

A PÉNZÜGYI GLOBALIZÁCIÓ TÉRBELI KORLÁTAI

GÁL ZOLTÁN¹

Összefoglaló:

A tanulmány a pénzügyi szektor erős térbeli kötődését igazolja az elektronikus piacok korában. Cáfolja a pénzügyi szektor virtualizálódásáról, a piaci tér jelentőségvesztéséről szóló elméleteket. Igyekszik feloldani a globalizálódó és elektronikus pénzügyi tér távolságokat relativizáló hatása és a pénzügyi piaci működés térbeliségének növekvő fontossága közötti ellentmondást. Rámutat arra, hogy a pénzügyi globalizáció térbeli folyamatai számos területen megkérdőjelezzik a korábbi jóslatokat, várakozásokat. Beemeli az információt a pénzügyi piacok legfontosabb térformáló folyamatai közé, foglalkozik az információ pénzügyi központokat formáló szerepével, valamint a pénzügyi globalizáció információs és térbeli korlátaival. A tanulmány a pénzügyi válság térbeli dimenziójának bemutatásával zárul.

Kulcsszavak: pénzügyi globalizáció, nemzetközi pénzügyi piacok, elektronikus pénzügyi tér, távolság, minőségi információk, pénzügyi központok, információs aszimmetria.

Summary:

The paper proves the strong spatial bond of the financial sector in the age of electronic markets. It refutes the theories that argue the virtualization and the decreasing significance of the market space. It aims to resolve the contradiction between the electronic financial space, which is eliminating the significance of geographical distances and the growing importance for spatiality in financial market operations. The paper argues that the spatial processes of the financial globalization question the previous prophecies, myths and expectations on several areas and introduces the spatial & informational constraints of financial globalization. It examines the information as one of the most important spatially determined factors shaping the financial markets and deals with the role of information in the operation of financial centres. The study closes with the presentation of the geographical dimension of the recent financial crisis.

Keywords: financial globalization, international financial markets, electronic markets, distance, quality information, financial centres, information asymmetry.

1. Bevezetés

A tanulmány a pénzügyi piacoknak egy új dimenziójával, a térbeli dimenzióval bizonyos aspektusaival foglalkozik. A pénz- és pénzpiaci mozgások látszólagos megfoghatatlansága ellenére *a pénzügyek térbeli kötődése nyilvánvaló* (Gál, 2010). Ennek látszólag ellentmond az a tény, hogy a pénz térbeli körforgása – ellentétben sok más áruéval – a pénzhelyettesítők nagy száma, mozgékonyasága, elektronikus megjelenési formái és a konvertibilitás miatt látszólag térben „megfoghatatlan”, illetve „láthatatlan”. Jelen tanulmány néhány sarokpont érintésével megkísérli feltárni a térben való működés jelentőségét, ami a pénzügyi globalizáció korában, de különösen a válságok időszakában kézzel fogható „térbeli” korlátokat jelent a piaci szereplők számára. Cáfolja a pénzügyi szektor „kilapulásáról”, virtualizálódásáról, illetve a piaci tér túlzott jelentőségvesztéséről szóló – az 1990-es években divatosá váló – leegyszerűsítő elméleteket. Mivel a pénzügyi rendszerek komplex – a pénzmozgásokat közvetítő – intézményi, szervezeti háttérrel, illetve a tőkét kibocsátó és befogadó telephelyekkel, irányító központokkal rendelkeznek, ezért ezek a pénz térbeli mozgását nagyon is megfoghatóvá, és a gazdasági térben elhelyezhetővé teszik (Gál, 2010). A távolság/közelség szerepe különösen a nagy globális pénzügyi központok esetében

¹ tudományos főmunkatárs, habilitált egyetemi docens,

MTA Regionális Kutatások Központja, Pécs; Kaposvári Egyetem Gazdaságtudományi Kar, galz@rkk.hu

értékelődik fel, amelyek szerepe nemcsak megmaradt, de tovább erősödött, annak ellenére, hogy hiperglobalista elméletek a hagyományos pénzügyi koncentrációk hanyatlását jósolták. Emellett a feltörekvő piacok pénzügyi központjainak felemelkedése, a többpólusúvá válás, s nem a hagyományos koncentrációk jelentőségcsökkenése jellemző (Poon et. al, 2004, Wójcik, 2007a).

Az utóbbi években a globalizációs folyamatok hatására mind a vállalati, mind pedig a kormányzati döntésekben előtérbe kerültek a gazdaság működésének térbeli jellemzői. A transznacionális vállalatok felismerték, hogy a tartós versenyelőnyök forrásai területileg koncentrálnak, a kis- és középvállalatok ugyancsak a helyi erőforrásaikra és helyi ismereteikre támaszkodva próbálnak versenyelőnyökhöz jutni. Ugyanakkor a közgazdaságtan főárama máig egy olyan gazdaságot vizsgál, ami a teret tökéletesen nélkülözi, annak ellenére, hogy a legfontosabb közgazdasági kategóriák mindegyikénél kimutatható, hogy eleve térbeli jellemzőkkel bírnak. A közgazdasági gondolkodásban is kezd felértékelődni a térbeliség szerepe, s jelentős érdeklődés tapasztalható a gazdasági fejlődés földrajzi vonatkozásai iránt. Az új gazdaságföldrajz alapjainak lerakásáért 2008-ban Nobel-díjjal kitüntetett *Paul Krugman* amerikai közgazdász munkássága nyomán az új gazdaságföldrajz, és az általa a gazdasági folyamatok térbeliségének „rehabilitálása” fontos új szint visz be napjaink közgazdaságtanába (Krugman, 1991,2000). A gazdasági tér felfedezése összefügg a világgazdaság globalizációs folyamataival, a fejlettségbeli különbségek tartóssá válásával, illetve területi különbségként való értelmezésével. Amíg a Krugman-i elmélet makroszint felől közelítve endogenizálta a gazdasági teret, addig a *Michael Porter* amerikai közgazdász nevével fémjelzett *lokális előnyök elmélete* a tartós versenyelőnyöket nyújtó helyi üzleti környezetre, azaz a mikroszinre épít (Porter, 1998).

A tanulmány a pénzügyi piacok térbeli sajátosságait néhány kérdéskörét a *pénzügyi globalizáció* fejlődési folyamatába ágyazva vizsgálja. A pénzügyi globalizáció azonban nemcsak időbeli dimenzióban értelmezhető, mivel az a pénzügyi piacok térbeli kiterjedését és földrajzi integrációját is jelenti. A pénzügyi globalizáció korlátainak, illetve azok térbeli vetületeinek áttekintésével a tanulmány a pénzügyi globalizáció szakirodalmának árnyalásához járul hozzá (Kose et. al 2006, Miskin, 2006, Stulz, 2005, Gál, 2010).

2. A pénzügyi globalizáció és mítoszai

2.1. A pénzügyi globalizáció térbeli dimenziói

A pénzügyi globalizációt a világgazdasági fejlődés szerves részének tekintjük, ami egy hosszabb történeti folyamat, és a pénzügyi rendszer határokon átnyúló földrajzi integrációját, a nemzeti pénzügyi piacok közötti kölcsönös függés átfogó és világméretű felerősödését jelenti. A pénzügyi globalizáció idő- és térbeli terjedése egybefonódott a tőke mozgás szabadságát biztosító piaci liberalizációval és deregulációval. A globális pénzügyi integráció iránya – a hagyományos felfogás szerint – a fejlett országokból a fejlődő országokba befektetett tőkeáramlásra nyugodott, míg napjainkban a portfólió-diverzifikáción nyugvó, a makrogazdaság fundamentumaitól kevésbé függő „pénzügyi diverzifikációs” nézet az uralkodó, amelyben a feltörekvő piacokról a fejlett országokba érkező befektetések már egy más irányú és súlypontú integráció csatornáiként szolgálnak, jelentősen átrajzolva ezzel a világ pénzügyi térképét.²

² Pervertz tőkeáramlásnak is szokták nevezni azt a folyamatot, amelyben a deficitesebb folyó fizetési mérlegű fejlett országok legfőbb finanszírozóivá a folyó fizetési többlettel rendelkező feltörekvő országok váltak (Balogh, 1982; Lucas, 1990).

A globális integráció meglehetősen egyenlőtlen folyamat, amiből következően a földrajzi differenciálódás sokkal meghatározóbb, mint valaha. A pénzügyi globalizáció pénz- és tőke mozgásait a piacok és instrumentumok heterogenitásában, a tőkeellátottságban, a kamatokban, profitrátákban és a szabályozásban meglévő területi különbségek indukálják. A globalizáció aktorai is éppen ezekből a területi különbségekből eredő hasznot fölözik le. A tőketulajdonosok, a transznacionális vállalatok elsősorban éppen a térségek között meglévő különbségeket (*telephelyi arbitrázst*) használják ki (Cséfalvay, 2004, Bernek, 2002). Valójában a globalizáció egyszerre okozója és következménye is a területi egyenlőtlenségeknek, tehát alapvetően térbeli meghatározottságú folyamatok összessége (Nagy, 2010).

A globális integráció és a lokális fogadókészség dichotómiája a pénzpiacok területi aspektusaiban is jelen van, csakúgy, mint a korábban említett a koncentrációs és a dekoncentrációs *térformáló folyamatok* együttese. Amíg a *piacok transznacionális intézményi és információs hálózatai standardizálódnak, tehát egyfajta globális szintű térbeli kiegyenlítődéssé (integráció) hordozói, addig a befogadó terek – intézményi, szervezeti, kulturális, rendszermodellbeli – adottságai a meglévő területi differenciákat teremtik újra.* Miközben a gazdasági tevékenységek globalizálódnak, a vállalatok tartós versenyelőnyeinek forrásai lokalizálódnak, így a tőke erős mobilitása ellenére meglehetősen hely-specifikus (Porter, 1998). A globális kapitalizmus lényegében az *áramlás-gazdaság* (flow economies) és a *térgazdaság* (territorial economies) közötti interakciók bázisára épül, amelyben a tőke telephelyei nem helyettesíthetők. A *helyi piacokról szóló ismeretek* megszerzése kulcsszerepet foglal el a vállalati stratégiákban. Ezek hiányából fakadó információs aszimmetria a külföldi versenytársak számára különösen hátrányos lehet. Ezek sok megfoghatatlan (intangibilis) *hely-specifikus ismeretet* is tartalmaznak, amelynek a megszerzése és alkalmazása az üzletmenetben sokéves helyi működési tapasztalatot igényel, illetve a *nemzetközi tőke helyi beágyazottságát* feltételezi (Yeung, 1998, 2002).

A *földrajzi helyek lokális beágyazottságának és „térbeli horgonyzóhely”-funkciója* annak ellenére meghatározó, hogy a telekommunikáció lehetővé teszi a pénzügyi szolgáltatások jelentős – határokon és jogrendszeren átívelő – területi decentralizációját. A tőkének mégis szüksége azokra a *stratégiai helyekre*, ahol az erőforrások és az infrastruktúra méretgazdaságos koncentrációi megtalálhatók. Ezek a fontos helyek a nemzetgazdasági térben helyezkednek el, s sokkal kevésbé mobilak, mint azt a globalizációs szakirodalom sugallja (Sassen, 1995). A földrajzi hely tehát távolról sem veszített jelentőségéből, sőt paradox módon éppen a szolgáltató tevékenységek decentralizációja igényli a stratégiai tevékenységek és a *vállalati kontrollfunkciók erősödő centralizációját.* A pénzügyi piacoknak továbbra is szükségük van olyan *központokra*, ahonnan a tevékenységüket irányíthatják (Sassen, 1999, 2004). A hely-specifikus tudás hiánya az egyik alapvető akadály, ami miatt a transznacionális szolgáltatók mégsem működhetnek a gazdasági tér bármely pontján, ahogy azt a „határok nélküli világ” mainstream elmélete sugallta (Ohmae, 1990, O'Brien, 1992).

