

Gál Zoltán

# A pénzügyi globalizáció és az eurózóna pénzügyi-monetáris integrációjának térbeli korlátai

**ÖSSZEFOGLALÓ:** A tanulmány a pénzügyi piacok térbeli sajátosságait a pénzügyi globalizáció és az eurózóna pénzügyi piacának fejlődési folyamatába ágyazva vizsgálja, s a pénzügyi szektor térbeli kötődését igazolja. A pénzügyi globalizáció „térbeli” korlátai közül kiemeli a befektetők hazai piacok iránti részrehajlását (*home-bias*), az információs aszimmetria távolságarányos perzisztenciáját és a tökéletlen tőkemobilitást. Igazolja, hogy a nemzetközi piacok integrálódása ellenére továbbra is fennáll a hazai (*domestic*) piacok dominanciája. A tanulmány rámutat arra, hogy az eurózóna elhúzódó válságát, tökéletlen pénzügyi és monetáris integrációját a pénzügyi globalizáció térbeli korlátai mellett az eurózóna pénzügyi integrációjának belső strukturális problémái és területi egyenlőtlenségei okozzák. Számos szemponttal bizonyítja, miért a pénzügyi piacok területén érvényesült legkevésbé az európai integráció elve, s igazolja, hogy az egységes monetáris politika – a fiskális integrációval együtt – sem segíti elő a reálkonvergenciát, ehhez a gazdasági és pénzügyi piaci integráció további elmélyítésére, a területi különbségek mérséklésére van szükség.

**KULCSSZAVAK:** pénzügyi globalizáció, nemzetközi pénzügyi piacok, információs aszimmetria, eurózóna, pénzügyi integráció

**JEL-kód:** F30, F62, G1, N 24

Napjainkra a közgazdasági gondolkodásban felértékelődött a térbeliség szerepe, s jelentős érdeklődés tapasztalható a gazdasági fejlődés földrajzi vonatkozásai, valamint a gazdasági tevékenységek térbeli kiterjedését illetően is. Annak ellenére, hogy a legfontosabb közgazdasági kategóriák mindegyikénél kimutatható, hogy eleve térbeli jellemzőkkel bírnak, a „mainstream” közgazdaságtan a nemzetgazdaságokat és a piacokat „térbeli kiterjedés nélküli pontonként” modellezte, amelyeken belül a termelési tényezők azonnal és költségek nélkül áthelyezhetők az egyik helyről a másikra.<sup>1</sup> *Paul Krugman* új gazdaságföldrajza és a regionális tudomány eredményei a gazdasági folyamatok térbeliségének „rehabilitálásával” új szemlé-

lettel gazdagították közgazdaságtudományt (Krugman, 1991).

A (gazdasági) tér felfedezése összefügg a világgazdaság globalizációs folyamataival, a fejlettségbeli különbségek tartóssá válásával, illetve területi különbségként való értelmezésével. A köztudatba a globalizációnak a kiegyenlítő és uniformizáló hatásai kerültek be elsősorban. Álláspontunk szerint a globalizáció és a pénzügyi globalizáció is egyszerre okozója és következménye is a területi egyenlőtlenségeknek, tehát alapvetően térbeli meghatározottságú folyamatok összessége. Az utóbbi években mind a vállalati, mind pedig a kormányzati döntésekbe mikroszinten és makroszinten egyaránt beépülnek a gazdaság működésének térbeli jellemzői (telephelyválasztás, globális értékláncok, hálózatok). Amíg az új gazdaság-

Levelezési e-cím: galz@rkk.hu

földrajz elmélete a makroszint felől közelítve endogenizálta a gazdasági teret, addig a *Mic-hael Porter* nevével fémjelzett lokális előnyök elmélete a tartós versenyelőnyöket nyújtó helyi üzleti környezetre, azaz a mikroszinre épít (Porter, 1998). Ez az új térgazdasági szemlélet azonban kevésbé jelenik meg a pénzügytan, illetve a pénzügyi piacok tanulmányozásában (Dusek, 2011; Gál, 2010, 2012a-b<sup>2</sup>).

A tanulmány a pénzügyi piacok térbeliségét mint pozitív externáliát<sup>3</sup> a pénzügyi globalizáció és az eurózána fejlődési folyamatába ágyazva elemzi. A pénzügyi globalizációt a cikk a pénzügyi piacok térbeli kiterjedéseként és földrajzi integrációjaként interpretálja. A nemzetközi pénzügyi piacok integrálódásának korlátait a pénzügyi globalizációról szóló mainstream és térgazdasági elméletek ütköztetésével vizsgálja. A tanulmány második része az eurózána válságának mélyebb, strukturális okait elemzi. A két téma együttes tárgyalásának magyarázata az, hogy a 2008-ban kirobbant világgazdasági válságot ugyan nem az eurózána belső anomáliái okozták, de az euróövezet elhúzódo regionális válságának szélesebb, a pénzügyi globalizáció egyensúlytalansági problémáira is visszavezethető összefüggései vannak. Ez a fejezet rámutat arra, hogy a pénzügyi globalizáció egyensúlyi problémáit az eurózána belső egyensúlytalansági felerősítették. Emiatt sújtja erősebben az eurózána bank-, adósság- a növekedési és fizetésimérleg-válság is. Az eurózána egyensúlytalanságainak nagyon erős a térgazdaságtani aspektusa, mivel azok a centrum-periféria elméleti keretrendszerébe illeszkednek. Számos újszerű szempontot vizsgálva a tanulmány rámutat arra, hogy az eurózána integrációjának belső strukturális problémái nagymértékben a pénzügyi piaci és a monetáris integráció hiányosságaira vezethetők vissza. A tanulmány egyik célja, hogy hozzájáruljon a pénzügyi globalizáció és az eurózána integrációs szakirodalmának új szempontú árnyalásához.

## A PÉNZÜGYI GLOBALIZÁCIÓ TÉRGAZDASÁGI ÉRTELMEZÉSEI

### A pénzügyi globalizáció térbeli dimenziói

A pénzügyi globalizáció térbeli meghatározottságú folyamat, ami egyszerre jelenti a pénzügyi rendszer határokon átnyúló földrajzi integrációját, a nemzeti pénzügyi piacok közötti kölcsönös függés átfogó és világméretű felerősödését, illetve a piaci egyenlőtlenségek elmélyülését (Gál, 2010). A pénzügyi globalizáció egybefonódott a tőkemozgás szabadságát biztosító piaci liberalizációval és deregulációval, ami a nemzetközi tőkebefektetések felfutását eredményezte. A folyamat során az a nemzeti pénzügyi piacok komplex módon integrálódnak a nemzetközi pénzügyi rendszerbe, illetve kapcsolatba kerülnek a nemzetközi pénzügyi rendszer intézményeivel (Stark, 2006; Kose és társai, 2006; Báger, 2011). A kérdés az, hogyan lehet feloldani az elektronikus pénzügyi tér távolságokat relativizáló hatása és a pénzügyi piaci működés térbeliségének növekvő fontossága közötti ellentmondást? Vajon a pénzügyi globalizáció vezethet-e, hogy a pénzvilág terének összeszűküléséhez, a földrajzi távolság mellett a pénzügyi tér jelentőségvesztéséhez? Elemzésünkben röviden bemutatjuk a pénzügyi globalizáció – térbeli attribútummal is rendelkező – nemzetállami, szabályozási, távolsági és információs korlátait, s ezeken keresztül a pénzügyi szektor erős térbeli kötődését igazoljuk.

A pénzügyi piacok térbeli kötődése és meghatározottsága az elektronikus piacok korában is nyilvánvaló, bármennyire is igyekezett a korabeli szakirodalom az internet „térromboló” szerepét a pénzügyi piacok esetében igazolni (O’Brien, 1992). Ugyanakkor a pénzügyi rendszereknek alapvető jellemzője a térbeli meghatározottság.

Egyrészt a pénzügyi rendszerek komplex intézményi háttérrel, illetve a tőkét kibocsátó és

befogadó telephelyekkel, irányító központokkal rendelkeznek. Ezáltal a pénz térbeli mozgása „lokalizálható” a földrajzi térben (Gál, 2010).

