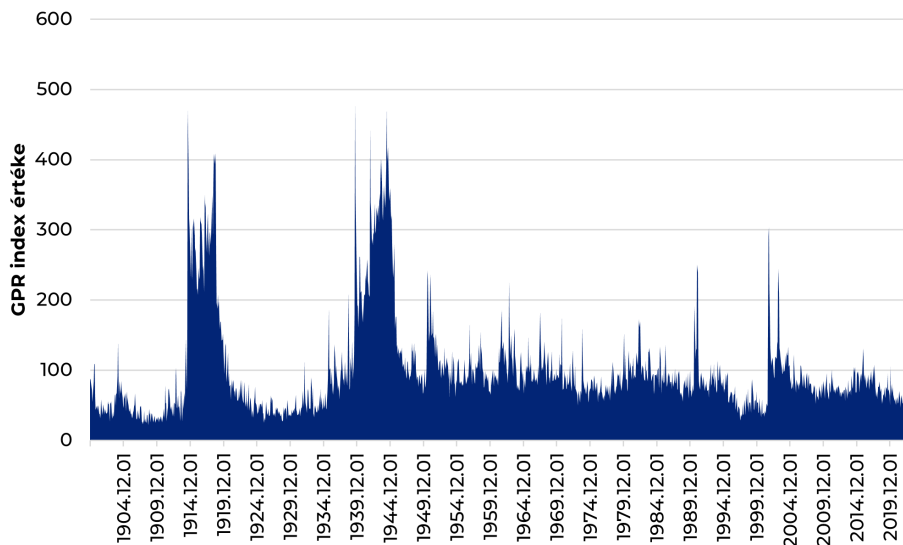
5. ábra: A Geopolitikai kockázati index értéke 2022 decemberében



Magyarázat: A magasabb érték nagyobb kockázatot jelent. A szürkével jelölt területekre nem érhető el kockázati index. Jelenleg az Egyesült Államok, Oroszország, Finnország, Ukrajna és Kína esetében látható magasabb index érték.

Forrás: Dario Caldara és Matteo Iacoviello (2022)

6. ábra: A GPR index historikus alakulása



Magyarázat: Az ábrán jól kivehető a világháborúk időszakában kiugró értékek, valamint például a 2001. szeptember 11-ei terrortámadás következtében megugró kockázati index, és sajnos figyelemre méltók a közelmúlt eseményei is, amelyek szintén megemelkedett GPR indexet mutatnak.

Forrás: Dario Caldara és Matteo Iacoviello (2022)

Az index úgy lett megalkotva, hogy a nagyobb konfliktusokat jelentő múltbeli eseményeknél az értéke kiugróan magasra nő (pl. I. és II. világháború, öbölháború, a szeptember 11-ei terrortámadás, iraki háború vagy a 2014-es orosz-ukrán krízis). Természetesen nemcsak a legnagyobb horde rejű, hanem a kisebb jelentőségű eseményeket is méri a mutató. További előnye lehet, hogy egy-egy konfliktus kirobbanása előtt is jelenhetnek meg hírek, emiatt bizonyos szinten előrejelző képessége is lehet a mutatónak. Berkman, Jacobsen és Lee 2011-es tanulmányában azt állapította meg, hogy a geopolitikai kockázatok és a katasztrófahelyzetek a részvényhozamokra negatív hatással vannak.

2.1. USA – Kína stratégiai versengés a tőkepiacok tükrében

A globális gazdasági lassulás mellett pedig a geopolitikai jellegű kockázatok szintén felerősödtek a régióban. Sajnálatos módon nemcsak az orosz-ukrán konfliktus esetében, hanem az ázsiai régióban is növekedett a feszültség és egyes országok esetében a katonai jellegű fenyegetés. Ennek leglátványosabb jele Kína tavalyi nagyszabású hadgyakorlata volt Tajvan szigete körül. Tajvan kérdése további feszültség az Egyesült Államok és Kína között, azonban emellett a gazdasági szankciók is negatív hatást jelentenek. Bizonyos termékek exportkorlátozása érzékenyen érinti például a chipgyártókat is az Egyesült Államokban, viszont egyértelműen visszafogja a kínai növekedést is. Hasonló korlátozások bevezetésének kockázata pedig több szektorban fennáll, így a két ország feszültebb kapcsolata is negatív hatással lehet a globális gazdasági növekedésre.