2.2. A pénzügyi globalizáció interpretációi a szakirodalomban

A mainstream szakirodalom egyöntetűen elfogadja a pénzügyi integráció katalizátor szerepét a gazdasági növekedésben, amit makrogazdasági mutatószámok (GDP és befektetések növekedése) támasztanak alá (Summers, 1994, Fischer 1999). A pénzügyi integráció növelheti a beruházásokat, mert elhárítja a belföldi megtakarítások alacsony szintje miatti korlátokat, valamint csökkenti a tőke költségét. Gyengén pozitív összefüggés mutatkozott a az 1985 és 2004 vizsgált országcsoport esetében a GDP növekedés és a pénzügyi nyitottság

között³ (Kose és társai, 2006). Emellett különböző makro- és mikro mutatókon alapuló vizsgálatok bizonyítják a portfólió és külföldi közvetlen működőtőke befektetések pozitív hatásait. Egyes becslések szerint a pénzügyi liberalizáció az egy főre eső éves gazdasági növekedést mintegy 1%-al növeli (Ranciere, et al. 2006). A közvetlen működőtőke befektetés a portfólió befektetésekkel szemben a globális integráció kevésbé kockázatos tőkeáramlási csatornája, a hazai tőkeállomány, termelékenység és tudástranzsferek növekedésének a leglátványosabb formája. Amíg az 1980-as éveket megelőzően a multinacionális vállalatok leginkább az áruexportra helyezték a hangsúlyt, addig a közvetlen működőtőke befektetéssel megvalósított külföldi tulajdonszerzés, a földrajzi telephely és a nemzetköziesedés előnyeinek kiaknázásával a munkaerő költsége és a vállalati tranzsferek sokkal olcsóbbá váltak, mint a hagyományos export. Emellett a pénzügyi globalizáció járulékos hozadékai, a *nemzetközi szabályozási standardok átvétele, az intézmény- és a vállaltirányítási rendszer fejlesztése, az állam szerepének csökkentése és a piaci verseny erősödése* alapvetőnek bizonyult abban a folyamatban, amelynek során az alacsony jövedelmű országok közepes jövedelműekké váltak (Mishkin, 2006).⁴

A közgazdaságtan kritikai irányzatának képviselői (Rodrik, 1997, Stiglitz, 2002) szerint azonban a korlátok nélküli tőkeáramlás káros lehet a globális pénzügyi stabilitás szempontjából, mivel a pénzügyi globalizáció nemcsak hazai pénzügyi válságokat, hanem *nemzetközi valutaválságokat* is okoz. Ezek az instabilizáló hatások gyakran a pénzügyi liberalizáció meghirdetett céljaival (növekedés és a beruházások támogatása) ellentétben a reálgazdaság növekedésének fékeződését, az egyenlőtlenségek erősödését okozzák. Az 1990-es évek tapasztalatai azt mutatták, hogy a feltörekvő országok esetében a külföldi tőkebeáramlás a sokkhatásokkal szembeni sebezhetőségük növelte (Báger, 2010). A pénzügyi globalizáció – még ha bizonyos stabilizáló hatásai nem is vitathatók – éppen az említett kölcsönös függés erősödése miatt sokkal inkább növeli a pénzügyi piacok csatornáin keresztül terjedő fertőzések veszélyét, s ez, mint azt a jelenlegi pénzügyi válság is igazolta, számos módon nehezíti a válságok megelőzését és kezelését. Rajan et al. (2006) regressziós vizsgálataiban az FDI és a portfólióbefektetés – a pénzügyi nyitottság – mutatói csak gyenge korrelációt mutattak az egy főre jutó gazdasági növekedéssel. A hazai tőkeforrásokra támaszkodó feltörekvő országok fejlődése gyorsabb volt, mint a kizárólag külföldi finanszírozástól függőké, tehát a növekedési ütem és a folyó fizetési mérleg többlete közötti korreláció erősebb, mint a növekedés és a külföldi tőkebeáramlás közötti korreláció (Rajan et al. 2006).⁵ Mások egyenesen a közvetlen külföldi tőkebefektetések bizonyos körülmények esetén megfigyelhető negatív hatásairól értekeztek. Fontos – a posztoszocialista átmenet szempontjából is tanulságos – összefüggés, hogy a külföldi működőtőke a nemzetgazdaságnak nem feltétlenül jó, ha a repatriált profit nagyobb, mint amekkora FDI-vel érték azt el, vagy ha az FDI beáramlása megelőzi a nemzeti tőke megerősödését, akkor a közvetlen külföldi tőkebefektetések hátráltatják a nemzetgazdaság fejlődését (Balogh, 1982).

³ A pénzügyi nyitottság külföldi eszközök/kötelezettségek GDP arányos mutatójával definiálható.

⁴ Az IMF a hitelfolyósítási és „szerkezetátalakítási” programjain keresztül a piaci liberalizáció egyik élharcosává vált, aminek előrehaladását mutatja, hogy amíg az 1980-as évek közepén csak 20–30 országban volt teljesen szabad a tőke mozgás, addig tíz évvel később már 60–70 ország nyitotta meg teljesen piacait, s az a 90-es évek közepén a világ szabadpiaci térképe több mint 100 országot számlált. Egy másik számítás szerint amíg 1989-ben a vizsgált 14 ország részvénytőkekapitalizációjának 33%-a volt elérhető a külföldi befektetők számára, addig 2000-re a vizsgált 28 országban ez 76%-ra nőtt (Edison és Warnock, 2003).

⁵ A legtöbb tőke a fejlődő országokon belül éppen az alacsony, illetve közepes növekedést produkáló országokba áramlott, míg a leggyorsabb növekedésű államokba (Kína) relatíve kevesebb nettó tőke érkezett, miközben ezek az országok is jelentős tőkeexportórrá váltak. Ebből következik, hogy éppen azon fejlődő országok növekedése volt lassúbb, amelyek nagyobb mértékben támaszkodtak külföldi tőkeforrásokra. Ezzel szemben a fejlett országokban a külföldi finanszírozástól erősebben függő, a külföldi befektetőknek sokkal több befektetési lehetőséget kínáló országok növekedtek a leggyorsabban.

2.3. A pénzügyi globalizáció mítoszai

A *pénzügyi globalizáció korlátait* hangsúlyozó kritikusok (Stulz, 2005) szerint a pénzügyi globalizáció folyamatai számos területen megkérdőjelezzik a pénzügyi globalizációval kapcsolatos állításokat és várakozásokat. A nagy kérdés az, hogy hogyan lehet feloldani a globalizálódó és elektronikus pénzügyi tér távolságokat relativizáló hatása és a pénzügyi piaci működés térbeliségének növekvő fontossága közötti ellentmondást? Vajon a pénzügyi globalizáció oda vezet-e, hogy a pénzügyvilág tere mindinkább összeszűkül, sőt, a térbeliség hatása mellőzhető? Jelen tanulmányban a pénzügyi globalizációról szóló sztereotip állításokat igyekszünk árnyalni, s ezen keresztül a pénzügyi szektor erős térbeli kötődését igazoljuk, s bemutatjuk, hogy a pénzügyi globalizációt eddig is korlátozó nemzetállami, szabályozási, távolsági és információs korlátokat. Az alábbiakban áttekintjük a pénzügyi globalizációról szóló legfontosabb állításokat, amelyek a pénzügyi globalizáció mítoszainak bizonyultak.

- H1: A pénzügyi globalizáció korlátozásmentes fejlődése (nemzetközi piacok feltartóztathatatlan integrációja)
- H2: a nemzetközi pénzügyeket a leginkább globalizált, legnagyobb volumenű gazdasági szektornak tekinti (*nemzetközi pénzügyi „szuperstruktúra”*)
- H3: A nemzetközi pénzügyi piacok (nagyságrendi) fölénye a hazai piacokkal szemben
- H4: a nemzetközi pénzügyi szektor növekedése és annak üteme elszakadt a reálgazdaság növekedésétől
- H 5: a pénzügyi piacok a virtuális térben, „távolság és tér-függetlenül” működnek

2.3.1. A pénzügyi globalizáció térbeli korlátai versus. a pénzügyi globalizáció korlátozásmentes fejlődése

Az alábbiakban a pénzügyi globalizációt korlátozó öt tényezőt sorolunk fel, melyek esetében a hazai piacok (nemzeti versus globális piac) iránti preferencia meghatározó. Ezek a korlátok egyfelől azt bizonyítják, hogy a tőke nagyfokú nemzetköziesedése ellenére is megőrizte anyaországi sajátosságait, másfelől pedig mindegyik korlátozó tényező térbeli jellemzővel bír.

(1). A befektetési portfóliók összetételében a hazai eszközök domináltak a külföldiekkel szemben (ez 2001-ben 78%-os volt az USA-ban), s az amerikai *befektetők általában a hozzájuk közeli eszközökbe fektetnek szívesen* (Coval és Moskowitz, 1999, *Wójcik*, 2008). Ellentétben a modern portfólió elméletek által sugallt megállapítással – amely a portfóliók földrajzilag is széleskörű, azaz globális szintű diverzifikálásán alapul – az empirikus vizsgálatok a külföldi részvények alulreprezentáltságát, és a befektetőknek a hazai papírok iránti részrehajlását bizonyítják. Az amerikai befektetők részvényportfólióinak 85%-a hazai papírokból állt 2003-ban, de ezek egyharmadát olyan vállalatok papírjaiban tartották, amelyek székhelye a befektetők 250 km-es körzetében található (holott ezeknek a vállalatoknak az aránya az amerikai piacon csak 10%), tehát a térbeli távolság is számít. Egy 2005. évi vizsgálatból az is kitűnik, hogy az amerikai háztartásoknak a hazai vállalatokba történő befektetése 3,2%-al magasabb hozamot eredményeztek, mint a külföldiek (*Wójcik*, 2008). A magyarázat egyszerű, a befektetők helyi részvényt piac, illetve a hozzájuk

földrajzilag közel eső papírok iránti preferenciája a megszerzhető információk megbízhatóságában gyökerezik.⁶ A távolsággal nemcsak az információk értéke csökkenhet, de megnő a részvénykibocsátók és a befektetők közötti ügynökprobléma veszélye is. A földrajzi távolság tehát meghatározó a puha és a bizalmas információkhoz történő hozzáférésben, míg nagyobb távolságról csak a kemény és a publikus információk érhetőek el, ráadásul a puha információk nehezen továbbíthatóak. Mindez leginkább a kisebb, szolgáltató cégekről megszerzhető információkra vonatkozik, s minél nagyobb a helyi információk jelentősége, annál kisebb a távoli befektetők bevonásának az esélye, amivel nő a likviditás szűkülésének veszélye is (*Coval és Moskowitz, 1999*). A pénzügyi központokban koncentrálódó nagybefektetők azonban szofisztikált technikáik és intézményi hátterük segítségével a kemény információk mellett – helyi elemzőik segítségével – megszerzett puha információkkal túlszárnyalhatják a helyi információkhoz való hozzáférésekből származó előnyöket, ami jelentősen csökkenti esetükben a hazai befektetések iránti preferenciát.

(2). A *Feldstein és Horioka rejtély* (1980) szerint a hazai befektetések továbbra is erősen függenek a hazai megtakarításoktól. A tökéletes nemzetközi tőkemobilitást cáfoló *elmélet* szerint a *portfolióbefektetők erős lokalizációs preferenciájuk* miatt a hazai megtakarítások többségét a hazai piacokon fektetik be. Az elmélet megállapításait továbbfűző vitában többen igazolták a tökéletes nemzetközi tőkemobilitás hiányát (tőkekontrol), a nemzeti versus nemzetközi piacok nagyobb integráltságát. Mindez azt is eredményezi, hogy a nemzeti megtakarítások a külföldi befektetési lehetőségek helyett nagyobb befektetési hajlandóságot mutatnak a hazai piacon (*Felstein és Horioka, 1980*). Az összefüggés erőssége a pénzügyi globalizáció elmélyülésével ugyan csökkent, de az elmélet létjogosultságát újabban a fejlődő országok (amelyek önfinanszírozási rátája az 1990-es évek folyamán nem mutatott jelentős változást), illetve a nagyobb pénz- és tőkepiaci nyitottság estében is igazolták (a külföldi befektetések kockázati tényezőinek felára). A *hazai piacok iránti részlehajlást (home-bias)* – a külföldi befektetési hozamok magasabb potenciális megtérülési rátája ellenére – nagyszámú tényező indokolja: a nemzetközi befektetések nagyobb volatilitása, a távoli befektetések magasabb tranzakciós költségei; a határon átnyúló befektetések adminisztratív és szabályozási korlátai; az adók, a vásárlóerő-paritás eltérései, kulturális tényezők, a külföldi részvénytőkepiacok egy jelentős része nem hozzáférhető. Wójcik (2002) európai vizsgálatai is megerősítették, hogy a határon átnyúló befektetők a kisebb távolságra lévő befektetési célországokat preferálják.