Másrészt a pénzügyi globalizáció egyenlőtlen folyamat. A tőke mozgásokat generáló és azok következtében felerősödő területi különbségek indukálják, azaz a pénz és a tőke mozgásait alapvetően a földrajzi tér különböző helyei között – a tőkeellátottságban, a kamatokban, profitrátákban, szabályozásban – meglévő területi különbségek, a piacok és a pénzügyi instrumentumok nagyfokú heterogenitása és területi differenciái generálják. A globalizáció pénzügyi aktorai éppen ezek területi különbségeiből eredő hasznot (telephelyi arbitrázs) fölözik le (Bernek, 2001; Cséfalvay, 2004).

Harmadrészt a pénzügyi piacokat a koncentrációs és a dekoncentrációs térformáló folyamatok együttese jellemzi.

Az információs technológiák nagymértékben kiszélesítették a pénzügyi intézmények földrajzi telephelyválasztásának lehetőségeit. A pénzügyi piacokon leginkább az elektronikus információátadás értékelte át jelentősen a fizikai távolság, illetve a földrajzi helyek és központok szerepét. A pénzügyi piacokon a földrajzi távolság szállítási költségvonzata háttérbe szorult.<sup>4</sup>

A hagyományos telephelyválasztásnál még meghatározó szállítási költség helyett az információ költsége vált döntő telepítő tényezővé. A hatékony piac elméletével (Fama, 1970; Bélyácz, 2011) szemben *Grossman* és *Stiglitz* (1980) azonban arra az álláspontra jutott, hogy a költség ellenében megszerzett információk miatt a piacok nem lehetnek tökéletesen hatékonyak, azaz az árakban sem tükröződhet minden információ. A hatékony piacoknak ugyancsak ellentmond az információs aszimmetria megléte, ami a pénzügyi piacoknak alapjellemezője. Ezek a piacokon a tranzakcióban részt vevő felek eltérő informáltsága jelentős mértékben függ térbeli elhelyezke-

désüktől. Az információs aszimmetria erősen távolságfüggő, s ez utóbbi növekedésével arányosan nő a piaci szereplők közötti információs távolság is (Faini et al., 1993; Porteous, 1995). A távolság szerepe azonban – különösen a minőségi információk megszerzése tekintetében – továbbra sem csökken. Minél több rejtett tudást igényel egy tranzakció, annál közelebb települnek egymáshoz az ügyfelek, mivel az itt generálódó információ értéke a távolsággal csökken (Grote, 2003).

A pénzügyi piacok egy hatalmas információfeldolgozó rendszernek is felfoghatók, amelyben nemcsak az információ mennyisége, költsége, de a minősége is meghatározó telephelyképző tényezővé vált. A hatékony piacok elmélete a bőségesen és költségmentesen rendelkezésre álló információban hisz. Ugyanakkor az információnak nemcsak a megszerzése, de a feldolgozása és a befektetési döntéshozatal is jelentős tranzakciós költségeket generál (Bélyácz, 2011). Amíg a standard információ lényegében napjainkra globálissá vált s a digitális technológiának köszönhetően bárhol elérhető, addig a nem szabványosított, rejtett tudást tartalmazó minőségi információk továbbra is csak néhány központban koncentrálnak. Csak a legnagyobb nemzetközi pénzügyi központok tudják biztosítani a minőségi információ feldolgozásához szükséges infrastruktúrát. (Sassen, 2004). A minőségi információ tehát továbbra is csak a legnagyobb szolgáltatók intézményi hátterével, illetve magas költséggel megszerezhető – ezért csak néhány nemzetközi pénzügyi központban hozzáférhető – koncentrált és költséges piaci prémium maradt (Gál, 2010).

A földrajzi (telep)hely szerepe meghatározó a pénzügyi piacokon is. Ez a piacok térbeli meghatározottságának egyik alapjellemezője. Egyfelől, azok a központi helyek, amelyek képesek kiaknázni az információk által nyújtott előnyöket, a világ vezető pénzügyi központjaivá váltak. Ezek a nemzetközi pénzügyi

központok monopolizálják az információt, globális hálózati kapcsolatokat építenek, illetve ellenőrzést gyakorolnak a pénzügyi piacok telephelyei felett. Másfelől, paradox módon éppen a szolgáltató tevékenységek decentralizációja igényli a stratégiai irányító funkciók e központokban történő összevonását (Sassen, 1999, 2004). A pénzügyi tevékenységek agglomerálódásából származó méretgazdaságossági előnyök kihasználásának továbbra is meghatározó a szerepe. A hatékony piacok elmélete is feltételez egyfajta piaci agglomerálódást, ugyanis kimondja, hogy minél több a jól informált piaci szereplő, illetve minél gyorsabb az információ terjedése, annál hatékonyabb a piac, s annál gyorsabban képes az új információkra átváltozással reagálni (Fama, 1970).

A koncentráció mellett a dekoncentráció (például a méretgazdaságossági hátrányok, immobil tényezőkhöz hozzáférés, negatív externáliák), illetve a vállalati hálózatok regionális szintű decentralizálása is szerepet játszik a pénzügyi piacok térszerveződésében. Miközben a gazdasági tevékenységek globalizálódnak, a vállalatok tartós versenyelőnyeinek forrásai lokalizálódnak, így a tőke erős mobilitása ellenére meglehetősen helyspecifikus maradt. A helyi piacokról szóló ismeretek megszerzése – mint az információs aszimmetria csökkentésének eszköze – kulcsszerepet foglal el a transznacionális pénzügyi vállalatok hálózatépítő stratégiájában. A helyspecifikus ismeretek megszerzése e vállalatok esetében is sokéves helyi működési tapasztalatot igényel, s a nemzetközi tőke helyi beágyazottságát is megköveteli (Porter, 1998; Yeung, 1998, 2002).

### A pénzügyi globalizáció (térbeli) korlátai

A pénzügyi globalizáció korlátait hangsúlyozó kritikusok szerint a pénzügyi globalizáció folyamatai számos területen megkérdőjelezik

a pénzügyi globalizációval kapcsolatos állításokat és várakozásokat (Stulz, 2005). A következőkben áttekintjük a pénzügyi globalizációval kapcsolatos legfontosabb mainstream és kritikai elméleti felfogásokat, amelyeket részben elméleti alapon, részben pedig empirikus adatbázis segítségével cáfolunk.

### *A pénzügyi globalizáció korlátozásmentes fejlődését cáfoló elméletek*

Az elmúlt évtizedekben a nemzetközi piacok globális integrálódása érte el a legmagasabb szintet, azonban e piacok integrálódásának is vannak piaci és földrajzi korlátai. Ma is fennáll a hazai (*domestic*) piacok dominanciája, bár a nemzetközi (határokon át integrált) piacok térnyerése jelentősen felgyorsult az elmúlt évtizedekben. Az 1980-as évek elején a befektetők csak portfóliójuk 5 százalékát fektették külföldi értékpapírokba. Ezzel szemben a 2000-es évek derekán 15–20 százalékos arányok teljesen szokványossá váltak, de néhány kisebb, fejlett pénzügyi piaccal rendelkező országban a portfóliók egyharmadát is meghaladta a külföldi eszközök aránya (Gál, 2010). Ebben az alfejezetben a hazai piacok iránti preferencia, a befektetési/beruházási, a tőkeáramlás-elméleteket tekintjük át, amelyek segítségével azt bizonyítjuk, hogy a tőke nagyfokú nemzetköziesedése ellenére is megőrizte anyaországi sajátosságait.