Az Egyesült Államok és Kína kapcsolata mellett a kínai részvények esetében látható volt a szabályozási kockázat megjelenése is, amely szintén összefüggésbe hozható a kínai részvények alulteljesítésével.

Természetesen a geopolitikai kockázati faktor is csak egy a részvényt piacot meghatározó tényezők közül, azonban bizonyos időszakokban a kockázatok felerősödésével a befektetők szemében is felértékelődik a kockázatkörülés, amely a kockázatosabb eszközök árának leértékelődésével jár.

A geopolitikai kockázat és a tőkepiaci hatások vizsgálatával számos korábbi kutatás is foglalkozik. Yang és szerzőtársai (2021) kínai részvénypiaccal kapcsolatos tanulmánya például szintén rámutat, hogy különösen a feltörekvő piacokon és egészen konkrétan Kínában a geopolitikai kockázati index segíthet előrejelezni a részvénypiaci volatilitást.

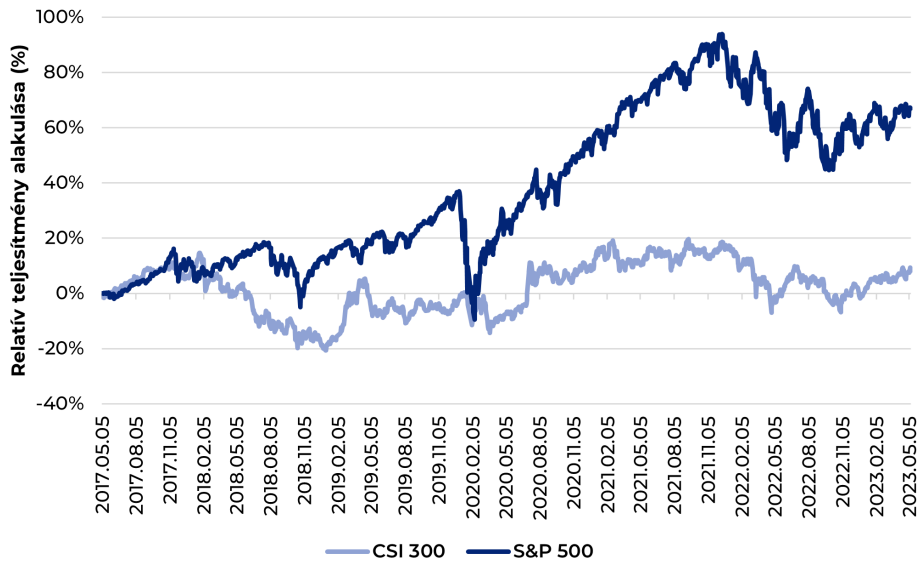
Zhang és Hamori (2022) szintén a geopolitikai kockázati index hatását vizsgálta a feltörekvő piacokon a volatilitás, illetve a hozamok magyarázatóra, tanulmányuk pedig további kapcsolatot mutatott a feltörekvő piacokon a geopolitikai kockázati index, valamint a hozamok és a piaci volatilitás között. Ugyanakkor a szerzők kutatása alapján a geopolitikai kockázati

index növekedése az Egyesült Államok részvénytőzsdéjén már kevesebb magyarázó erőt mutat.

Az amerikai piacokra gyakorolt mérsékeltebb hatást erősíti meg Segnon és szerzőtársai (2023) kutatása, amely az amerikai Dow Jones index hozamait vizsgálta a makrogazdasági faktorok és a geopolitikai kockázati index tükrében. A kutatók rámutatnak arra, hogy a geopolitikai kockázati index bár modellfüggő, de nem javítja érdemben a hozamok előrejelzését, amely alapján arra következtethetünk, hogy az amerikai piacon a geopolitikai kockázati faktor kisebb hatással bír, mint a feltörekvő piacokon és Kínában.

A tanulmányok alapján tehát leginkább a feltörekvő piacokon érdemes figyelembe venni a befektetőknek a geopolitikai kockázatokat, mivel a kockázatok felerősödése a hozamok csökkenésében is mérhető.