(3). A globális pénzügyi integrációt korlátozza, hogy a tőkeáramlás nem a fejlődő országok irányába mozog, hanem továbbra is a fejlett országokba irányuló tőkeáramlás dominál. A *Lucas (1990) paradoxon* kimutatta, hogy a tőkeáramlás – a hasonló hozamok ellenére is – elsősorban a fejlett országok között zajlik. A globális pénzügyi integráció tehát a tőkében gazdag észak, illetve a tőkében szegény dél ellentétek elmélyülését, tehát egyfajta tartós globális aszimmetriát konzervált az ezredfordulóig, annak ellenére, hogy a feltörekvő piacok sikeresen integrálódtak a globális gazdaságba. 2000-ben az egy főre eső befektetések nagysága a fejlett országokban 6000, míg a fejlődőkben mindössze 400 dollár volt. A pénzügyi szektor globalizációja tehát nem hogy nem csökkentette a fejlődési szakadékot, hanem tovább növelte azt. A tőkeáramlások tankönyvtételeit a jelen helyzet is radikálisan cáfolja. Nem csupán arról van szó, – amivel a nemzetközi gazdaságtan foglalkozik is –, hogy honnan hova áramlanak a direkt tőkeberuházások, az FDI, hanem az is

⁶ A hazai befektetések preferenciájának a megszerzhető információk kívül több magyarázata is van (Wójcik, 2008a): a határon átnyúló befektetések adminisztratív és szabályozási korlátai; a távoli befektetések magasabb tranzakciós költségei; a külföldi részvénytőkepiacok egy jelentős része nem hozzáférhető (zártkörű részvénytársaságok, állami tulajdonú vállalatok); távoli befektetők erősebb versennyel szembesülhetnek a helyi erőforrások megszerzése tekintetében (munkaerő, ingatlanpiac, szolgáltatások).

óriási kérdés, hogy mi a portfólió-beruházások jelentősége, s milyen térbeli változásoknak vagyunk tanúi e téren a világban. Immáron minimum a harmadik paradigmát éljük meg: fejlettből-fejlődőbe, fejlettből fejlettbe, s napjainkban fejlődő országból fejlett országokba áramló tőkeáramoknak vagyunk tanúi. Ahogy nem lehetett megérteni a „tankönyvi” tétellel szembenálló jelenséget, a fejlettekől fejlettekbe áramló tőkét annak behatóbb tanulmányozása nélkül, hogy milyen szerepe van ebben az infrastruktúrának és a humán tőkének, úgy aligha lehet megérteni korunk pénzáramlási tendenciáit a globális világ pénzügyi földrajza nélkül (Botos, 2009, Gál 2010).

(4). A részvénytőzsdék nagysága, illetve hozamai országonként erős differenciát mutatnak. A részvényhozamok továbbra is erősebben függenek a kibocsátó vállalat székhelyországától, mint az adott iparágtól. Ez az összefüggés a fejlett országok esetében is erős, de még erősebb a fejlődőkben. A *külföldi tőzsdéi részvényjegyzések (cross-listing)* is számos akadályba ütköznek, következésképpen a tőzsdéken továbbra is többségében a hazai papírok forognak. A külföldi tőzsdén való kibocsátás azonban a globalizáció egyik fontos megnyilvánulása, s ennek korlátai is szoros összefüggést mutatnak a vállalatirányítás rendszerével.

(5). Az országhatárok azonban továbbra is meghatározóak a *tulajdonosi szerkezet és a vállalatirányítás* tekintetében. A legtöbb vállalat továbbra is „koncentrált” családi tulajdon, s a gyenge részvényesi jogvédelemmel rendelkező országokban (pl. Németország) a szórt részvénytulajdon aránya mindössze 12%, míg a tulajdonosi jogokat erősebben érvényesítő angolszász országok esetében ez 48%. Az iker ügynökprobléma, amely a bennfentes vállalati tulajdon koncentrációjában és az államnak a hazai bennfentes tulajdonosokat preferáló támogatásában ölt testet, szintén a pénzügyi globalizáció korlátjának tekinthető.

A pénzügyi globalizáció – nézőpontunk szerint – nem nyugalmi állapot, s messze nem visszafordíthatatlan folyamat. Eddigi története sem mutatott töretlen fejlődést. A pénzügyi globalizáció korlátlan fejlődését továbbra leginkább a fejlett nemzetállamok hazai piacainak jelentőségét erősítő korlátok gátolják, amelyek leginkább a hazai piacok iránti befektetői preferencia továbbélésében, a fejlett piacok felé irányuló tőkeáramlásban, a hazai vállalatok és a kormányzat érdekeit erősítő ügynökproblémában öltenek testet.

Napjainkban a világ pénzügyi piacain bekövetkezett változásokat három fő állítás (mítosz) köré csoportosítja a *nemzetközi pénzügyi szuperstruktúráról* értekező kritikai szakirodalom (Strange, 1986, Lányi, 2001). Az *egyik*, amely a nemzetközi pénzügyeket a leginkább globalizált gazdasági szektornak, illetve a nemzetközi pénzügyi piacokat a *legnagyobb volumenű piacoknak* tekinti, s arról beszél, hogy a globalizáció a pénzügyi piacok működési logikájának kiterjesztését jelenti az élet minden területére (Bauman, 1998). Egy *másik* állítás szerint a *pénzügyi szektor nemzetköziesedése a hazai pénzügyek rovására megy végbe*, s a nemzetközi pénzügyi piacok (nagyságrendi) fölénybe kerültek a hazai piacokkal szemben. Egy *harmadik* állítás szerint a *nemzetközi pénzügyi szektor növekedése és annak üteme elszakadt a reálgazdaság növekedésétől*. Az alábbiakban arra keressük a választ, hogy vajon reálisak-e ezek az állítások, milyen mérhető piaci folyamatok támasztják alá, illetve cáfolják, vagy sokkal inkább árnyalják ezt a leegyszerűsített képet?

2.3.2. *A nemzetközi pénzügyek a leginkább globalizált gazdasági szektor , illetve a nemzetközi pénzügyi piacok a legnagyobb volumenű piacok;*

A pénzügyi szektor kétségtelenül a világgazdaság egyik legfontosabb, legglobalizáltabb és egyben legnagyobb volumenű szolgáltató ágazata. A pénzügyi piacokon belül kétségtelenül a nemzetközi piacok integrálódása érte el a legmagasabb szintet. A nemzetközi tőkeforgalom

szabadsága a tőkeügyletek volumenének robbanásszerű felfutását, az ügyletformák hihetetlen bőségét eredményezte.

Ami a pénzügyi piacok nagyságát illeti, ha a világ országai ki akarnák elégíteni a 2007-ben általuk előállított termékekből és szolgáltatásokból, azaz GDP-ből származó 55 billió dollárnyi pénzből a globálisan pénzügyi eszközök (részvények, kötvények, bankbetétek stb.) állományi értékét, több mint három évig mindenkinek csak ezért kellene dolgoznia. Ugyanis 2007-ben a pénzügyi eszközökben megtestesült vagyon 196.000 milliárd dolláros összege 3,5-szeresével múlta felül a világ GDP-ét. Ami a pénzügyi piacok egyes szegmenseinek hatalmas volumenértékeit illeti, a világon három tőzsdei munkanap összforgalma eléri az éves világelexport értékét, ami önmagában is megdöbbentő tény. Naponta 3–7 ezermilliárd dollár folyik keresztül a világ deviza- és derivatív piacain, s több mint 1300 milliárd kamatfizetés formájában.⁷ A Világ GDP harmincnyolcszorosa fordult meg egy év alatt a spekulációs pénzpiacokon (Gál, 2010).

Ugyanakkor bár látható, hogy a pénzügyi szektor a globalizáció és a nemzetközi integráció valódi nyertese, s igazolható, hogy a határon átnyúló pénzügyi tranzakciók volumene ugrásszerűen megnőtt volna. Ugyanakkor nem kaptunk magyarázatot arra, hogy a hatalmas volumenű pénzügyi szektoron belül mekkora a nemzetközi és hazai szegmensek aránya.

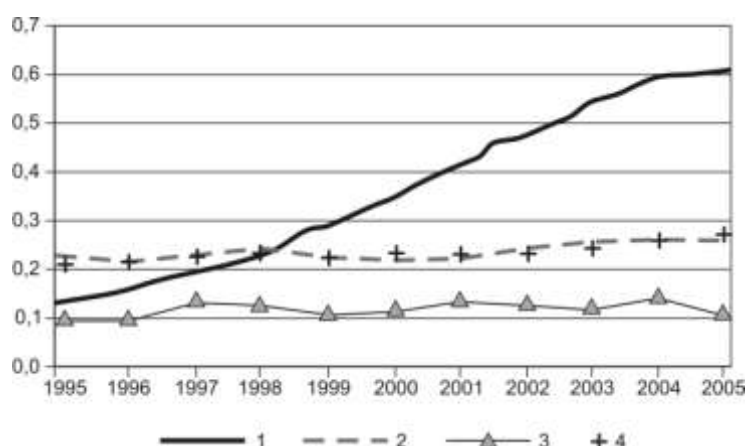
2.3.3. A nemzetközi pénzügyi piacok nagyságrendi fölénybe kerültek a hazai piacokkal szemben;

A kritikai szakirodalom a nemzetközi pénzügyi piacok hazai piacokkal szembeni dominanciáját, túlbujánzását emeli ki (Strange, 1986, Lányi, 2001). Kétségtelen, hogy az 1960-as évek végétől kezdve a nemzetközi pénzügyi piacok – mintegy fél évszázados jelentőségvesztést követően – gyorsabb ütemben növekedtek a hazai piacoknál, illetve a termékinnovációknak köszönhetően új területeken terjeszkedtek. Ugyanakkor, ha megvizsgáljuk a nemzetközi és a hazai piacok egymáshoz viszonyított arányát, akkor továbbra is a hazai piacok nagysága meghaladja a nemzetközi piacokét. Ahhoz azonban, hogy a nemzetközi pénzügyi szuperstruktúra túlbujánzásáról alkotott képet pontosíthassuk célszerű a nemzetközi állományok értékét a hazai pénzügyi piacok méreteivel összevetni. Mint a 41 ország⁸ IMF, BIS és nemzeti statisztikákból aggregált adatsorából kitűnik, az adósságpapír piacok nemzetköziesedettsége érte el a legmagasabb fokot (1. ábra). A nemzetközi és a hazai bankhitelek aránya érdekes módon együtt haladt, a részvénypiacok nemzetköziesedettségi foka pedig el is maradt a reálgazdasági referenciaként vizsgált export/GDP aránytól. Megállapíthatjuk tehát, hogy a nemzetközi pénzügyi piacok hazai pénzügyi piacok feletti dominanciája nem bizonyítható. A pénzügyi szféra nemzetköziesedtségének foka aránytalanul nem nagyobb a reálgazdaság nemzetköziesedtségénél sem

⁷ A devizapiacok napi forgalma 1983-hoz képest 46-szoros emelkedést jelez. 2007-re a devizapiacok éves forgalma meghaladta az 1,1 trillió dollárt (BIS Triennial Survey, 2008). A nagyságrendeket jól érzékelteti, hogy a devizapiacokon realizált napi 3000 milliárd dollár kötési érték alig több mint két heti forgalma megegyezik a világ éves GDP-jével, egy napi forgalom pedig Németország egyévi GDP-jével megegyező nagyságú. 2006-ban a világ éves exportja 11,8 billió dollárt tett ki, ami közel négy napi összege a devizapiacok napi forgalmának, valamint 2,5-szerese a világ nyersolajra fordított éves kiadásának. A világ jegybanki valutatartalékainak összege sem éri el a piacok kétnapi forgalmát.