① A pénzügyi piaci szereplők befektetési portfóliójuk kialakításánál – a távolsággal növekvő információs aszimmetria miatt – a hazai piacon meglévő információs előnyeket igyekeznek kihasználni. A befektetők hazai piacok iránti részleghajlását (*home-bias*) – a külföldi befektetési hozamok magasabb potenciális megtérülési rátája ellenére – számos tényező indokolja: a nemzetközi befektetések nagyobb volatilitása, magasabb tranzakciós költsége, az adórendszer, a vásárlóerő-paritás eltérései és a kulturális tényezők. Az amerikai befektetők körében végzett vizsgálat kimutatta, hogy kü-

lönösen a kisbefektetők fektetnek szívesen a hozzájuk közelebb eső eszközökbe. Az amerikai kisbefektetők részvényportfólióinak 85 százaléka hazai papírokból állt, s ennek harmadát olyan vállalati részvényekben tartják, amelyek székhelye a befektetők 250 km-es körzetében található (Coval és Moscovitz, 1999). A kisbefektetők helyi értékpapírok iránti preferenciája a megszerezhető információk megbízhatóságában gyökerezik. A távolsággal nemcsak az információk értéke csökkenhet, de megnő a részvénykibocsátók és a befektetők közötti ügynökprobléma veszélye is. Ugyanakkor ez a távolság általában nagyobb a nagybefektetők esetében. A legnagyobb nyugdíjalapok helyi befektetéseit is egyfajta hozamfelárral jutalmazza a piac, mivel a vállalati központok és a kereskedők közötti földrajzi közelség pozitív korrelációt mutat a kapcsolat és a hozamok eredményességét tekintve. *Wójcik* (2002) európai vizsgálatai is megerősítették, hogy a határon átnyúló befektetők a kisebb távolságra lévő befektetési célországokat preferálják.

② A tőkéletes nemzetközi tőkemobilitás elméletét és a modern portfólióelméletet cáfoló úgynevezett Feldstein–Horioka-rejtély (1980) szerint a portfólióbefektetők a hazai megtakarításaik többségét azok származási országában fektetik be. A hazai befektetések és a hazai megtakarítások között tehát továbbra is erős a korreláció. Mindez azt is eredményezi, hogy a belföldi megtakarítások a külföldi befektetési lehetőségek helyett döntően a hazai piacokat választják. Az összefüggés erőssége a pénzügyi globalizáció elmélyülésével ugyan csökkent, de az elmélet létjogosultságát a fejlődő országok (amelyek önfinanszírozási rátája nem mutatott jelentős változást a későbbi vizsgálatokban sem), illetve a nagyobb pénz- és tőkepiaci nyitottság estében is igazolták (Gál, 2010). A hazai befektetések iránti tartós preferenciát többek között a külföldi befektetések magasabb kockázati felárával és a tőkekontrollal magyarázzák (Stulz, 2005).

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-paradoxon (1990) kimondja, hogy a tőkeáramlás – a hasonló hozamok ellenére is – elsősorban a fejlett országok között zajlik. A globális pénzügyi integráció tehát a tőkében gazdag észak, illetve az egykor 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 (Gál, 2010). A tőkeáramlások tankönyvi tételeit napjaink tőkeáramlásai radikálisan cáfolják. Immáron a harmadik paradigma jelent meg az irodalomban: fejlettből-fejlődőbe, fejlettből fejlettbe, s napjainkban fejlődő országból fejlett országokba, illetve a feltörekvő piacok között áramló tőkeáramlások is jellemzőek. Ahogy nem lehetett megérteni a „tankönyvi” tétellel szembenálló jelenséget, a fejlettből-fejlettekbe áramló tőkét annak behatóbb tanulmányozása nélkül, úgy aligha lehet megérteni korunk pénzáramlási tendenciáit a globális világ pénzügyi földrajzának tanulmányozása nélkül (Botos, 2009).

④ A részvénypiacok 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 tőzsdei jegyzések (*cross-listing*) is számos akadályba ütköznek, következésképpen a tőzsdéken továbbra is többségében a hazai papírok forognak (*lásd 1. táblázat*). A külföldi tőzsdén való kibocsátás azonban a globalizáció egyik fontos indikátora, s ennek korlátai is szoros összefüggést mutatnak a vállalatirányítás rendszerével.

5 Az országhatárok továbbra is meghatározók a tulajdonosi szerkezet és a vállalatirányítás tekintetében. A legtöbb vállalat továbbra is „koncentrált” családi tulajdon, s a gyenge részvényesi érdekvédelemmel rendelkező országokban (például Németország) a szórt részvénytulajdon aránya mindössze 12 százalék, míg a tulajdonosi jogokat erősebben érvényesítő angolszász országok esetében 48 százalék. 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 (Stulz, 2005).

### ***A nemzetközi pénzügyi piacok nagyságrendi fölénye?***

A világ pénzügyi piacain bekövetkezett változásokat a nemzetközi pénzügyi szuperstruktúráról értekező kritikai szakirodalom két fő hipotézis köré csoportosította (Strange, 1986). Az első megközelítés a nemzetközi pénzügyeket a leginkább globalizált gazdasági szektornak, illetve a nemzetközi pénzügyi piacokat a legnagyobb volumenű piacoknak tekinti (Bauman, 1998; Bernek és Farkas, 2002). A második megközelítés a nemzetközi pénzügyi piacok hazai piacok feletti dominanciáját emelte ki. Érvelésük alapján a pénzügyi szektor nemzetköziesedése a hazai pénzügyek rovására megy végbe, következésképpen a nemzetközi pénzügyi piacok (nagyságrendi) fölénybe kerültek a hazai piacokkal szemben (Strange, 1986; Lányi, 2001). A következőkben arra keressük a választ, hogy vajon empirikus vizsgálattal igazolhatók, illetve cáfolhatók-e ezek az állítások.

A pénzügyi szektor kétségtelenül a világgazdaság egyik legglobalizáltabb és legnagyobb volumenű szolgáltató ágazata. A pénzügyi piacok nagysága, azaz a pénzügyi eszközökben megtestesült vagyon több mint négyszeresével túl a világ GDP-jét 2007-ben.

A 2008-ban kezdődő pénzügyi és világgazdasági válság ellenére a pénzügyi eszközállomány nominális értéke tovább nőtt, ugyanakkor a reálgazdasághoz (GDP) mért súlya kismértékben csökkent (1. táblázat).

Ha megvizsgáljuk a nemzetközi és a hazai (*domestic*) piacok egymáshoz viszonyított arányát három jellemző piaci szegmensben, akkor megfigyelhető, hogy a hazai piacok nagysága meghaladja a nemzetközi (azaz a határon átnyúló transzferekkel érintett) piacokét. Az aggregált adatsoraiból látható, az adósságpapír-piacok nemzetköziesedettsége érte el a legmagasabb fokot. Ugyanakkor e szegmens esetében is megmaradt a hazai piacok dominanciája. Ugyanakkor a világgazdaságban végigsöprő általános és szuverén adósságválás hatására a külföldi adósságpapírok részaránya jelentősen csökkent (lásd 1. táblázat, 1. ábra). A nemzetközi banki eszközállomány visszaesése közvetlen következménye a 2008-ban kezdődő pénzügyi válságnak, a bankközi piac összeomlásának és a határon átnyúló vállalati hitelezés leépülésének. 2012-ben a nemzetközi bankpiac aránya már csak negyede volt a hazai bankpiacok, illetve alig több mint egytizede globális eszközállomány nagyságának. A külföldi tőzsdéken jegyzett vállalatok forgalma a tőkepiaci expanzió csúcsideszakában is alacsony maradt, s a válság hatására ez is csökkenő tendenciát mutat. Megállapíthatjuk tehát, hogy a nemzetközi pénzügyi piacoknak a hazai pénzügyi piacok feletti dominanciája nem bizonyítható. A pénzügyi globalizáció integráló hatása és a határon átnyúló pénzügyi transzferek ezredfordulót követő felfutása ellenére a hazai piacok dominanciája megmaradt. A válság a nemzetközi piacok forgalmának, azaz a határon átnyúló tranzakcióinak gyors visszaesését okozta (Gál, 2010).