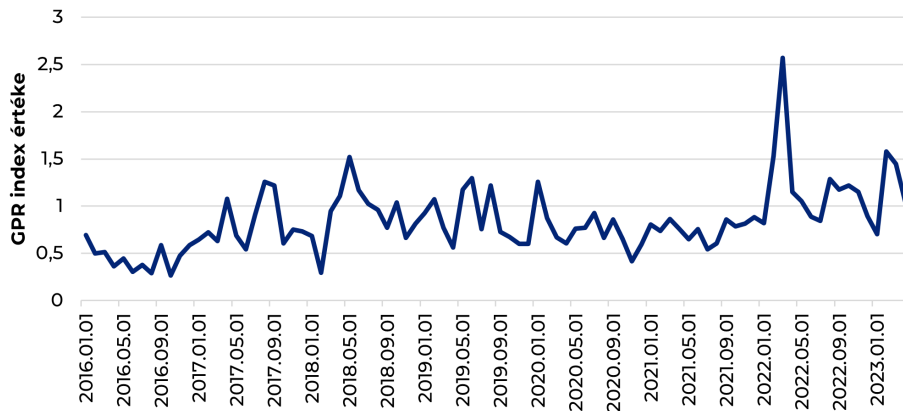
7. ábra: Az S&P 500 és a Shanghai Shenzhen CSI 300 index relatív teljesítményének alakulása százalékban kifejezve



Magyarázat: Az ábra az S&P 500 Az Egyesült Államok 500 legnagyobb piaci kapitalizációjú vállalatát, a CSI 300 Kína 300 legnagyobb tőzsdén jegyzett vállalatát tartalmazza

Forrás: Bloomberg

8. ábra: A geopolitikai kockázati index (GPR) alakulása Kínában



Forrás: Caldara, Dario és Matteo Iacoviello (2022)

2.2. Az orosz-ukrán konfliktus a tőkepiacok tükrében

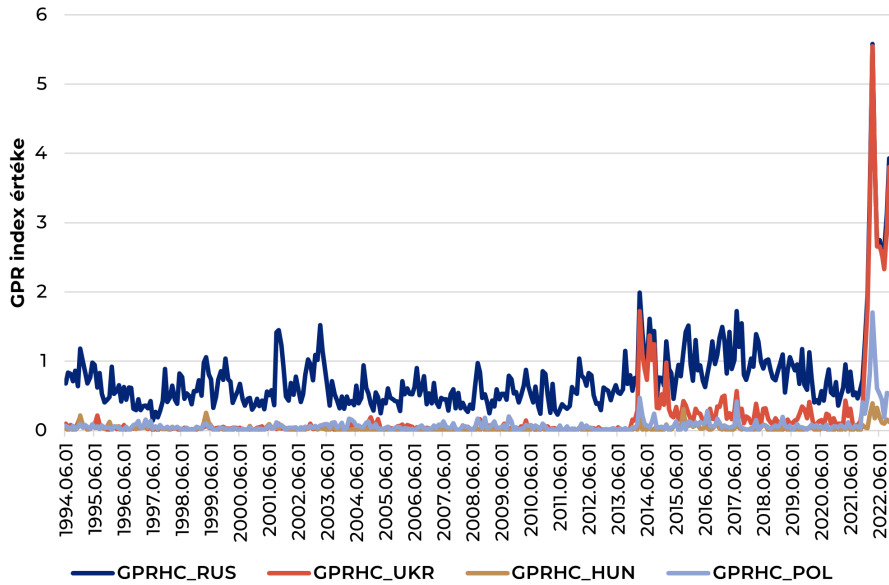
Kína és az Egyesült Államok mellett azonban Európában a legnagyobb hatású konfliktust a 2022. február 24-én kitört orosz-ukrán konfliktus jelenti. A konfliktus közvetlen és közvetett hatásai a tőkepiacokat is érzékenyen érintették, miközben a gazdasági környezet az európai országokban lassuló gazdasági növekedést és emelkedő inflációs környezetet mutatott már 2021 folyamán is. A kilátásokat azonban érdemben befolyásolta az orosz-ukrán konfliktus, amelynek a globális gazdasági növekedésre is számottevő negatív hatása van.

Természetesen a konfliktus megemelkedett geopolitikai kockázati indexszel jár, sajnálatos módon az aktuális helyzetben a harci tevékenységek és a sajtóhírekben is az első helyeken levő konfliktus egyértelműsíti az okokat a magas kockázati indexre. Visszatekintve természetesen tisztábban láthatóak a trendek, azonban aktuálisan felmerül a kérdés, hogy amennyiben lehetséges mérni a geopolitikai kockázatot, akkor mint előrejelzés, használható-e a GPR index.