⁸ A világ GDP-ének 91%-át tömörítő 41 országról van szó.

1. ábra. A pénzügyek nemzetköziesedése 1995–2005 (A nemzetközi eszközállomány és a hazai pénzügyi piaci eszközök aránya)*



* 41 ország aggregált statisztikái alapján

Jelmagyarázat: 1. nemzetközi / hazai adósságpapír állomány; 2. Nemzetközi/hazai hitelállomány; 3. Nemzetközi/hazai részvényforgalom; 4. Export/GDP.

Forrás: Gál (2010) IMF, BIS, WFE, jegybanki statisztikák..

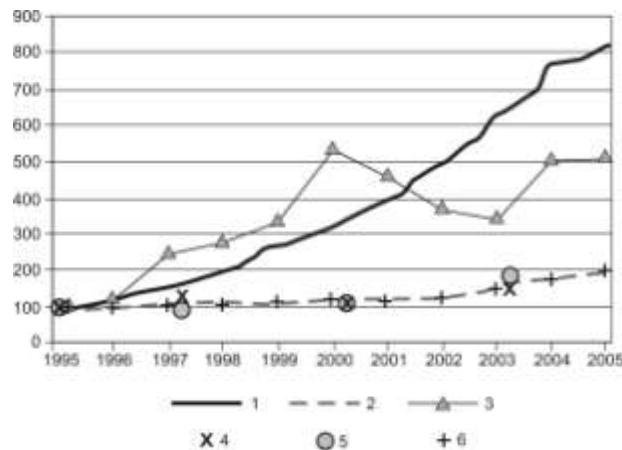
2.3.4. A nemzetközi pénzügyi szektor növekedési ütemével teljesen elszakadt a reálgazdasági folyamatoktól;

Az elmúlt harminc évben a pénzügyi tranzakciók volumene robbanásszerű – más szektorokban nem tapasztalt – mértékben nőtt meg. A világgazdaságban az 1980-as évek óta a pénztőke felhalmozása mintegy 700%-kal gyorsabb volt, mint az állótőke-befektetések növekedése, ami szoros összefüggésben áll a pénzügyi befektetéseknek a termelőtőkéhez viszonyított nagyobb profitabilitásával (Farkas, 2002). A világ pénzügyi eszközállományának az összértéke először 1980-ban érte el a világ GDP-jének nagyságát, 1993-ban pedig már duplája volt. A pénzügyi luftballon mérete az elmúlt huszonöt évben óriásira duzzadt. A méreteit jól érzékelteti néhány reálgazdasági mutatóval történő összevetés (McKinsey Company, 2007). A pénzpiaci eszközök óriási volumene mellett már csak forgási sebességük és dinamikájuk nagyobb. Az eszközök növekedési rátája sokszorosan meghaladta a reálgazdaság GDP-jének növekedési ütemét. Amíg a világgazdaság reál GDP-je az 1970-es években átlagosan 3,5%-al, az 1980-as években 2,8%-al, az 1990-es években pedig 2,2%-kal, illetve 2007-ig 4,2%-al bővült, addig például az értékpapírpiacok átlagos növekedési üteme 1980 és 1996 között 25%-os volt. Összehasonlításként a külkereskedelmi forgalom ez idő alatt 5–7%-os ütemben bővült, az FDI növekedési üteme is csak 8%-os volt, de a következő négy évben már az FDI is 27%-os növekedést produkált (Economist, 1997). A pénzügyi eszközök növekedésében a vállalati adósságpapírok és a részvényárfolyamok emelkedése játssza a főszerepet. 2004 és 2005 között a világ pénzügyi eszközállományának emelkedése mintegy felerészben a részvényárfolyamok szárnyalásának volt köszönhető. Az értékpapírosodás tehát jelentősen növeli a pénzügyi piacok növekedési dinamikáját.

A nemzetközi pénzügyi piacok növekedése az 1970-80-as években és az 1990-es évtized első felében volt a legnagyobb, 2007-ig az ezredforduló válságai miatt kapunk kisebb növekedési dinamikát. A nemzetközi pénzügyi piaci folyamatoknak növekedési ütemét a reálgazdaság egyik szegmensével, az exporttal összevetve, látható, hogy az 1995 és 2005 közötti évtizedben a vizsgált 41 országban a határon átnyúló banki hitelezés, a deviza- és a derivatív piac dinamikája nem gyorsabb mint az export növekedési üteme (2. ábra). Ugyanakkor a nemzetközi részvény- és az adósságpapírpiac növekedése jelentősen

meghaladta a reálgazdaság referenciájaként használt export növekedési ütemét a vizsgált évtizedben. Mindezek ellenére *a nemzetközi pénzügyi piacok növekedése ugyan gyorsabb a reálgazdaságénál, de – rövidebb időtávon – vizsgálva a piaci szegmensek együttesen nem mutattak aránytalan elszakadást a reálszféra dinamikájától.* Megfigyelhetjük, hogy az új piacok kezdetben gyorsabb növekedése a piacok érettebb fázisában jelentősen lassul.⁹ A növekedésben is jelentősek az egyes országok közötti eltérések: a dinamikus felzárkózó piacok és a jelentős nemzetközi szerepű pénzügyi központok (UK) nagyobb fejlődési dinamikát mutattak (Wójcik, 2007b).

2. ábra. A nemzetközi pénzügyi szektor piaci szegmenseinek növekedése 1995–2005, (1995. december = 100)*



* 41 ország aggregált statisztikái alapján

Jegymagyarázat: 1. nemzetközi adósságpapírok állomány; 2. nemzetközi hitelállomány; 3. nemzetközi részvényforgalom; 4. devizapiaci forgalom; 5. OTC derivatív forgalom; 6. Export

Forrás: Gál (2010), BIS, IMF.

A növekedési ütem mellett a másik gyakran emlegetett probléma *a pénzpiaci tevékenységeknek a valós anyagi termeléstől, a reálgazdaságtól való nagymértékű elszakadása*, ami a „kemény” pénzek helyett a fiktív – Paul Krugman megfogalmazásában – „puha” pénzek nagymértékű áramlásával a világgazdaság egészének stabilitását veszélyezteti. Eleinte a pénzpiacok fejlődése szoros kapcsolatban állt a reálszféra igényeivel. Hosszabb távon vizsgálva, illetve a 2008-2010-es pénzügyi válság tanulságait is levonva a pénzforgalom már sokszorosan meghaladja a reáltranzakciók pénzigényét.¹⁰ Az a tény, hogy a világkereskedelem a világtermelést kétszeresen meghaladó dinamikával bővült az elmúlt közel három évtizedben részben magyarázza a pénz és tőkepiacok fejlődési dinamizmusát is. A pénz- és tőkepiacokon az új „innovatív” instrumentumok révén teremtett pénz – a kereskedelem és beruházások által igényelt mennyiség sokszorosa – nem kerül vissza a

⁹ A 2001-es dot.com tőzsdeválság jelentős visszaesést okozott a részvénypiaci aktivitás tekintetében, emellett negatívan érintette még a deviza- és az OTC derivatív piacok dinamikáját, de nem okozott törést a nemzetközi adósságpiacok és a nemzetközi bankhitelezésben.

¹⁰ A devizaátváltási arányok ötven évvel ezelőtt még visszatükrözték az egyes országok külkereskedelmi mérlegét, és a legtöbb folyamatban lévő pénzváltás akkoriban az árucikkek külkereskedelmi forgalmával volt kapcsolatos. A devizügyletek többségére napjainkban nem azért kerül sor, mert azzal valamelyik vállalat külföldi javakért fizet, vagy külföldi beruházásokat hajtott végre, hanem azért mert a beruházók külföldi spekulációs tevékenységet folytattak egy adott devizával. Ha a pénz pusztán a nemzetközi kereskedelem közvetítő eszköze lenne, akkor a nemzetközi pénzforgalomnak elvileg meg kellene egyeznie a nemzetközi áruforgalom nagyságával. Ezzel szemben a nemzetközi devizapiacok napi forgalma már az 1990-es évek derekán is több mint hetvenszerese, 2004-ben pedig több mint nyolcvanszorosa volt a világkereskedelem napi forgalmának.

reálszférába, illetve az ilyen volumenű tőkeáramlás a reálszféra valós igényeitől elszakadva „önállósítja magát.” (Hellyer, 1998). A jelenkori pénz funkcióiban a pénzpiacokon teremtett és azt el nem hagyó rövid lejáratú pénzteremtési formák dominálnak, amelyek a spekulatív pénzáramlások túlbujánzását, illetve a gazdaság túlzott „finanszírozását” okozzák. A kapitalizmus történetében először fordul elő, hogy a „termelő” tevékenységek „hozadéka” alacsonyabb, mint a pénzügyi befektetéseké. A kilencvenes évek elején, az 1991-es válság idején, a termelő tevékenységek profitrátája 3-4 százalékkal zuhant, később 8–12% körül mozgott, amíg a pénzügyi befektetések hozama 15–20% lett (Gál, 2010).

A pénzügyi rendszer „elfajulásával” kapcsolatos kritika három nézet köré csoportosul: az uralmi tézis, amely a pénzvilág reálgazdaság feletti dominanciája mellett érvel, a pénzügyi rendszer reálgazdaságtól való elszakadását valló nézet, illetve a pénzügyi szféra állami megrendszabályozásának igényét hangsúlyozó nézet (Csontos et al. 1997). Az uralmi tézis képviselői a pénzügyi szféra szereplőinek kivételes érdekérvényesítő képességét hangsúlyozzák (Strange, 1986). Nézetük szerint a spekulációs tőke – a termelőtőkével ellentétben – nem hoz létre új értéket, hanem a jövedelemátcsoportosításból, a pénzügyi szféra felfúvódásáról, azaz a pénzügyi buborék fújásából származik, amelynek évszázados szokása, hogy előbb-utóbb kipukkad, mély válságot vagy tartós depressziót okozva. A liberalizált pénzpiac tehát nem járul hozzá a globális gazdasági növekedéshez, sőt a növekvő bizonytalanság miatt sokkal inkább fékezi azt – állítják a neoliberais közgazdaságtan kritikusai. A pénzpiacokon elérhető (látszólagos) nagyobb nyereség világszerte akadályozza a beruházásokat és ezzel a gazdasági növekedést és műszaki fejlődést.

A pénz és a tőkepiacoknak a „valódi” gazdaságnál gyorsabb növekedése a mainstream közgazdászok szerint azonban alapvetően egészséges folyamat. A likviditás ezzel járó bővülése javítja a hitelfelvevők tőkéhez való hozzáférését, a kamatok és hozamok meghatározása hatékonyabbá válik, a hitelezők pedig sikeresebben megoszthatják a kockázatot. A neoliberais megközelítés szerint azonban a közvetítői csatornák hosszának (az áttételeknek) napjainkban tapasztalható meghosszabbítása a megtakarítók és a beruházók meglehetősen eltérő igényeinek összehangolását szolgálja, s a pénzügyi szféra önállósodása nélkül azonban nem képződnének jelentős források, hiszen a megtakarítók jó része nem kíván közvetlenül termelőtevékenységbe fektetni éppen az alacsony hozamok és a hosszabb megtérülési idő következtében (Pete, 1999). Nézetünk szerint a pénzügyi szféra vagyonelemekkel való pénzpiaci forrásátcsoportosításban ölt testet, ami a pénzügyi szférában elérhető jóval magasabb hozamok miatt a források túlnyomó részének (több mint 90%-ának) a tartós pénzpiaci „tartózkodását” okozzák, tehát mégiscsak jelentős forrásokat szívnak el a reálgazdasági beruházások elől (Gál, 2010).