A pénzügyi globalizáció ciklikus fejlődését igazolja a nemzetközi piaci szegmensek expanziója a konjunktúra időszakában, illetve visszahúzódásuk a válságok idején. A pénz-

**A PÉNZÜGYI PIACOK NEMZETKÖZIESEDÉSE, 1995–2012**

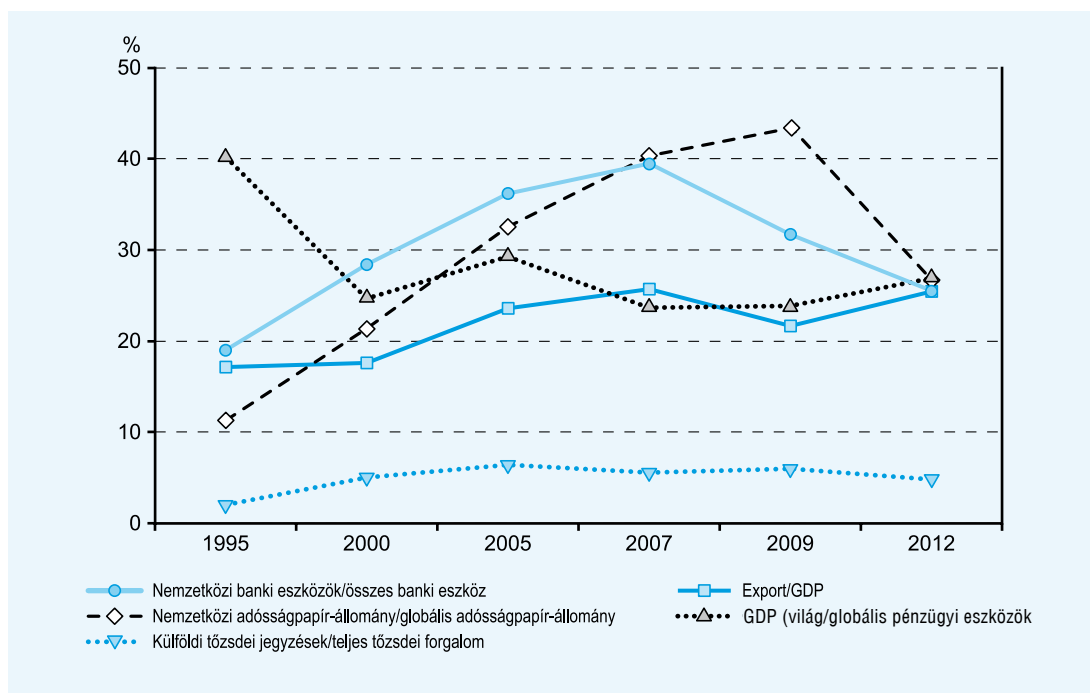
	1995	2000	2005	2007	2009	2012
<b>Globális pénzügyi eszközök (Mrd USD)</b>	75 000	150 069	151 790	229 712	242 264	268 585
GDP (világ)	30 125	30 995	44 445	54 545	57 920	72 216
Globális pénzügyi eszközök/GDP (százalék)	<b>249</b>	<b>484</b>	<b>342</b>	<b>421</b>	<b>418</b>	<b>372</b>
<b>Banki eszközök (Mrd USD)</b>	42 484	37 900	56 000	84 785	95 500	116 956
ebből nemzetközi (CB)	8 072	10 765	20 263	33 440	30 267	29 800
százalék	<b>19</b>	<b>28,4</b>	<b>36,2</b>	<b>39,4</b>	<b>31,7</b>	<b>25,5</b>
<b>Adósságpapír-állomány (Mrd USD)</b>	24 881	29 810	43 731	56 260	61 981	82 476
ebből nemzetközi (CB)	2 802	6377	14 263	22 710	26 900	22 024
százalék	<b>11,3</b>	<b>21,4</b>	<b>32,6</b>	<b>40,4</b>	<b>43,4</b>	<b>26,7</b>
<b>Tőzsdei forgalom (Mrd USD)</b>	11 000	26 780	44 659	89 360	59 214	46 687
ebből külföldi tőzsdei jegyzések forgalma	n.a	1 323	2 863	4 981	3 526	2 228
százalék	<b>n.a</b>	<b>5,0</b>	<b>6,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>4,8</b>

Forrás: IMF, BIS, WFE statisztikák<sup>6</sup> alapján a szerző számításai. CB:Cross-Border, határon átnyúló

1. ábra

**A PÉNZÜGYI PIACOK NEMZETKÖZIESEDÉSE, 1995–2012**

(A nemzetközi eszközállomány és a hazai pénzügyi piaci eszközök aránya, százalék)



Forrás: IMF-, BIS-, WFE-statisztikák alapján a szerző számításai

ügyi globalizáció korlátlan fejlődését azonban leginkább a fejlett gazdaságok belső piacait közvetetten erősítő korlátok gátolják. Ezek leginkább a hazai piacok iránti befektetői preferencia továbbélésében, az önfinanszírozási ráta jelentős súlyában, a fejlett piacok felé irányuló tőkeáramlás dominanciájában, valamint a hazai vállalatok érdekeit védő ügynök-problémában öltenek testet.

## AZ EURÓZÓNA PÉNZÜGYI PIACI ÉS MONETÁRIS INTEGRÁCIÓJÁNAK KORLÁTAI A VÁLSÁG TÜKRÉBEN

A következő fejezetben az eurózóna válsága kapcsán a valutaövezet pénzügyi piaci és monetáris integrációjának strukturális problémáit vizsgáljuk meg. Az eurózóna kevésbé volt képes megbirkózni a sokkhatásokkal és az Egyesült Államoknál gyengébb alkalmazkodó képességet (*resilience*) mutat, ami hosszan elhúzódó válságot eredményezett. Ez a fejezet rámutat arra, hogy a pénzügyi globalizáció egyensúlytalanságait az eurózóna pénzügyi integrációjának belső strukturális problémái, illetve az egyensúlytalanság földrajzi anomáliái tovább súlyosbították.

Az eurózóna adósságválságának okai között egyszerre szerepel a reálgazdaság strukturális és rugalmassági jellemzőinek problémája, a pénzügyi-monetáris integráció hiányosságai, illetve a közösségi szinten koordinált gazdaságpolitika anomáliái (növekedési áldozatra építő adósságkezelés; a nominális konvergenciakritériumok fenntarthatósági problémája). Az adósságválság következtében a fejlett és fejletlenebb országok közötti különbségek kiütköztek, amelyek a reálfelzárkózással küzdő (importtúlsúlyos) mediterrán országokban a folyó fizetési mérleg hiányát tartósította.<sup>6</sup> Az eladósodás közvetlen oka a bankmentés tetemes költsége volt, ami költségvetési hiánnyá és így növekvő adósságál-

lománnyá transzformálódott (Rácz, 2012). A legnagyobb államadóssággal rendelkező és lassuló növekedésű országok valutaleértékeléssel nem tudják serkenteni gazdaságukat, csak a termelékenység növelése marad radikális, de társadalmi veszélyeket rejtő reformokkal (bér-csökkenés).

Az eurózónán belüli fejlettségbeli különbségek a makrogazdasági mutatók (növekedés, infláció, folyó fizetési mérlegek) heterogenitásában is megmutatkoznak. E heterogenitásból következően az eurózóna egyes országainak integrációs kapacitása is jelentősen eltér egymástól. Az adósságválság kirobbanásának egyik közvetlen oka az volt, hogy a nemzetközi pénzügyi piacok sokkal integráltabbnak bizonyultak, mint magának eurózónának a pénzügyi piaca. Ebből következően a sokkhatások gyorsabban begyűrűztek az európai piacokra, a legnagyobb európai bankok válságba jutottak (mérgezett papírok). A tökéletes piaci integráció és az egységes szabályozási mechanizmusok hiánya nemcsak a bankközi hitelezést állította le, de a bankmentő mechanizmusok összehangolását is megnehezítette. Jelentős részben a bankmentés által generált adósság-probléma rávilágított az eurózóna válságnak tágabb okaira: nevezetesen a pénzügyi piaci, a monetáris és a reálgazdasági integráltság alacsonyabb fokára.

A következőkben az első kettő áttekintésére vállalkozunk a területi pénzügyek vizsgálati szempontjait is beemelve az elemzésbe. Megvizsgáljuk a pénzügyi piaci integráció néhány elemét, illetve a monetáris unió hatását az európai pénzügyi piacok integrációjára rávilágítva az az integráció komoly korlátaira. Főképp ezek az anomáliák vezettek – a pénzügyi integráció nem megfelelő mélysége miatt is – az eurózóna rendszerspecifikus válságához. Cáfoljuk azt a nézetet, amely szerint pénzügyi piacait tekintve az eurózóna teljesen integrált lenne. A területi heterogenitásból adódó földrajzi különbségek, nemzetgazdasági, régiós és a



centrum perifériasajátosságok a pénzügyi piacok esetében is megmaradtak.