Az orosz-ukrán konfliktus kitörése előtt ehhez meg kell vizsgálni, hogyan alakult a geopolitikai kockázati index. Az adatok tekintetében abban a helyzetben vagyunk, hogy mind Oroszország, mind Ukrajna esetében rendelkezésre áll az adott országra a geopolitikai kockázati index.

A közelmúlt eseményei alapján pedig látható, hogy a konfliktusok földrajzi elhelyezkedéséből újra a klasszikus geopolitikai megközelítések kerülnek előtérbe, bár szükség lehetne újfajta geopolitikai szemlélet kialakítására (Bernek, 2018 B).

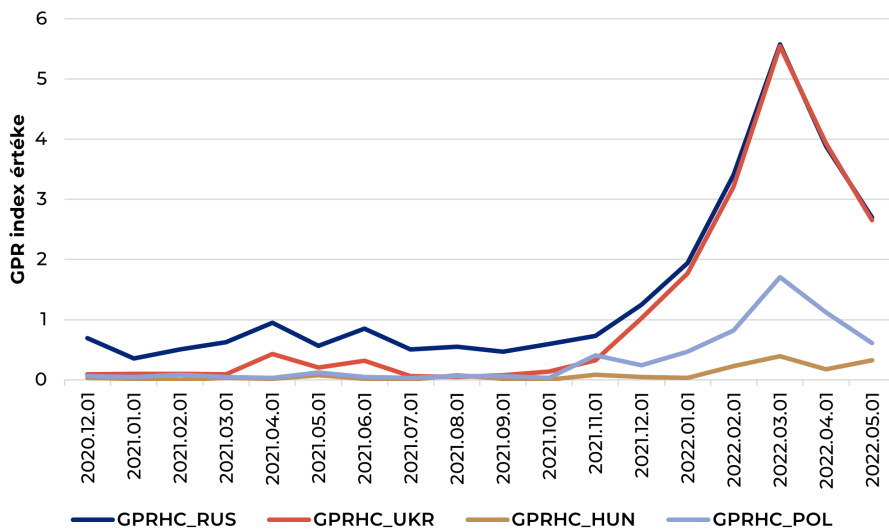
9. ábra: Az orosz GPRHC_RUS és az ukrán GPRHC_UKR, valamint a magyar GPRHC_HUN és lengyel GPRHC_POL geopolitikai kockázati index alakulása



Magyarázat: Az ábrán jól kivehető a 2022-es és a 2014-es események hatása a megugró kockázati index értékben.

Forrás: Caldara, Dario és Matteo Iacoviello (2022)

10. ábra: A geopolitikai kockázati index alakulása az orosz-ukrán konfliktus kitöréséhez közeli időszakban



Magyarázat: Az index esetében látható a megugrás már a 2021 november-decemberi időszakban.

Forrás: Caldara, Dario és Matteo Iacoviello (2022)

2. táblázat: GPR indexek közötti korreláció

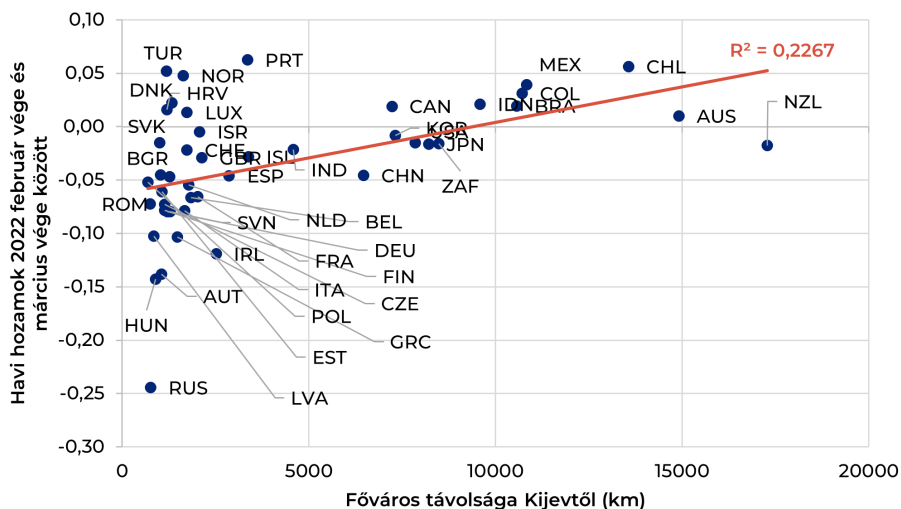
	GPRHC_RUS	GPRHC_UKR	GPRHC_HUN	GPRHC_POL
GPRHC_RUS	1			
GPRHC_UKR	0,906108	1		
GPRHC_HUN	0,657381	0,656213	1	
GPRHC_POL	0,826738	0,889943	0,703287	1