3. Az információ térformáló szerepe a pénzügyi piacokon

A pénzügyi rendszer az idő-tér és az információ által meghatározott tranzakciós hálózatok összessége, amelyben az információnak és a tudásnak kulcsszerepe van. A pénzpiacok önmagukban egy hatalmas információfeldolgozó rendszernek is felfoghatók, amelyben nemcsak az információ mennyisége, hanem a költsége és a minősége is meghatározó (Wilhelm–Downing, 2001). A pénzügyi piacok idő- és térbeli dimenziójának átformálásában igen jelentős szerepet játszik az elektronikus pénzügyi tér. A pénz is információs terméknek tekinthető, egyrészt a különböző pénzhelyettesítők, az értékpapírok, illetve az elektronikus pénzügyi termékek jelentős információtartalma miatt. A pénzügyi szolgáltatások maguk is az információs folyamat részei, melynek során az információ a pénz és a pénzhelyettesítők egyfajta nyersanyagának tekinthető, amennyiben ezek információt közölnek a piacokról, a devizaárfolyamokról, a befektetések megtérülési rátáiról, illetve a

hitelképességről. *Másfelől a pénzügyi instrumentumokba beépülve az információ lehet végtermék* is pl. a derivatívák, és hedge fundok esetében amely az információs inputok beépítésével fejlesztett pénzügyi instrumentum létrehozott hozzáadott értékében testesülhet meg.

Az információs technológiák nagymértékben kiszélesítették a pénzügyi intézmények földrajzi telephelyválasztásának lehetőségeit. A mainstream megközelítés azt sugallja, hogy napjaink informatikai hálózatai „távolság nélküli virtuális világot” hoztak létre, s ebben a virtuális térben nem érzékelhető, hogy az üzleti partnerek éppen hol vannak. Más szóval a kommunikációs technológia a vállalatok számára elvileg egyre szélesebb lehetőséget kínál a földrajzi telephelyválasztás tekintetében. A nagy kérdés az, hogy megtörténhet-e a valós tér pozícióvesztése a virtuális térrel szemben?

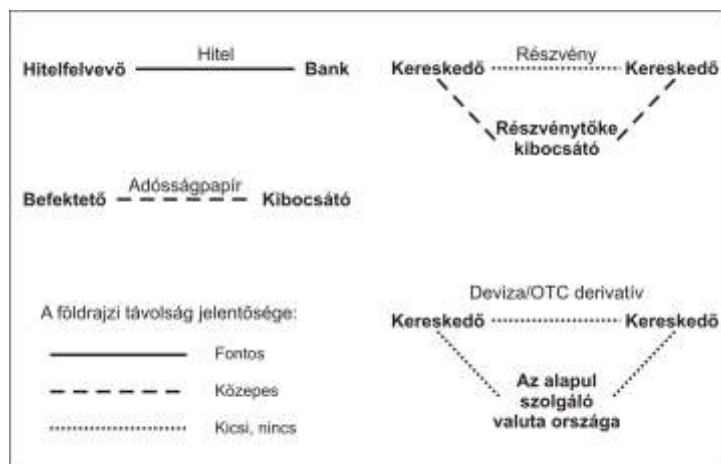
Nem vitás az sem, hogy az információs technológiák fejlődése jelentős hatással van a napi pénzügyi mozgásokra, azonban ennek a térbeli dimenzió jelentőségét megszüntető hatásai, illetve a *virtuális (elektronikus) tér* „valós tér” feletti uralma nem igazolható. . A teljesen virtualizált piacok, vállalatok és gazdasági szektorok nem léteznek, a pénzügyi piacok digitális és valódi terei között az interakciók állandóak, a „kibertér” folyamatai továbbra is a valódi tér gazdasági és társadalmi folyamatai által meghatározottak, a virtuális tér irányító központjai megegyeznek a hagyományos tér központjaival (Bernek, 1999). A pénzügyi piacok eszközei térben felhalmozhatók, raktározhatók, de az elektronizált tranzakciókat is valahonnan indítják, és a pénzügyi csatornákon keresztül valamely földrajzi hely felől mozognak egy másik hely irányába.

A *távolság, mint kalkulációs költség* háttérbeszorult. A hagyományos telephelyválasztásnál még meghatározó szállítási költség helyett az információ – egyre csökkenő – költsége vált döntő telepítő tényezővé. A virtuális térben történő elektronikus *információátadás és kapcsolatteremtő képesség* jelentősen átértékelte a fizikai távolság, illetve a földrajzi helyek szerepét is. A földrajzi távolság helyett inkább a *megközelíthetőség, illetve a összekapcsoltságot* (konnektivitást) erősítő elérhetőség és a hálózatépítő képesség lett a meghatározó. Ugyanakkor nem a földrajzi tér, hanem a – kommunikációs technika fejlődése következtében – a távolság szerepe csökken. Ahogy azt Sean Gorman megjegyzi, ami ma lejátszódik az „nem a földrajz, hanem a távolság halála”. (Gorman 1998; Gorman és Malecki 2001, Cséfalvay, 2004). A fizikai távolság szerepe az IT-korszakban ugyan háttérbe szorult, de semmi esetre sem szűnt meg, sőt a földrajzi *távolság (közelség)* mellett az evolucionarista közgazdaságtan beszél kognitív, társadalmi, kulturális, szervezeti, szakmai és információs távolságról (az információ formája és intenzitása alapján) is, s mindhárom nagy jelentőséggel bír a pénzügyi szektorban (Boschma, 2005, Grote és Taube, 2006).¹¹ Az egyes pénzügyi piaci szegmensek osztályozhatók a nemcsak a *termékek információtartalma és koncentráltási foka alapján*, valamint a *földrajzi közelség/távolság* szegmensenként változó jelentősége alapján is.

Az *egyes pénzügyi piaci szegmensek térbeli koncentráltási foka erősen különböző (3. ábra)*. Amíg a derivatív és a devizapiacok mutatják a legerősebb koncentráltást, lényegében csak néhány kulcsközpontba koncentrálódnak, addig a banki hitelezés a legkevésbé koncentrált ágazat. A földrajzi közelség/távolság jelentősége továbbra is a bank és a hitelező közötti kapcsolatokban a legerősebb.

¹¹ Azokban a piaci szegmensekben, ahol az információtechnológia rendelkezésre áll, illetve a szervezeti és a szakmai közelség magas „értékei” csökkentik a fizikai távolságtól való függést, a nagyobb távolságok áthidalása sem jelenthet problémát. A kulturális és földrajzi korlátok ezzel szemben a tevékenységek nemzeti, illetve regionális szintű koncentráltását erősítik. Az információ távolsággal arányosan növekvő költségét nehéz pontosan kalkulálni, a rejtett tudástartalom, illetve a piacok eltérő kulturális és jogi környezete miatt (Grote és Taube, 2006).

3. ábra. A pénzügyi termékek földrajzi koncentráltsága: a földrajzi, intézményi és a kulturális közelség szerepének jelentősége



Forrás: Gál (2010) , a szerző szerkesztése Clark és O'Connor, 1997, Grote et al. 2006b. Wójcik (2007a). alapján

Mint azt korábban említettük a sikeres piaci jelenléthez szükség van a helyi gazdasági-társadalmi környezetről, a munkaerőpiacról, a helyi közvetítő csatornákról alkotott információk megszerzésére. Az információ az egyik legfontosabb térformáló tényezővé vált, amelynek nemcsak a mennyisége, költsége, hanem a minősége és *térbeli koncentrálódása* is meghatározó. A pénzügyi piaci szolgáltatók a nemzetközi pénzügyi központokban való koncentrálódásának célja nemcsak a szolgáltatók területi koncentrálódásából származó kumulatív hozadék növelése, a méretgazdaságosság előnyeinek kihasználása, és a tranzakciós költségek csökkentése, hanem többek között a minőségi információk megszerzése, feldolgozása és ennek révén adódó jobb befektetési lehetőségek kiaknázása is.

Paradox módon a napjainkban látszólag könnyebben megszerezhető információ mégis az egyik legfontosabb pénzügyi központképző tényezővé vált. Ennek magyarázata az, hogy csak az általános és standardizált információkhoz való hozzáférés lett könnyebb, míg a nem szabványosított rejtett tudást tartalmazó információk továbbra is néhány központban koncentrálódnak.¹² Amíg a standard információ lényegében napjainkra globálissá vált, a digitális technológiának köszönhetően bárholnan hozzáférhető, addig a minőségi információ speciális, magas szintű globális összekapcsoltságot biztosító társadalmi közeget és infrastruktúrát igényel. A pénzügyi szolgáltatók képviselői, fiókjai bárhol elhelyezkedhetnek, ugyanakkor még az elektronikus platformon működő piacok is (pl. NASDAQ) az értékpapír-kereskedők, befektetési bankok nemzetközi pénzügyi központokban lokalizált információs bázisaihoz – könyvviteli, jogi és gazdasági elemzői szolgáltatásaihoz – kötődnek.

Amíg az információtovábbítás technikai infrastruktúrájának feltételei bárhol – a távoli periferián is – megteremthetők, addig, a minőségi információhoz való hozzáférés előnyei externáliákban (mint a szakképzett munkaerő, kiemelkedő szakemberek, hálózatépítés, személyes kapcsolati háló), egyszerűen a globális összekapcsoltságban (konnektivitásban) gyökereznek. A minőségi információ feldolgozásához szükséges

¹² A standardizált információ gazdasági hírek és adatok halmaza a tőzsdeindexekről, árfolyamokról, sokkhatásokról, bankcsődökről. A másik a minőségi információ, amelyhez a hozzáférés sokkal nehezebb. Ez utóbbi az információk halmazából alkotott magasabb szintű strukturált adatok, értékelő elemzések, döntések és piaci várakozások összessége, de ide tartozik a rejtett (intangibilis) tudástartalmakhoz való hozzáférés is.

társadalmi konnektivitást, valamint az erre épülő komplex irányítási és ellenőrzési funkciót csak a legnagyobb pénzügyi központok biztosíthatják (Sassen, 2004).

Az igazi kihívást tehát nem az információhoz való hozzáférés tér- és időbeli korlátai jelentik, hanem az *információ feldolgozása* (az adathalmaz tudássá történő konvertálása). Minél több rejtett tudást igényel egy tranzakció, annál közelebb települnek egymáshoz az ügyfelek. Az itt generálódó információ értéke a távolsággal csökken, míg költsége növekszik. A pénzügyi piacoknak tehát fontos jellemzője az *információs aszimmetria*, amely a távolság növekedésével arányosan nő (Faini et al. 1993, Porteous 1995).¹³ A térbeli távolság (közelség) szerepe a pénzügyi piacokon ezért is meghatározó. A befektetők a hozzájuk közeli cégekről pontosabb ismeretekkel rendelkeznek, éppen ezért a tőkepiaci befektetők is igyekeznek akár ideiglenes helyi kapcsolatokat kiépíteni a megfelelő információ megszerzése érdekében. Ennek köszönhetően a befektetők a hazai piacon meglévő információs előnyeiket igyekeznek kihasználni, amikor befektetési portfóliójukat állítják össze (home-bias).

A *helyileg beágyazott kulcsinformációkhoz való hozzájutás* pedig továbbra is kizárólag a nemzetközi pénzügyi központokban lehetséges. A piaci információk kiértékelése a befektetői kockázat és bizonytalanság kezelése szempontjából fontos. Mivel az információs aszimmetria nő a távolsággal a befektetők a távoli befektetések információs kockázatait a portfólió szektorális és földrajzi diverzifikálásával porlasztják, ugyanakkor e kockázatokat piac-specifikus felár terheli. A befektetések esetében az információk súlyozását a pénzügyi központokban koncentrálnak a szakértői állomány biztosítja. A *minőségi információ továbbra is csak a legnagyobb szolgáltatók kifinomult intézményi hátterével, illetve magas költséggel megszerezhető, így csak néhány globális pénzügyi központban hozzáférhető költséges piaci prémium maradt (Clark and Thrift, 2004).*

A globális pénzügyi központok működése és további erősödése a pénzügyek területi koncentrációjának talán legnyilvánvalóbb bizonyítékai. A helyhez kötődő, a személyes kapcsolatokon alapuló minőségi információk megszerzését, feldolgozását, ami speciális befektetési lehetőségek kiaknázását teszi lehetővé a globális központokban semmilyen más kommunikációs forma sem tudta eliminálni. A *fontos piaci „helyeken” való fizikai jelenlét tehát növeli, míg annak hiánya csökkenti az alapvető információk megszerzésének lehetőségét.* A pénzügyi központokban a „helyi” információkhoz való hozzáférés lényeges feltétele a magasabb megtérülésnek, míg a központoktól távoli helyeken a piaci szereplők ki vannak téve az információs aszimmetriának, azaz a nem kielégítő informáltságból fakadó hibás döntések kockázatának.