### A pénzügyi piaci integráció (térbeli) korlátai

Az eurózóna adósságválsága kapcsán a szakirodalom a monetáris, fiskális és a szabályozási rendszer hiányosságait emelik ki. Ugyanakkor ezek működési zavarai nagymértékben a pénzügyi piacok és a reálgazdasági szféra egyensúlytalanságaira vezethetők vissza. Az integráció fő deficitjét, a reálkonvergencia és a pénzügyi piacok tökéletes integrációjának hiánya okozza. Az aszimmetriából fakadó gondok megoldását már *Mundell* (1973) is a pénz- és tőkepiacok integrálásában látta.<sup>7</sup>

Az Európai Unió nemcsak a világ legnagyobb áru- és szolgáltatási piaca, de pénzügyi eszközállományát tekintve legnagyobb pénzügyi piaca is. Ezen belül az eurózóna az USA után a második legnagyobb pénzügyi piac.<sup>8</sup> Az európai tőkepiac integráltsága elmarad az amerikaitól, nem beszélve arról, hogy az EU gazdaság-szabályozó intézményrendszere törekeny, válság idején nehezen működik, s a teljesen integrált fiskális politika hiánya a sokkhatásokra való reagálás eredményességét is korlátozza.

A következőkben az eurózóna pénzügyi piaci integrációjának azokat a korlátait mutatjuk be, amelyeket a közgazdasági viták nem minden esetben fókuszálnak. Többek között azért sem, mert az elemzések többsége a pénzügyi piacok integrációját előrehaladottnak és befejezettnek tekintette, emiatt a monetáris és fiskális integráció aspektusai mellett a pénzügyi piacok integrációjának vizsgálata háttérbe szorult.

A fokozatosan mélyülő európai pénzügyi piac – azonban az integráció ellenére – nem egységes, több, földrajzilag is elkülönülő pénzügyi részpiacből áll. Ezek közül kétségtelenül a legnagyobb az eurózóna, ami 2012-ben

70 százalékát adta Európa (EEA) eszközállományának (IMF GFSR, 2013. április). Az eurózóna pénzügyi piaci integrációját korlátozza az a tény, hogy a tágabb és szűkebb integrációból kimaradtak olyan globális jelentőségű pénzügyi piacok, mint Nagy-Britannia, Svájc (illetve a skandináv államok). Ez a valutaövezet kritikus piaci méretét és pénzügyi mélységét csökkenti, mivel a kimaradó jelentős piacok eszközállománya az eurózóna eszközeinek 52 százaléka (IMF GFSR, 2013. április). Egyes pénzügyi szegmensek (deviza/derivatív piacok) súlypontja az eurózónán kívül Londonban van. A Londoni tőzsde (LSE) kapitalizációja például önmagában is eléri az eurózóna tőzsdei kapitalizációjának kétharmadát. Szabályozási szempontból mind Svájc, mind a Nagy-Britanniához tartozó csatornaszigetek „offshore jellegű” befektetési környezetet kínálva az euróövezet tőkeáramlásainak legfontosabb elszívói. Válság esetén mind Svájc, mind pedig London az eurózóna befektetőinek egyik menekülési desztinációja. Amíg, akár a svájci banktitok kérdésében, illetve London, mint nemzetközi pénzügyi központ szabályozását illetően sikertelenek az eurózóna döntéshozói, addig az európai pénzügyi piacok teljes stabilitása „belülről” sem biztosítható.

Az euró bevezetésével a világ legnagyobb kötvény- és második legnagyobb részvénypiaci jött létre. A kötvénypiacokon mélyült el leginkább az integráció. Ez a kötvénypiac volumenének dinamikus bővülésében, a kötvényhozamok konvergenciájában és a határokon átnyúló transzferek megnövekedésében öltött testet. Az állampapírpiacon (*Eurobond market*) bekövetkezett kamatkonvergencia következtében (ami csökkenő kötvényhozamokat eredményezett) a mediterrán periféria országai például inflációs rátájuk alatt, olcsóbban jutottak finanszírozási forráshoz a kötvénypiacokon, mint az euró bevezetése előtt. Mindez a válság előtt is hozzájárult az alacsony

termelékenységű országok „könnyű” eladósodásához. A pénzügyi szereplők mérlegében növekvő arányt képviselt az egységes európai piachoz kötődő eszközök aránya<sup>9</sup> (Gál, 2010). A válság óta az államkötvények hozamaiban az erős divergencia következtében az euró bevezetése előtti időszakhoz hasonló, földrajzilag is szegmentált hozamkülönbségek alakultak ki az eurózónán belül. Ma erős a törekvés a bankszektorban is a külföldi adósságpapírok arányának csökkentésére.

Az európai részvényárfolyamok és hozamok egyre inkább együttmozogtak az euró bevezetését követően s sokkal inkább függtek az európai szintű, mint a helyi sokkhatásoktól. A tőzsdék méretét és integrációját tekintve az európai tőzsdék világa a fúziók ellenére is szétaprózott (a New York-i tőzsdék piaci értéke 2007-ben 2,5-szerese, 2012-ben 1,6-szorosa volt a Londoni és a Deutsche Börze együttes értékének). Az európai tőkepiaci integráció ellen hat az is, hogy a legnagyobb tőzsdéfúziók nem az EU-n belül, hanem a transzatlanti térben jöttek létre (WFE Annual Report, 2008, 2013).

Az európai pénzügyi piacokon alapvető változások zajlottak s az eurózónában is megindult az értékpapírosodás felfutása és az intézményi befektetők jelentősége megnőtt. Mindezen változások ellenére a banki finanszírozás domináns szerepe megmaradt.<sup>10</sup> A banki eszközök 2007-ben az összes pénzügyi eszköz 48 százalékát tették ki az eurózónán belül (az USA-ban 18 százalékát), ami 2012-ig 52 százalékra nőtt (ECB, 2013). A bankszektor meghatározó szerepe miatt e szektor tökéletes integrációja nélkül nem valósulhat meg az eurózóna pénzügyi piacainak optimális integrációja.

Az integráció egyik ismérve az intenzív határokon átnyúló tőkeáramlás növekedése. Az euró bevezetésével megélné a határon átnyúló közvetlen szolgáltatásnyújtás, s a befektetők egyre inkább egy páneurópai stratégiai

szemlélet alapján működtek. Az eurózóna és a világgazdaság többi része között is jelentős volt a pénzügyi transzferek felfutása. Ugyanakkor a határon átnyúló banki hitelezés – különösen a retail bankpiacokon – nem jelentős. 2007-ben az eurózóna 7400 bankjából kevesebb, mint ötszáznak volt határon átnyúló banki szolgáltatása (ECB, 2009).<sup>11</sup>

A vállalati és a tulajdonosi szerkezet változása a bankszektorban is kisebb mélységű integrációról tanúskodott. A pénzügyi piacok térszerződését is érintő legfontosabb változás a fúziók és felvásárlások, illetve a kereszttulajdonlás révén a külföldi bankok részesedésének megnövekedése. Az eurózóna létrejötte előtt felgyorsult a koncentrációs és fúziós folyamat (ennek 60 százaléka a bankszektoron belül zajlott) fő motiválója az amerikai nagybankok méretétől jelentősen elmaradó európai nagybankok kialakítása, illetve az első lépések megtétele a pánregionális (NORDEA, Fortis-Dexia, Unicredit) pénzügyi konglomerátumok kialakítása irányába (Gál, 2010). A nagybankok földrajzi hatókörének kiterjesztése erősítette a szinergiahatásokat. Ugyanakkor az egyes országokon belüli konszolidációs hullámhoz hasonló határon átnyúló bankfúziók, néhány példától eltekintve nem valósultak meg.<sup>12</sup> Az M&A és a leánybankvásárlás-ügyletek azonban nem csak a pénzügyi stabilitásra hatnak. A pénzügyi szolgáltatók határon átnyúló tevékenységének kiszélesedése következtében az egyes nemzeti piacok sérülékennyé válhatnak egy-egy rendszerszerű kockázatot hordozó szolgáltató jelenléte miatt. A nagyobb tagállamok bankrendszerei közötti kereszttulajdonlás korlátait a nemzeti bankrendszerek között meglévő strukturális különbségek, az eltérő vállalatirányítási és nemzeti szabályozási rendszerekből fakadó anomáliák, s nem utolsósorban az eltérő kulturális különbségek is erősítették (Gál, 2010).