Forrás: Caldara, Dario és Matteo Iacoviello (2022) alapján saját számítás

A kockázati index tehát láthatóan már emelkedést mutat, amely arra utal, hogy a konfliktus kirobbanása előtt már hónapokkal korábban megjelennek a hírfolyamokban a lehetséges kockázatok. Természetesen azt megjósolni, hogy katonai konfliktussá eszkalálódik a helyzet, ez alapján nem lehet, viszont a kockázati indexben felfelé történő változásokra aktivista befektetőként érdemes lehet foglalkozni, különösen a háborús kockázat növekedésével.

A háború kitörését követő időszakban szintén látható volt, hogy azokban az országokban, amelyek földrajzilag közel voltak Ukrajnához, a részvénypiaci hozamok gyengébbek voltak, míg a távolabbi országokban mérsékeltebb volt a negatív hatás. A geopolitikai kockázati index mellett mint az egyik egyszerűbb mérőszám, a konfliktustól vett földrajzi távolság is meghatározó lehet. A GPR index esetében is látható, hogy például a közép-kelet európai régióban emelkedett értéket mutat. A 11. ábrán az OECD adatbázisa alapján, valamint a CEPII geológiai adatbázisa alapján ábrázoltuk az egyes országok tőzsdeindexeinek alakulását a háború kitörése után.

11. ábra: Tőzsdeindexek alakulása és a Kijevtől vett távolság az orosz-ukrán háború kitörése körül



Forrás: OECD, CEPII Mayer, T. & Zignago, S. (2011), Notes on CEPII’s distances measures: the GeoDist Database, CEPII Working Paper 2011-25

Összefoglalás és következtetések

Az ázsiai a közép-kelet-európai régióban néhány ország részvénytőzsdéjének teljesítményét vizsgálva arra a következtetésre juthatunk, hogy a geopolitikai kockázati indikátor magasabb értéke valószínűsítheti a rosszabb részvénytőzsdéi hozamokat az adott országban. Ez megerősíti a szakirodalom alapján kialakult alapfeltevést is. A hatások pontosabb vizsgálata azonban mélyebb kvantitatív módszertant kíván, amely túlmutat a jelenlegi elemzés keretein. További elemzés tárgya lehet viszont, hogy a GPR indikátorral mennyire lehet magyarázni a hozamokat az adott ország részvénytőzsdéjén, illetve főként az eséseket mennyire magyarázza a mutató. Nemcsak a GPR mutató az egyetlen, amely a geopolitikai kockázatot próbálja számszerűsíteni, hasonló példákat lehet látni még például a BlackRock⁴ esetében is, akik szintén megalkották a saját indikátorukat. Befektetési döntések meghozatalakor, illetve kockázatkezelési eszközként viszont érdemes lehet figyelembe venni a geopolitikai kockázati mutatókat. Kiegészítve a klasszikus geopolitika alapjaival, az egyes régiókba/országokba történő befektetéskor mérlegelhetők ezek a kockázatok, amelyek így hozzájárulhatnak a racionálisabb befektetési döntésekhez.

Összességében az is látható a geopolitikai kockázati indexek alapján, hogy az ázsiai régióban az elmúlt években növekvő tendenciát mutatnak az esetlegesen konfliktusra utaló bejelentések, hírek. Mindez befektetői szempontból is érdekes, valamint példát is mutathat arra, hogy a klasszikus geopolitikai elméleteket hogyan lehet felhasználni akár a pénzügyekben is. Mindez hasznos kiegészítő eszköz lehet a jelenleg zajló folyamatok értékelésére és magyarázására. A témakörben megkezdett kutatást pedig tovább szándékozunk folytatni a GPR indikátor és a különböző események vizsgálataival.

Az eddigi elemzés alapján kezdeti feltevésként már megfogalmazható, hogy a jelenlegi geopolitikai kockázati környezet extra piaci kockázatot is jelenthet az ázsiai régióban, amellyel a befektetőnek érdemes tudatában lenni. Míg a fejlett piacokon, illetve az ütközőzónáktól földrajzilag távolabb levő országokban a negatív hatások mérsékeltebbek lehetnek.