A pénzügyi piacok információs elméletei éppen az *információ eloszlásának földrajzi egyenlőtlenségeire* világítanak rá, amellyel a pénzügyi termékek információs tartalmának földrajzi beágyazottságát bizonyítják. Clark és O' Connor (1997) a *pénzügyi termékek információtartalma* alapján három hierarchikus csoportba sorolta a pénzügyi központokat. Ennek alapján minden egyes pénzügyi termék besorolható a (transzparens, áttetsző, opálos) kategóriákba. A globális pénzügyi piacon az eltérő beágyazottságú és hierarchiájú pénzügyi központok eltérő termékeket forgalmaznak. Az adott termék információ tartalma határozza meg a forgalmazási piac hierarchia szintjét és földrajzi jellemzőit (4. ábra).

A *transzparens termékek* jól ismertek, információs tartalmuk standardizált (makroelemzéseken nyugszik), ezért ezek ismertsége a legnagyobb (pl. a S&P 500 index vállalati papírjai), az ezekkel való kereskedés globálisan bonyolítható. Ide tartoznak a

¹³ Az elmúlt három évtizedben formálódó *új-keynesiánus iskola* képviselői (Robert és Fiskind 1979, McKillop és Hutchinson 1990, Faini et al. 1993, Porteous 1995) a tökéletlen információáramlás modelljének régiókra történő adaptálását végezték el, beemelve a térgazdaságtan fogalomtárába az információs aszimmetria fogalmát, ami a regionális tökemobilitásbeli különbségek fő magyarázó tényezője lett.

devizapiaci termékek, illetve a három „A” minősítésű kötvények. Ezekről a termékekről az elektronikus média és az internet segítségével bárholnan szerezhetünk információt, s ezek a termékek a világ pénzügyi piacainak „csúcstermékei”. Ugyanakkor e termékek nagyfokú standardizáltsága méretgazdaságos koncentrálttságot követel meg, így e termékek forgalmazói a *globális pénzügyi központok*.

Az „*áttetsző*” termékekkel (pl. vállalati részvények) való kereskedés esetén további – ország- és régióspecifikus – információkra is szükség van (pl. a nemzeti és regionális vállalati részvénytípusokról). Ezen termékek kereskedelme a *nemzeti, illetve regionális piacok központokban* zajlik. Ide sorolhatók a hazai vállalati értékpapírok, illetve az ezekbe befektető alapok. E termékek versenyképessé tételéhez jelentős termékfejlesztésre és kockázatporlasztásra van szükség. Az információs költség e termékek bevezetésénél nagyobb, mint a transzparens kategóriába tartozóknál. Forgalmazásuk költségeit a *nemzeti pénzügyi központokból* a globális értékesítő hálózatokba való eljuttatásuk költsége is terheli.

Az „*opálos*” termékek kockázattartalma a legnagyobb, éppen azok nagyfokú információs aszimmetriája miatt. Ez a kockázatsökkentés helyi, speciális információkra alapozott módját követeli meg. A termék forgalmazása helyhez kötött, speciális szakértelmet kíván, az információk megszerzése és ellenőrzése folyamatos helyi jelenlétet feltételez. Ilyen terméknek számítanak az ingatlanforgalmazó alapok, amelyek a helyi ingatlanpiacra építő termékeket fejlesztenek ki. Ide sorolható a kockázatos kezdő vállalkozásokba befektető kockázattitőke. Az opálos termékek esetében az információ megszerzése és közvetítése személyes, bizalomra épülő, társadalmilag beágyazott kapcsolatokon és a helyi üzleti hálózatokon, egyszóval a *földrajzi közelségen* alapul. Ugyanakkor ezek a termékek a méretgazdaságosság hiánya miatt széleskörben nem teríthetők.

A különböző pénzügyi termékek nemcsak a piacokon való földrajzi elterjedésük alapján csoportosíthatók. *A termékek életciklusa és a termékpályák földrajzi terjedése között is megfigyelhető kapcsolat.* Az életciklus elején bevezetett pénzügyi termékek többsége „opálos” termék, amelyek eloszlása térben is erősen korlátozott. A deregulációval, az új kereskedési platformok színrelépésével (elektronikus, határidős tőzsdék), illetve a termékek információs tartalmát növelő innovációk elterjedésével a termékek egyre szélesebb körben forgalmazott áttetsző és transzparens termékeké válhatnak. Mindez a nagyobb pénzügyi központban való forgalmazásukat is elindítja. Az életciklus ezen új szakaszában, a pénzügyi központokban működő tőzsdék, elszámolóházak és brókerügynökségek segítenek a háztartások – térben szétszórtnan jelentkező – finanszírozási igényei és a termékek forgalmazói között meglévő földrajzi távolság áthidalásában, az új piaci lehetőségek felkutatásában, új és addig nem szabványosított közvetítő és információs csatornák, instrumentumok létrehozásában.

4. ábra. A pénzügyi termékek információs tartalma és földrajzi jellemzőjük

Pénzügyi termék típusa	Forgalmazás piac- és pénzügyi központtípusa	Információs intenzitás	Igényelt speciális szakértelem	A megtérülés kockázattartalma
Transzparens	Globális	Ubikvitás (könnyen és hozzáférhető információ)	Alacsony (részvényindex termékek) Nemzetközi piacokon kereskedés Pl. arany, devizapiaci termék	Alacsony
„Áttetsző”	Nemzeti piac	Harmadik fél piacától függő	Jelentős. A nemzeti és helyi vállalatokra vonatkozó részletes ismeretek szükségesek. Nemzetközi piacokon is lehetséges forgalmazásuk. Pl. vállalati részvények, kötvények	Közepes

„Opálos”	Helyi	Tranzakció függő	Elengedhetetlen. A termékek forgalmazása bizalmon és hosszú távú kapcsolatokon alapul Pl. ingatlanalap, kockázati tőkealap	Magas
----------	-------	------------------	---	-------

Forrás: Clark – O’Connor (1997).

4. A pénzügyi globalizáció zavarai: a pénzügyi válság terjedésének földrajzi sajátosságai

Befejezésül a 2007-2009-es globális pénzügyi válság földrajzi terjedésének problémakörével zárjuk tanulmányunkat, röviden áttekintve a pénzügyi válság terjedésének földrajzi sajátosságait. A pénzügyi válság területi hatásai két szempontból vizsgálhatók; egyrészt a válság területi kiterjedése és az érintettség súlyossága szempontjából, másrészt pedig a globalizált világ jövőképe szempontjából.

A hagyományos válságmodellek két szempontból is elavultak. *Egyrészt* a válságokat az *institucionalista alapú modellek* alapvetően hazai eredetűnek tartják, amelyben a fertőzés csak a meglévő belső (fundamentális és intézményi) problémák felszínre kerülését okozza egyszerre több országban (Miskin, 2006). *Másrészt* ezek a megközelítések egyoldalúan a feltörekvő országok belső problémáira koncentrálnak, s a legsúlyosabb válságok kiinduló pontjának csak a fejlődő országcsoporthoz tartják.

A mostani pénzügyi válság két dologban alapvetően különbözik a pénzügyi globalizáció korának korábbi válságaitól. *Egyfelől*, a fertőzési gócpont nem valamelyik feltörekvő régióban, hanem a globális pénzügyi rendszer „vezérlőközpontjában” az Egyesült Államokban és néhány fejlett országban volt. *Másfelől*, a pénzügyi piacok globális integráltsága – a korábbi feltevésekkel szemben – nem tudta lokalizálni a jelenlegi pénzügyi és gazdasági válságot, s még a stabilnak hitt bankrendszereket is megrendítette. Mindez megnehezíti a válságok kezelését, a fertőzések világméretű terjedésének lokalizációját. A korábbi válságok sajátossága volt, hogy többségük a feltörekvő országokból indult ki, s ezek a válságok regionális szinten lokalizálhatóak voltak. A mostani válságnak van azonban néhány sajátossága, ami jelentősen eltér a korábban megszokott feltörekvő piaci válságokétól.

– A korábbi válságokban a nyugati befektetők portfólióin belül a fertőzött feltörekvő régiók kisebb (gyakran elenyésző) arányt képviseltek a fejlett országokban befektetett eszközeik nagyságához és intézmények méretéhez képest.¹⁴ A mostani válságban azonban *a teljes nyugati pénzügyi rendszer – arányaiban jóval nagyobb – tőke és eszközállománya érintett*, ezért nem meglepő a mostani leolvadásnak a pénzügyi globalizáció hálózati szövetékeit romboló hatása.

– Amíg a feltörekvő piaci válságok esetében a külföldi működőtőke-befektetéseknek csillapító hatása volt, s a részvénybefektetők veszteségeinek nem volt komolyabb hatása a fejlett országok részvénypiacára. A mostani válságban a *bankrendszer a fertőzés hordozója*, aminek a pénzügyi stabilitásra nézve sokkal súlyosabb hatása van, mint egy „szimpla” részvénypiaci árzuhanásnak.

– A sokk-érzékeny pénzpiaci szereplők magatartását az *állandó térbeli mobilitás* kényszere vezérli. A korábbi válságok kitörése esetén a nyugati

¹⁴ Az arányok az 1990-es évek válságainál inkább fordítva voltak riasztóbbak: az 1990-es években a fejlődő országokba irányuló tőkeáramlás hatalmas méretű volt a célországok GDP-jéhez, pénzügyi piacainak méretéhez képest. A spekulatív befektetések nagyrészt hirtelen kivonása a fejlődő régiókban, éppen a méretbeli aránytalanságok miatt okozott komoly sokkokat.

befektetők menekülési útvonalai mindig nyitva maradtak a centrumtérsek pénzügyi központjai felé, s így a feltörekvő piacokra beáramló, majd menekülő spekulatív tőke számára *a fejlett világ globális pénzügyi központjai „végső földrajzi menedékként”* szolgáltak.

– A menekülés a minőségbe a mostani válság idején azt jelentette, hogy a befektetők paradox módon a válság epicentrumának számító Egyesült Államok alacsony hozamú állampapírjaiba menekültek, azaz *a „menekülés a minőségbe” kiváltotta tőke mozgás jelentősen elszakadt a valós fundamentumoktól.*

– A jelenlegi válságban maguk a globális pénzügyi központok a fertőzés gócai, ahonnan *nincsenek valódi menekülési útvonalak.* Két alternatíva mutatkozhat: *egyfelől,* az offshore központok, de azokat infrastrukturális kapacitásaik és „virtuális közvetítő” szerepük nem teszi alkalmassá a hagyományos központok tevékenységének ellátására. *Másfelől* a hagyományos pénzügyi központok és intézményeik válsága miatt felgyorsulhat pénzügyi hatalom nyugatról keletre történő mozgása. A bankok is követni fogják ügyfeleik természetes forgalmi útvonalait és célpontjukká válhatnak a megerősödő ázsiai pénzügyi központok.

– A korábbi válságokkal (pl. ázsiai válság) ellentétben *a spekulatív befektetők (hedge fundok) fertőzőképessége most sokkal kisebbnek bizonyult.*¹⁵ A mostani válság terjedésében és világméretű likviditáshiány kialakulásában különösen jelentős szerepe volt bankközi hitelezési és elszámolási rendszereknek (Lámfalussy, 2008).

*A válságok okozta fertőzés azonban alapvetően földrajzi jelenség, bár a fertőzés iránya és intenzitása válságonként változó, de terjedésének földrajzi sajátosságai vizsgálhatók (Lámfalussy, 2008, Gál, 2010). A válságok átterjedésének („fertőzésének”) veszélye az integrálódó, és az egyre több országot összefogó reálgazdasági és pénzügyi piaci kapcsolatokkal egyre nő. A fertőzés terjedésében az országok, piacok és pénzügyi szektorok interdependenciái miatt kialakuló információs aszimmetriának és a nyájszellemlnek is jelentős a szerepe.*¹⁶ A fertőzések két típusát különíthetjük el, a külső hitelezők által terjesztett fertőzést, illetve a földrajzi közelség okozta fertőzést. *A külső hitelezők által terjesztett fertőzés* akkor következik be, amikor a fertőzést kiváltó ország mellett a szomszédos országokban is azonnal leáll a külföldi tőkebeáramlás (sudden stop). Mivel a fertőzés góccországban működő külföldi befektetők hasonlóan jelentős tőkeáttételű kitétséggel rendelkeznek az egész régióban, és a piacok összekapcsoltságát éppen a közös külső hitelezők (bankok, befektetési és fedezeti alapok) erősítik. *A földrajzi közelség okozta spillover-típusú fertőzés* kiváltó oka nem a belső fundamentumok állapotában rejlik, hanem az országok gazdasági és pénzügyi rendszerének összekapcsoltságában, erős interdependenciáiban rejlik. Ilyen fertőzés következett be Uruguay-ban, amikor a 2001-es argentin pénzügyi válság átterjedt, annak ellenére, hogy a hitelminősítők állampapírjait a válság átgyűrűzése előtt röviddel is alacsony kockázatúnak tartották.