Az eurózónabeli bankok külföldi fiók- és leánybankjainak részesedése a teljes eszközál-

lományból a válságot megelőző 19 százalékról 2012-re 16 százalékra, majd 13 százalékra esett vissza 2013-ra. Ezek a mediánértékek országonként ez jelentős – 30 és az 5 százalék közötti – szóródást mutatnak. (ECB, 2014).<sup>13</sup> Ezek az átlagos adatok azonban elfedik az országok közötti hatalmas különbségeket a külföldi banktulajdon arányát tekintve. Az eurózónában átlagosan 15 százalék (a legnagyobb bankpiacokon 10 százalék alatti) külföldi banktulajdon aránya. Paradox módon az átlagosan 80 százalékos külföldi tulajdonosi arányú kelet-közép-európai (euróvezeti és nem euróvezeti) országok bankrendszere – az eurózána anyabankjaihoz kötő leánybankok révén – sokkal jobban integrálódott az eurózána, mint a zána magországaiknak bankrendszerei.

Az eurózána válságának egyik szimptomája a külföldi banki kitétségek által megnövelt fertőzészveszély. Az eurózána nemzeti bankrendszereinek integrációjának hiányosságaira rávilágít az a tény is, hogy a tagállamok közötti határon átnyúló áramlások külső követelés- és/vagy adósságállományként jelennek meg, tehát ezek az övezeten belül is külső egyensúlytalanságokat generáltak. (Ez a helyzet a fiskális és politikai integráció esetén nem állna fenn.) A nagybani bankpiacon a határon átnyúló tőkeáramlások fellendülése követte a hitelexpanzió időszakát. Az EU-bankok követelésállományának negyede a PIIGS- (Portugália, Írország, Olaszország, Görögország, Spanyolország) országokban volt kihelyezve. A francia és német bankok esetében a PIIGS-irányú kitétség egyharmados arányt képviselt, ami az adósságválság kapcsán a kölcsönös függőség problémáját exponálta.

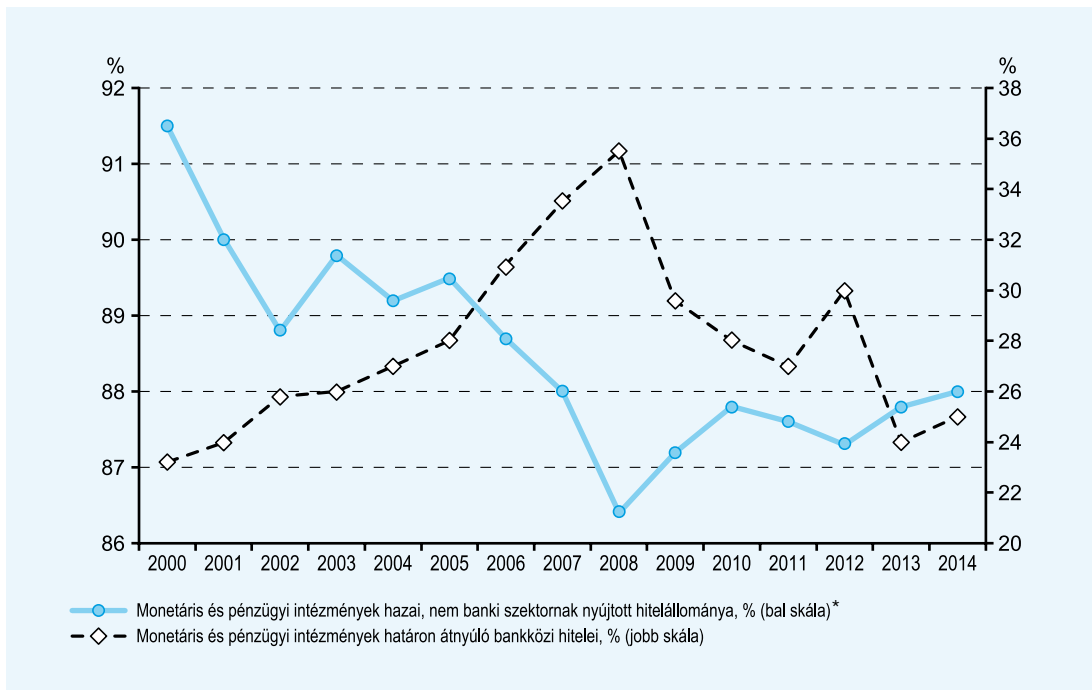
A válság azonnali következménye határon átnyúló bankközi és repopiac befagyása, illetve azóta javuló, de a válság előttinél jóval kisebb volumenű hitelezés és magasabb (EURIBOR) kamatmarzsok jellemzők, amelyek nagyon erős területi szóródást mutatnak.

A vállalati hitelkamatokban megfigyelhető kamatkonvergencia<sup>14</sup> a válság hatására megfordult, ami nemcsak a határon átnyúló hitelezést vetette vissza, de jelentősen megnövelve a hitelkamatok területi szóródását is.

A válság kitörése óta az eurózána bankpiacain erős jelei vannak a renacionalizáció folyamatának. A határon átnyúló bankközi hitelezés visszahúzódása a pénzügyi válság kitörése óta látványos: ez 2008 és 2014 között a 35 százalékról 25 százalékra esett vissza (*lásd 2. ábra*). Az eurózána magországaiban lévő bankoknak az eurózána perifériaországaik felé fennálló határon átnyúló követeléseik 1,6 ezer milliárd euróról kevesebb, mint a felére csökkentek 2012 végéig (Gros, 2013). Ezzel párhuzamosan a nem pénzügyi szektornak nyújtott hazai (*domestic*) hitelállomány fokozatos növekedése figyelhető meg. A korábban is magas hazai hitelkihelyezés teljes hitelezésen belüli aránya elérte a 88 százalékot 2013-ban (*2. ábra*). A határon átnyúló, nem pénzügyi szektornak nyújtott hitelállomány 7,6 százalékra csökkent, az eurózána kívüli hitelkihelyezés pedig 4,5 százalék volt (ECB, 2013). Ez nemcsak az integrációban jelent visszalépést, de a fizetési mérleghiánnyal rendelkező periférikus országokat is kedvezőtlenül érinti a határon átnyúló hitelezés visszaesése. Ugyanakkor a renacionalizáció korlátozza a pénzügyi sokkok nemzetközi transzmisszióját, illetve rendszer szintű kockázat is kevésbé súlyos, ha a határon átnyúló adósság mértéke alacsony.

Összefoglalva elmondható, hogy az eurózána pénzügyi piacainak integrációja sem volt teljes és elmélyült, s maga a válság is visszavetette ezt a folyamatot. Az eurózána létrehozása tehát több piaci szegmensben nem hozott átütő változást a határon átnyúló pénzügyi szolgáltatások elmélyülésében (ez különösen a magterületek közötti transzferekre igaz). Következésképpen a nemzeti piacokra épülő banktevékenység dominanciája a pozitív változások ellenére nem szűnt meg. A leg-

**AZ EURÓZÓNA PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEINEK HATÁRON ÁTNYÚLÓ BANKKÖZI HITELEINEK RÉSZARÁNYA ÉS A PÉNZÜGYI INTÉZMÉNYEK NEM PÉNZÜGYI SZEKTORNAK NYÚJTOTT HAZAI (DOMESTIC) HITELÁLLOMÁNY RÉSZARÁNYÁNAK VÁLTOZÁSAI, 1999–2014**



\*A fennálló hazai hitelállomány a teljes hitelezés arányában (az eurórendszer hitelezését kivéve)

Forrás: Financial Integration in Europe, 2014. április, ECB alapján saját szerkesztés

nagyobb méretű európai uniós gazdaságokban a határon átnyúló banki tevékenység lényegesen kisebb arányú, azaz a hazai bankok túlsúlya érvényesül.