Kockázatok a tőkepiacok történetében mindig is voltak, éppen az aktuális politikai, gazdasági, esetlegesen természeti történések befolyásolták a befektetők gondolkozását. Azonban az elmúlt néhány év és különös tekintettel a 2022-es év ismét előtérbe hozta ezeket a típusú kockázatokot. Ez rávilágíthat arra, hogy tőkepiaci befektetőként a klasszikus kockázatmérés

4 A BlackRock saját elemzése és indikátora az alábbi weboldalon érhető el: <https://www.blackrock.com/corporate/insights/blackrock-investment-institute/interactive-charts/geopolitical-risk-dashboard>. Az alapkezelő hasonló módszertan alapján vizsgálja a híreket a geopolitikai kockázatokkal kapcsolatban, ez alapján pedig piaci hatásokat is megpróbálja megbecsülni.

eszközei mellett akár kvalitatív módszertanokat is figyelembe kell venni, vagy a tőkepiaci árfolyamokhoz kevésbé szorosan kapcsolódó fogalmakat kvantifikálva hozunk meg befektetési döntéseket, amelyre jó példát ad a geopolitikai kockázati index, ugyanakkor további lehetőség a különböző piaci szentiment indexek vizsgálata is. Egy geopolitikában is tájékozódni kívánó befektető számára pedig a klasszikus geopolitika is támpontot nyújthat, és bár a vonatkozó elméletek idejét múltnak tűnhetnek, de a globális ütközőzónákat összehasonlítva aligha láthatunk változást annak ellenére, hogy az elmúlt 100-150 évben jelentősen átrajzolódtak az országhatárok is. Tanulmányunk tehát rávilágíthat a multidiszciplináris megközelítés fontosságára a befektetések területén is.

Felhasznált irodalom

- Balcilar, M., Bonato, M., Demirer, R., & Gupta, R. (2018). Geopolitical risks and stock market dynamics of the BRICS. *Economic Systems*, 42(2), 295-306. doi:10.1016/j.ecosys.2017.05.008
- Benjamin, S. (2017). Towards Contested 'Spheres of Influence' in the Western Pacific: Rising China, Classical Geopolitics, and Asia-Pacific Stability. *Geopolitics*, 24 (2), 503-522.
- Berkman, H., Jacobsen, B., & Lee, J. (2011). Time-varying rare disaster risk and stock returns. *Journal of Financial Economics*, 101(2), 313-332.
- Berneke, Á.. (2018 A). Hazánk keleti nyitás politikája és a 21. századi geopolitikai stratégiák összefüggései. *Külügyi Szemle*, 17(2), 122-144
- Berneke Á. (2018 B). *Közép- és Kelet-Európa a 21. század geopolitikai/geoökonómiai stratégiáiban*. Akadémiai Kiadó, Budapest
- BlackRock. (2021). Gauging Geopolitics. Forrás: <https://www.blackrock.com/us/individual/insights/blackrock-investment-institute/geopolitical-risk-framework> [letöltve: 2023.01.15]
- BlackRock. (2021). Geopolitical Risk Dashboard. Forrás: <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/geopolitical-risk-dashboard-december-2021.pdf> [letöltve: 2023.01.15]
- BlackRock. (2022). Geopolitical Risk Dashboard. Forrás: <https://www.blackrock.com/corporate/insights/blackrock-investment-institute/interactive-charts/geopolitical-risk-dashboard> [letöltve: 2023.01.15]
- Caldaro, D., & Matteo, I. (2018). *Measuring Geopolitical Risk*. International Finance Discussion Papers.
- Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022). Measuring Geopolitical Risk. *American Economic Review*, April, 112(4), 1194-1225.
- Mackinder, H. (1904). The Geographical Pivot of History. *The Geographical Journal*, 4(23). 55.
- Mahan, A. (1890). *Influence of Sea Power Upon History, 1660-1783*. Gutenberg.org.
- Segnon, M., Gupta, R., & Wilfling, B. (2023). Forecasting stock market volatility with regime-switching GARCH-MIDAS: The role of geopolitical risks. *International Journal of Forecasting*, doi:10.1016/j.ijforecast.2022.11.007
- Tsuruoka, M. (2021). Japan and the Indo-Pacific: strategic rationales and challenges.
- Zhang, Y., & Hamori, S. (2022). A connectedness analysis among BRICS's geopolitical risks and the US macroeconomy. *Economic Analysis and Policy*, 76, 182-203. doi:10.1016/j.eap.2022.08.004