A tőke mozgások földrajzi irányainak, a pénzügyi fertőzés terjedési csatornáinak és mechanizmusainak, a forró tőke menekülési útvonalainak feltérképezése a válságok idején igen tanulságos. Alábbiakban a pénzügyi válság első szakaszának néhány pénzügyi földrajzi sajátosságát tekintjük át röviden.

¹⁵Ugyanakkor a hedge fundok kockázathordozó hatásait nem szabad lebecsülni. 2008-09-ben is aktív piacsinálói voltak a hitelkockázat-áthelyezési piacoknak, s számos valutaspekulációs támadás, short ügylet mögött ott álltak.

¹⁶ A befektetők gyakran pontos helyi információk hiányában azon feltételezésen alapulnak, hogy a szomszédos országok hasonlóan egymáshoz, tehát a sokkhatást kiváltó válságtényezők nemcsak a fertőzési góccország, hanem a szomszédok esetében is jelen vannak.

A 2007-es hitelválság kitörése előtt éppen tíz évvel söpört végig a feltörekvő piacok egy részén az ázsiai pénzügyi válság, amely a térség pénzügyi piacainak nyitását követően a *spekulatív tőkemozgások jelentős felfutását majd tömeges menekülését okozta*. Az elemzők a rossz hitelekkel teletömött helyi bankrendszerek bedőlésének egyik okaként az intézményi és a felügyeleti hiányosságok mellett, a politikai, a banki és a vállalati elitek szoros összefonódását, illetve az erre épülő kockázatos hitelezési gyakorlatot, mint a „haverkapitalizmus” tipikus példáját emelte ki (*Mishkin, 2006*). Az ázsiai válság egyik tanulsága az volt, hogy az ázsiai-modell túlságosan szoros, helyspecifikus összefonódásait és kapcsolati bankolását (relationship banking) választotta az „arms length„ bankolás kevésbé kockázatos nyugati modelljével szemben (*Wójcik, 2000*).

Tíz évvel később, 2007-ben a nyugati, mindenekelőtt az amerikai bankok voltak teletömve subprime jelzáloghiteleikből strukturált értékpapírokkal. A helyi bankok kockázatos jelzáloghiteleiket továbbadták a befektetési bankok, illetve az újonnan alapított speciális befektetési intézményeknek, amelyek átcsomagolták és az így keletkezett strukturált értékpapírokat különböző értékpapírpiaci csatornákon magas hozamot és kockázatmentességet ígérve terítették a globális hitelcsatornákon keresztül. A hitelminősítők által megtámogatott termékeket a befektetési és kereskedelmi bankok globális hálózataikon keresztül hitelkövetelésként továbbértékesítették, illetve saját hitelfelvételeik fedezetéül használták. A termékeket terítő bankok és fedezeti alapok soha nem látták azokat a helyeket, ahol végső soron a fedezet alapjául szolgáló, és komoly hitelkockázatot hordozó rossz adósok ingatlana található.

A 2008-as pénzügyi válság detonátoráivá váló amerikai subprime hitelekből származtatott értékpapírok a Clark-O'Connor-modell alapján egyértelműen az opálos kategóriába sorolhatók. Ezek alapjául szolgáló subprime jelzáloghitelek területileg meglehetősen lokalizáltak voltak, elsősorban a spanyolajkú népesség által is lakott déli államokban koncentráálódtak. Tehát nem a subprime hitelek eredeti térbeli eloszlása, hanem hitelekből átcsomagolással képzett eszközfedezetű, ún. strukturált értékpapírokat keletkeztető OAD modell információs aszimmetriából adódó koordinációs zavarai és szabályozatlansága vezetett oda, hogy a kisebb arányban „bekevert” subprime hitelek a befektetési és univerzális bankok globális hálózatain keresztül világméretű pénzügyi válsággá terebélyesedő fertőzést okozhattak. A probléma alapvetően a pénzügyi piacokon meglévő *információs aszimmetria és a földrajzi távolság* összefüggésében gyökerezik. A CDO és CDS piac esetében az információs aszimmetria azért erős, mert nincs információ a becsomagolt termék alapjául szolgáló eszközök minőségéről, illetve azért is mert a pénzügyi termékek közvetítői és végső megvásárlói egyszerűen túl távol voltak a kockázatviselés helyétől, abban a téves hitben ringatták magukat, hogy a működőképesek a kockázatkezelés innovatív módszerei általános piaci sokk esetén is biztosított.. (*Gál, 2010*).

A modern portfólió-elméletek optimizmusa az elmúlt évtizedekben elhitette a piaci szereplőkkel, hogy az információkhoz való korlátlan hozzáférés lehetőséget ad a befektetések globális szintű diverzifikálására. Ugyanakkor az amerikai részvénytőzsi vizsgálatok is kimutatták, hogy a befektetők nemcsak a hazai részvényeket preferálják, de jelentős a helyi vagy közeli vállalatok papírjai iránti elkötelezettségük. Ennek oka éppen az, hogy a helyben megszerezhető információk megbízhatósága a befektetők számára fontosabb a távoli befektetések hozamvárományánál (*Coval és Moskowitz, 1999*). Maguk a legnagyobb befektetési bankok is igyekeztek helyi elemző (kockázat és hozamértékelő) részlegeiket létrehozni éppen az adott országbeli befektetéseikhez szükséges helyi információk megszerzése céljából. A helyi információk megszerzése azonban sokkal költségesebb folyamat, mint a nagy pénzügyi központok hitelminősítői által magasra értékelt és forgalomképesnek tűnő jelzálogalapú termékek megvásárlása, illetve széles körben való értékesítése.

A jelenlegi *válság-terjedésnek két térbeli csatornája* alakult ki: az *első*, amiben a válság a magterületekről a fertőzött értékpapírok közvetítésével a banki csatornákon keresztül az USA-ból áterjed az eurozóna bankjaira. A *második*, amikor a válság a másodrendű jelzáloghitel kitétséggel nem rendelkező feltörekvő országok piacaira is áterjed. Ez utóbbi a makrogazdasági fundamentumaik miatt sérülékenyebb országokat érinti, illetve azokat, ahol a jelentős külföldi banki jelenlét miatt az ország külső forrásokra való ráutaltsága erősebb. A mostani válság során egyetlen országnak sem sikerült, legyen az fejlődő vagy fejlett ország, elkerülnie a válság valamennyi hatását, ugyanakkor azok az országok, amelyeknek erősebbek voltak a gazdasági alapjai és nagyobbak a valutatartalékaik, illetve kevésbé integrálódtak a világgazdaságba többnyire könnyebben vészelik át a válságot. Azok az országok lettek a leginkább veszélyeztetettek, amelyek jobban ki voltak szolgáltatva a világgazdasági konjunktúra változásainak és nem rendelkeznek fejlett intézményrendszerrel. A pénzügyi válság elsősorban a nagyobb külső finanszírozási kitétséggel és jelentős folyó fizetési mérleg hiánnyal rendelkező országokat, illetve a döntően hitelből finanszírozott túlfűtött gazdaságokat sújtotta. A válság által leginkább érintett húsz fejlődő ország közül hét volt kelet-európai és közép-ázsiai, illetve nyolc latin-amerikai gazdaság volt. Ugyanakkor az említett feltörekvő piacok fertőzése anélkül következett be, hogy közvetlen másodrendű jelzálogkitétségük lett volna.¹⁷

A pénzügyi globalizáció szempontjából a két válság összevetésének van két fontos tanulsága: az első az, hogy a befektető sohase legyen túl közel, illetve túl távol befektetései helyszínétől. Láttuk mindkettő káros következményeit, a helyi összefonódásokat erősítő, túlságos közelség ugyanúgy veszélyeket rejt magában, mint a pénzügyi szolgáltatók és ügyfelek nagy távolsága. Az optimális középút megtalálása azért is fontos, mivel a mostani válság során ismét bebizonyosodott, hogy a piacok működése messze van a tökéletestől, s a modern kockázatkezelés innovatívnak hitt eszközei sem képesek a távolsággal exponenciálisan növekvő kockázatok és az információs aszimmetria kezelésére, amit az is tetéz, hogy a szabályozó hatóságok sem képesek lépést tartani ezekkel az innovációkkal. A válság ismét bebizonyította, hogy a pénzügyi piacokon a távolság és a földrajzi sajátosságok továbbra is számítanak! Mint láthattuk, éppen ezeknek a földrajzi sajátosságoknak a mellőzése növelte meg jelentősen a piaci kockázatokat. A mostani válság a közös tanulságokon túl azonban egy dologban, a geopolitikai következményeit tekintve mégis jelentősen különbözik az 1997/98-as ázsiai válságtól. Nevezetesen abban, hogy Ázsiából egykor ugyanazok az emblemikus nyugati pénzügyi szereplők mentették tőkéjüket, amelyek most, tíz évvel később hatalmas veszteségeik folytán az egykor válság sújtotta országok szuverén alapjainak tőkeinjekcióira szorultak.

Nem önmagában a globalizáció folyamata tehető felelőssé válságok kirobbanásáért, de a pénzügyi globalizáció által megteremtett keretfeltételek, a piacok kölcsönös függőségi viszonyai következtében *a válság tovagyűrűző hatásai a regionális folyamatokat is globálissá transzformálták*. A közgazdasági elméletek jelentős része nem is olyan rég a *globalizáció csillapító hatásairól* értekezett (Mishkin, 2006). *Egyfelől*, a pénzügyi globalizáció sikerét hangsúlyozó az institucionalista elméletek a pénzügyi intézményrendszer megerősítésében látták a feltörekvő piacok felzárkózásának zálogát. *Másfelől*, úgy gondolták, hogy ezeknek a csillapító hatásoknak a segítségével a válságok lokalizálhatók, földrajzi áterjedésük távolabbi régiókba megakadályozható. *Harmadszor*, a pénzügyi innovációkat és a kockázatkezelés új eszközeit mindenhatónak gondolták a

¹⁷ A másodlagos jelzálogpiaci válság földrajzi terjedését vizsgálva – a mérgező értékpapíroktól veszteséget szenvedő pénzügyi szereplők területi megoszlása alapján – látható, hogy ezek legnagyobb számban az USA-ban, illetve Nyugat-Európában koncentráálódtak, ez utóbbi belül Nagy-Britannia pénzügyi rendszerének kitétsége erős. Ausztráliában és Japánban csak kevesebb szereplőt érintett a fertőzés, míg lényegében a többi feltörekvő piac (Kelet-Európa is) 2007-ben fertőzésmentesnek mutatkozott (13.6. ábra).

globális szinten összekapcsolódó kockázatok kivédésére. A valódi rendszerproblémák és globális egyensúlytalanságok kezelésének folyamatos elmaradása eddig azonban mindig újabb válságokhoz vezetett. Ez történt a mostani pénzügyi válság esetében is. A tapasztalati újdonság viszont, hogy a mostani válság bebizonyította, hogy a globalizáció a fejlett világ pénzügyi rendszerét is sérülékennyé teheti. *A pénzügyi globalizációnak, a piacok integráltságának szabályozatlan környezetben tehát nincs fertőzés-mérséklő hatása. A válság éppen a pénzügyi piacok globális szintű integráltsága miatt nem volt regionális szinten lokalizálható, s a globalizáció, ahelyett, hogy tompítaná felerősíti a válság terjedését.* Paradox módon, a tőkekorlátot érvényesítő országok menekülnek meg a fertőzéstől, míg az integráltabb, jelentős külső finanszírozási kitettséggel rendelkező, egyensúlytalanságokkal küzdő országokat jobban sújtja. Bár a válság a fejlődőkből indul, de leginkább az egyensúlytalanságokkal sújtott feltörekvő piacokat érinti érzékenyen. Ha pénzügyi válság messze ható következményei nem is jelentik a pénzügyi globalizáció alkonyát, de az integrált pénzügyi piacok miatt minden korábnál gyorsabban terjedő válság nemcsak jelentősen visszavetheti a pénzügyi globalizáció korántsem irreverzibilis folyamatát, de jelentősen átrajzolhatja a világ pénzügyi térképét is. Vélhetően „ismét” hárompólusúvá válik a világ, a harmadik pólus biztos, hogy tovább erősödik Ázsiában, s a válság nyomán az is biztos, hogy a tőke keletről nyugatra áramlik majd.