**A monetáris integráció térbeli korlátai**

A közös valuta bevezetésével kiteljesedő monetáris unió megteremtésének előnyeit is sokan igazolták, jóllehet nem áll mögötte valóban egységes piac.<sup>15</sup> A közös valuta azonban nem a reálintegráció eredményeként került bevezetésre, ami az eltérő fejlettségű országokból, térségekből (makrorégiók) és régiókból álló euróövezetben megnövelte az aszimmetrikus sokkok negatív hatásait.

Az euróövezet elméleti megalapozását szolgáló optimális valutaövezetek (OCA) elméletének alapvetései a monetáris unió alapfeltételének tartják a különböző ágazatok integrációs folyamatainak – az árupiacok, az árak és bérek, a munkaerőpiac, a tőke- és pénzpiacok, az intézményrendszer – sikeres integrációját. Azaz a gazdaság strukturális és rugalmassági jellemzőinek fontosságát hangsúlyozták az aszimmetrikus sokkokhoz való alkalmazkodás során (Mundell, 1961, 1973; Balassa, 1961; Kenen, 1969; MacKinnon, 2001).

A monetáris integrációt nemcsak közösségi szintű vagy országspecifikus, de szubnacionális (regionális) szintű sokkok is érhetik. A monetáris unió bevezetése jelentős hatással volt a területi egyenlőtlenségek alakulására, például

az aszimmetrikus sokkok regionális hatásai tekintetében. A váratlan sokkhatások negatív gazdasági következményei a periféria és a fejletlenebb régiók esetében erősebbek. A monetáris unió tehát nem tekinthető optimális valutaövezetnek, az aszimmetrikus sokkok területi hatásait vizsgálva sem.

Ez a probléma különösen élesen vetődik fel annak a fényében, hogy az eurózónában éppen azok az eszközök hiányoznak a sokkok kezeléséhez, amelyekre az optimális valutaövezetek elmélete szerint a monetáris unióknak a leginkább szüksége van. Ilyenek a régiók közötti munkaerő-mobilitás és a központi költségvetési transzferek. Mundell az optimális valutaövezeten azt az országcsoportot érti, amelyek szimmetrikusan reagálnak a külső sokkhatásokra. Ez a neoklasszikus elmélet azonban homogén területi egységet és a homogenitást erősítő folyamatokat feltételez, amelyek a régiók közötti különbségek kiegyenlítődéhez vezetnek (Cohen, 2000). A feltételezett homogenitásból következően a monetáris integrációkat alkotó országok azonos mértékben lesznek kitéve a külső sokkhatásoknak (szimmetrikus sokkok). Ebből kiindulva az eurózónában is elégségesnek találták a kiegyenlítődést célzó egységes nominális (maastrichti) konvergenciakritériumok meghatározását. Ugyanakkor az elmélet nem vizsgálta a kevésbé fejlett országokat és a régiókat terhelő korrekciós költségeket, amelyek a valutaövezet heterogenitásából erednek.

A monetáris unió a fejlettségbeli heterogenitás problémáit megoldani nem tudta, azok a válság hatására tovább erősödtek. Részben azért nem, mert a gazdasági integráció megte-remtése rossz sorrendben zajlott. A reálgazdasági, a pénzügyi piaci (és fiskális) integrációt megelőzte a monetáris integráció. Másrészt a nominál konvergenciakritériumok olyan konkrét paramétereket állítottak fel, amelyek teljesítéséhez nem kapcsolódott szükségszerűen reálkonvergencia. A reáladott-

ságok heterogenitása és a gazdaságpolitikai eszközrendszer hiányosságai miatt azonban e konvergenciakritériumok fenntarthatósága sem szavatolható. Az európai integrációban az aszimmetrikus sokkok mérséklését nehezíti, hogy eltérő fejlettségű országok és régiók alkotják. Nem létezik egységes, mobil munkaerőpiac, a bérek rugalmassága is lényegesen kisebb (és országonként eltérő), mint az USA-ban (Martin, 2001).<sup>16</sup>

A reálgazdasági integráció és a reálkonvergencia hiányosságai, illetve a világgazdasági válság aszimmetrikus sokkjaira adott kései vagy inadekvát válaszok egyaránt a centrum-periféria térgazdasági rendszerébe illeszkednek. A sokkhatások területi különbségei azt mutatják, hogy az EU magországaiiban mind a kínálati, mind pedig a keresleti oldali sokkhatás kisebb, mint a periféria országaiiban. E megközelítés mentén értelmezhetők a mediterrán, a PIIGS és a kelet-közép-európai perifériák egyensúlytalansági (versenyképességi, adósság-dinamikai, piaci és finanszírozási buborékok, intézményi diszfunkcionális) problémái.<sup>17</sup>

Az eurózóna országai, illetve a szubnacionális régiók esetében annál nagyobbak a külső sokkhatásokra való reagálás korrekciós költségei, minél aszimmetrikusabb a gazdasági szerkezetük, illetve minél nagyobbak a gazdasági teljesítő-képesség területi különbségei.<sup>18</sup> Az eurózóna éppen azért nem optimális valutaövezet, mert a közös monetáris politika önmagában nem képes rugalmasan kezelni az aszimmetrikus gazdasági sokkokat és az ehhez kapcsolódó a nemzeti és regionális kitétségbeli differenciákat. Ez utóbbi főbb okait a következőkben foglaljuk össze.

▶ A sokkhatásoknak való kitétség jelentősen függ a régiók gazdaságának szerkezetétől. A diverzifikált, gazdaságilag nyitott országok ellenállóbbak, mint a specializált gazdaságú országok.<sup>19</sup>

▶ Az alacsony tőke- és munkaerő-mobilitással, tradicionális ágazati szerkezettel jellem-

zett gazdaságok esetében – így Európa számos régiójában – a sokkhatások tartós, kumulatív folyamatokat gerjeszhetnek. Ezek tovább mélyítik a regionális egyenlőtlenségeket, egyes régiókban tartós inflációs nyomást, másokban munkanélküliséget gerjesztenek. Csak elméletileg igaz az is, hogy ha minél szabadabb a tőke mozgása, annál kisebb a sokkhatásokra való hajlam, illetve az önálló nemzeti monetáris politika megszűnéséből fakadó veszteség. A tőkemobilitás és a monetáris unió mikroszinten jelentős előnyökkel jár, míg makroszintű hatása sok egyéb tényezőtől függ. A tőke és a munkaerő mobilitása tehát önmagában még nem elégséges előfeltétele az optimális valutaövezet kialakulásának.

▶ A régiók között jelentős eltérések figyelhetők meg az árakban, költségekben és az inflációs hajlam tekintetében. A magas infláció egyszerre lehet a növekedés motorja a magas aktivitású régiókban, míg a fejlődés gátja az alacsony növekedési hajlamú térségekben.

▶ Az egységes valutaunióban az aszimmetrikus sokkhatásokat tompító kompenzációs transzferek hozzáférhetősége tekintetében jelentősek a regionális különbségek. Nemzetálami szinten az adó- és a költségvetési támogatási rendszeren keresztül bizonyos fiskális transzferek automatikusan kompenzálhatják a külső sokkhatások által érintett, de önálló monetáris eszközrendszerrel nem rendelkező régiókat. A monetáris politika közösségi szintre helyeződése a régiókat megfosztotta ezektől az automatikus kompenzációs transzferektől. Az USA-val ellentétben az eurózónán belül nincs integrált fiskális politika.<sup>20</sup> A tényleges fiskális integráció segítené a sokkokhoz való alkalmazkodást.