5. Összefoglalás

A pénzügyi globalizáció térbeli folyamatai több területen megkérdőjelezik a korábbi jóslatokat, várakozásokat. *Egyrészt* a nemzetközi piacok integrálódása ellenére továbbra is fennáll a hazai piacok dominanciája, a befektetők előnyben részesítik a földrajzilag közelebb elhelyezkedő befektetési lehetőségeket. *Másrészt* a technológiai fejlődés és a globalizáció nem enyhítette a távoli földrajzi helyek között meglévő információs aszimmetriát, és nem növelte a nemzetközi pénzügyi rendszerek átláthatóságát sem. *Harmadszor*, a nemzetközi pénzügyi áramlások iránya nem biztosítja a tőkék volumenének nemzetközi kiegyenlítését, hanem pontosan az ellenkező irányban hat: a tőke a fejlődő régiókból a fejlett régiókba áramlik.

Ma már a pénzügyi áramlások jelentős része számítógépes rendszereken keresztül – egy virtuális térben – történik, sok helyen például a portfóliók globális diverzifikációjának lehetőségéről beszélnek. Azt gondolhatnánk, hogy ezzel szinte megszűnik a távolság, a „földrajz végéhez” érkeztünk el. Mégis, a pénzügyi piacok térbeliségének a fontossága növekszik, és ezt a szakma és az elmélet is igyekszik követni. E jelenség mögött sok gyakorlati és technikai ok is meghúzódhat. Továbbra is fontos szerepe van az időzónáknak, és továbbra is akadályozzák az integrációt olyan tényezők, mint a szabályozási és adózási környezet, az adminisztrációs terhek, a vállalati kultúra különbségei, a jelentős tranzakciós költségek és az információs aszimmetria. Cáfolható az a vélemény, amely szerint a fejlődés során a tér leértékelődik, és elveszíti szerepét a távolság és a térbeli differenciák léte. A globális pénzügyi központok koncentrációja is bizonyítja a térbeliség szerepét, mivel a helyhez kötött, személyes kapcsolatokon alapuló minőségi információk csak ezekben szerezhetők meg. Sőt, miközben a gazdasági tevékenységek globalizálódnak, a tartós versenyelőny forrásai továbbra is adott földrajzi helyekhez mint helyi bázisokhoz kötődnek, így összefonódik a globális és a lokális szerveződés.

Irodalomjegyzék

- Báger G. (2010): Financial Globalization. E-Learning Course Modules for Public Finance and Trade Programme of the United Nations Intitute for Training and Research (UNITAR), Geneva, 2010. 65. p.
- Balogh, T.(1982): The irrelevance of conventional economics. New York : Liveright.
- Bauman, Z. 1998: Globalization: The Human Consequences, New York, Columbia University Press, pp. 1–5.
- Bernek Á. (1999): A globális világgazdaság térszerveződése. In Nemes N. J. (szerk.): Helyek, terek, régiók, Budapest. Budapest, ELTE Regionális Földrajzi Tanszék. pp. 103-120. (Regionális Tudományi Tanulmányok 4.)
- Bernek, Á. – Farkas, P. (2002): A monetáris világ, a pénz „mindenhatóságának” politikai kérdőjelei. In.: Bernek, Á. (szerk.). A globális világ politikai földrajza. Budapest, Nemzeti tankönyvkiadó. pp.182-204.
- Boschma, R. (2005): Editorial: Role of Proximity in Interaction and Performance: Conceptual and Empirical Challenges. Regional Studies. Volume 39, Issue 1 February. pp. 41 - 45.
- Botos K. (szerk.) 2009: Idősödés és globalizáció, Tarsoly Kiadó, Budapest.
- Clark, G. L. – N. J. Thrift (2004): FX risk in time and space: managing dispersed knowledge in global finance. In The Sociology of Financial Markets edited by K Knorr Cetina and A. Preda. Oxford: Oxford University Press, pp. 229–249.
- Clark, G. L. – O’Connor, K. (1997): The informational content of financial products and the spatial structure of the global finance industry. In Spaces of Globalization: Reasserting the Power of the Local edited by K. Cox. New York: Guilford, pp. 89–114.
- Coval, J. and Moskowitz, T. (1999): Home bias at home: local equity preference in domestic portfolios, Journal of Finance 54, pp. 2045-2107.
- Cséfalvay, Z. (2004): Globalizáció I–II. Budapest, Nemzeti Tankönyvkiadó.
- Csontos L. – Király J. – László J. (1997): Az ezredévi nagy borzongás. – Közgazdasági Szemle, július-augusztus. 569-596.
- Faini R., Galli G., és Giannini C., (1993): Finance and development: the case of Southern Italy, In.: Giovannini A. (szerk.) Finance and Development: Issues and experience. Cambridge University Pres. Cambridge.
- Farkas, P. (2002): A globalizáció és fenyegetései – A világgazdaság és a gazdaságelméletek zavarai. Budapest, Aula.
- Feldstein, M. és Horioka, C. 1980: "Domestic Saving and International Capital Flows", Economic Journal **90**: 314–329,
- Fischer, S. (1999): "Reforming the International Financial System", Economic Journal. 109 (November 1999), F557-F576
- Gál Z. (2010): Pénzügyi piacok a globális térben: A válság szabdalta pénzügyi tér. Budapest: Akadémiai Kiadó, 2010. 780 p. (Pénzügy és számvitel). ISBN:978 963 05 8820 1.
- Gorman, S. – Malecki, E. (2001): Maybe the Death of Distance, But Not the End of Geography: The Internet as a Network. In Leinbach, T. R. – Brunn, S. D. (eds.): Worlds of Electronic Commerce: Economic, Geographical and Social Dimensions. New York, John Wiley. pp. 87–105.
- Gorman, S. (1998): The death of distance but not the end of geography: the Internet as a network. Working Paper. Regional Science Association, University of Florida.

- Grote, Michael H. – Florian A. Täube (2006): Offshoring the Financial Services Industry: Implications for the Evolution of Indian IT Clusters. – *Environment and Planning*. A 38. pp. 1287–1305.
- Hellyer, P. (1998): A globális pénzügyi válság túlélése – avagy a remények gazdaságtana. Budapest, Gondola 96' Kiadó.
- Kose, M. A., Prasad, E. Rogoff, K. and Wei1, S. (2006): Financial Globalization: A Reappraisal. IMF Working Paper, WP/06/189
- Krugman, P. (1991): *The Geography of Trade*. Cambridge, Massachusetts, London, England. The MIT Press.
- Krugman, P. (2000): A földrajz szerepe a fejlődésben. – *Tér és Társadalom*. 4. pp. 1–21.
- Lámfalussy S. (2008): Pénzügyi válságok a fejlődő országokban. Akadémiai. Budapest.
- Lányi K. (2001): Vázlat a globalizációnak nevezett jelenségkör értelmezéséről. – *Közgazdasági Szemle*. 6. pp. 498–519.
- Lucas, R. Jr. (1990): “Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?” *The American Economic Review*, Vol. 80, No. 2, pp. 92-96
- Martin, R. (1999): *The New Economic Geography of Money*. In: Martin R. (ed): *Money and the Space Economy*. Chichester, John Wiley & Sons. pp. 207–224.
- Mishkin, F. (2006): *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich*, Princeton University Press.
- Nagy E. (2010): A tőkeáramlás és a globális kereskedelem földrajzi dimenziói. In.: Mészáros R. (szerk.): *A globális gazdaság földrajzi dimenziói*. Budapest: Akadémiai Kiadó, 2010. 391 p. (Modern regionális tudomány).
- O'Brien, R. 1992: *Global Financial Integration: The End of the Geography*. London, Pinter Publishers limited.
- Ohmae, K. (1990): *The borderless World: Power and strategy in the interlinked economy*. London, Collins.
- Pete P. (1999): Gondolatok a „pénzvilág uralmáról”, a pénzügyi rendszer megnövekedett szerepéről. – *Közgazdasági Szemle*. Május. pp. 389-402.
- Poon, J. – Eldredge, B. – Yeung, D. (2004): Rank size distribution of international financial centres. – *International Regional Science Review*, 27, 4: 411–430.
- Porteous, D. (1995): *The Geography of Finance*. Aldershot, Avebury.
- Porter, M. (1998): *On Competition*. Harvard Business Review Books, Boston
- Rajan, R. – Prasad, E. – Subramanian, A. (2006): Patterns of international capital flows and their implications for economic development. Paper presented at the symposium “The new economic geography: Effects and policy implications”, Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY, 24–26 August.
- Ranciere, R. & Tornell, A. és Westermann, F. (2006): Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth, *Journal of Banking and Finance* 30, 2006, pp. 3331-3348
- Roberts, R.B. – Fishkind H. (1979): The role of monetary forces in regional economic activity: an Econometric Analysis. – *Journal of Regional Science*. 19. pp. 15–29.
- Rodrik, D. (1997): *Has Globalization Gone Too Far?*. Institute for International Economics.
- Sassen, S. 1995: On concentration and centrality in the global city. In: Knox, P. L. – Taylor, P. J. (eds.): *World Cities in a World System*. Cambridge, CUP. pp. 63–78
- Sassen, S. (1999): *Global Financial Centres*. – *Foreign Affairs*. Január/február. pp. 75–87.
- Sassen, S. (2004): *Cities in a world economy*. New York. Sagen.
- Stiglitz, J. (2002): *Globalization and its Discontents*. New York, Norton.
- Strange, S. (1986): *Casino capitalism*. Oxford, Blackwell.
- Stulz, R. (2005): The Limits of Financial Globalization, *Journal of Finance*, , vol. 60(4), pp 1595-1638.

- Summers, L. és J. Bradford DeLong (1994): “How Robust is the Growth-Machinery Nexus?” in *International Differences in Growth Rates: Marketing Globalization and Economic Areas*. In.: Baldassarri, Mario, Luigi Paganetto, and Edmunds Phelps, eds. (New York: St. Martin’s Press; London: Macmillan Press in association with *Rivista di Politica Economica* and CEIS, University Tor Vergata, Rome, 1994): pp. 5-54.
- Wilhelm, W. J. – Downing, J. D. (2001): *Information Markets*. Boston MA, Harvard Business School Press.
- Wojcik D. (2000): The East Asian banking sector overweight? *Environment and Planning A* 32-48
- Wójcik, D. (2002): Cross-border corporate ownership and capital market integration in Europe:evidence from portfolio and industrial holdings. *Journal of Economic Geography*. 2. pp.455–491.
- Wójcik, D. (2007a): Geographical concentration in international finance (előadás). Second global conference in *Economic Geography*. 2007. június, Peking.
- Wójcik, D. (2007b): The International Finance Index and its Derivatives. Working Papers in Work, Employment, and Finance, 12/07. OUCE.
- Wójcik, D. (2008). The role of proximity in secondary equity markets. Working paper, <http://www.ssrn.com> Clark, G., Dixon, A. and Monk, A. (eds.): *Managing Financial Risks: From Global to Local*. Forthcoming with Oxford University Press in 2009.
- Yeung, H. (1998): Capital, State and space: contesting the borderless world, *Transaction of Institutes of British Geographers*, 23, pp. 291–09.
- Yeung, H. (2002): The limits to globalization theory: a geographic perspective on global economic change. *Economic Geography*, Vol. 78 (3) pp. 285–305.