A nagyobb skáláhozadékkal jellemezhető regionális koncentrációk kialakulását magyarázó új gazdaságföldrajz-elmélet az aszimmetrikus sokkok kumulatív, a területi különbségeket mélyítő hatásait hangsúlyozza (Krugman, 1991). A szakirodalom azonban ezt a kérdést

jobbára csak a nemzetgazdaságok szintjén vizsgálja, s nem foglalkozik ezzel a problémával a monetáris politika szemszögéből sem. A monetáris integráció elmúlt tizenöt éves története megmutatta, hogy a közös valuta bevezetése után monetáris eszközökkel lehetetlen kezelni a valutaövezeten belül fennálló területi, fejlettségbeli különbségeket. Több kutatás (Licheron, 2009) is kimutatta, hogy az ECB kamatszintje hosszabb ideig állandó, mint a FED esetében, ami azt jelzi, hogy a monetáris hatóság felülüllyozza az alacsony inflációs rátával rendelkező centrumországokat, míg a periféria országaiból eredő inflációs nyomás ellenére sem emel kamatot (Zsibók, 2011, 2012).

A sokkhatásoknak való kitétség azonban nemcsak ország szinten, de regionális szinten is jelentősen különböző. A szubnacionális régiókat érintő sokkkitétség a valutauniós csatlakozást megelőző és követő időszak adatsoraiban (GDP és ár- és bérszínvonal-növekedés) összehasonlításával is elemezhető.<sup>21</sup> Ramos és társai (2001) kimutatták, hogy az eurózónához való csatlakozás legtöbb esetben nem változtatja meg a régiók korábban a nemzetgazdaságokon belül elfoglalt relatív pozícióját. Azok a régiók, amelyek a nemzetgazdaságuk megfelelő mutatóival is alacsony korrelációt mutatnak, majdnem biztos, hogy hasonlóan alacsony lesz korrelációjuk az európai aggregátumokkal. Ugyanakkor azok fejlett régiók, amelyek tovább erősítik erős pozíciójukat az integráció keretei között is, egyértelműen a monetáris integráció nyerteseinek tekinthetők. Ez azt is jelenti, hogy a sokkhatások, illetve az erre reagáló monetáris politikák eltérően érintik az egyes régiókat. A szektorálisan diverzifikáltabb gazdaság szerkezetű régiók (országok) esetében a sokkhatások sokkal szimmetrikusabbak lesznek, mint az egyoldalúan specializált térségek, periférikus régiók esetében. Az aszimmetrikus sokkok regionális szintű összefüggéseinek feltárásával egy korábbi, magyarországi vonatkozású tanulmányunkban is foglalkoztunk (Gál, 2004).

A monetáris politika területi hatásait vizsgáló elemzések szerint a monetáris politika erősebben reagál a központi régió folyamataira. Ilyen esetekben a központból kiinduló inflációs nyomást és az eszközár-buborékokat a monetáris hatás szigorítással próbálja megfékezni, amely azonban aszimmetrikusan érinti a kevésbé fejlett régiókat (Dow és Montagnoli, 2007). *Gardiner és társai* (2011) megállapították, hogy az inflációs nyomás, a munkanélküliség és a recesszió térbeli eloszlása Nagy-Britanniában egyenlőtlen, azaz a magas kamatszint a központtól távoli, gyengébb teljesítményű régiókat bünteti a központi régió gazdasági túlfűtöttsége miatt.

Az eurózóna integrációjának elmélyítése és a reálgazdasági konvergenciák erősítése csak a belső intézményi és szabályozási reformokkal párhuzamosan mehet csak végbe. Megállapíthatjuk azonban, hogy sem az egységes monetáris politika, sem a fiskális integráció önmagában nem segíti elő a reálkonvergenciát, ehhez a gazdasági, munkaerő-piaci és pénzügyi piaci integráció további elmélyítésére van szükség. Ebből következően önmagában az euró nem válhatott a felzárkózás eszközévé, s lényegében akadályozója lett a fejletlenebb országok és régiók felzárkózásának.

## ÖSSZEFOGLALÁS

A pénzügyi globalizáció olyan térbeli meghatározottságú piaci folyamatok összessége, ami egyben a pénzügyi piacok térbeli expanzióját és földrajzi integrációját is jelenti. A pénzügyi globalizáció térbeli dimenzióinak (például információközpont-képző funkciójának), illetve a pénzügyi piacok globális integrációjának korlátait hangsúlyozó elméletek áttekintésével a tanulmány hozzájárul a pénzügyi globalizáció szakirodalmának árnyalásához. Főbb megállapításai között szerepel, hogy egyrészt, a nemzetközi piacok integrálódása ellenére

továbbra is fennáll a hazai piacok dominanciája. A befektetők a földrajzi értelemben is szélesebb portfólió diverzifikációs lehetőségei ellenére előnyben részesítik a közelebb elhelyezkedő, hazai befektetési lehetőségeket. Másrészt, a technológiai fejlődés sem enyhítette a távoli földrajzi helyek között meglévő információs aszimmetriát, és nem növelte a nemzetközi pénzügyi rendszerek átláthatóságát sem. A pénzügyi globalizáció önmagában nem vezetett a tökéletesen hatékony piacok kialakulásához.

A tanulmány második része az eurózóna válságának mélyebb, strukturális okait elemzi a területi pénzügyek módszertanán keresztül. Rámutat arra, hogy a pénzügyi globalizáció egyensúlyi problémáit tovább súlyosbították az eurózóna pénzügyi piaci és monetáris integrációjának hiányosságai. A fejezet az eurózóna adósságválsága kapcsán azokat a pénzügyi piaci és monetáris integrációs problémákat tekintette át, amelyek az eurózóna hosszan elhúzódó válságának okait magyarázzák. Az eurózónán belüli fejlettségbeli különbségek a makrogazdasági mutatók (növekedés, infláció, folyó fizetési mérlegek) heterogenitásában is megmutatkoznak. E heterogenitásból következően az eurózóna egyes országainak integrációs kapacitása is jelentősen eltér egymástól. Az adósságválság kirobbanásának közvetlen oka, hogy a nemzetközi pénzügyi piacok sokkal integráltabbnak bizonyultak, mint magának eurózónának a pénzügyi piaca.

Az eurózóna pénzügyi piacainak integrációs folyamatát értékelve elmondható, hogy az euró bevezetése ellenére paradox módon a pénzügyi piacok tökéletes integrációja sem valósult meg, s paradox módon e piacokon kevésbé érvényesült az integráció, mint más területeken. A válság kitörése óta erős jelei vannak a renacionalizáció folyamatának, azaz az pénzügyi piaci dezintegrációs folyamatok felerősödésének. Az integráció nem hozott átütő változást a határon átnyúló szolgáltatá-

sok elmélyülésében, a nemzeti piacokra épülő banktevékenység dominanciája – különösen a legnagyobb méretű gazdaságokban – lényegesen nem csökkent.

A közös valuta bevezetésével kiteljesedő monetáris unió megteremtésének előnyeit is sokan igazolták, jóllehet nem áll mögötte valóban egységes piac. A közös valuta nem a reálintegráció betetőzéseként került bevezetésre, hanem az integráció korlátos eszköze lett. A monetáris unió nem tekinthető optimális valutaövezetnek sem az aszimmetrikus sokkok területi (országspecifikus és szubnacionális) hatásait vizsgálva. E tekintetben az euró bevezetése korainak bizonyult jó néhány elsőköros csatlakozó számára. Erre csak az eurózóna centruma volt felkészülve.

Megállapítható, hogy eurózónán belül nemcsak az egyes országok, de a régiók ese-

tében is annál nagyobbak az aszimmetrikus sokkok kumulatív hatásai (és a külső sokkhatásokra való reagálás korrekciós költségei), minél nagyobbak a reálgazdasági teljesítőképesség területi különbségei. Ez azt is jelenti, hogy a sokkhatások, illetve az erre reagáló monetáris politika intézkedései eltérően érintetik az egyes régiókat. A monetáris hatóság erősebben reagál a magrégiók folyamataira, felülsúlyozza a centrumországokat, illetve nemzeti szinten a magrégiókat.

Az egységes monetáris politika – a fiskális integrációval együtt – sem segítette elő a reálkonvergenciát, ehhez a gazdasági, munkaerő-piaci és pénzügyi piaci integráció további elmélyítésére van szükség. Az euró tehát önmagában nem vált a felzárkózás eszközévé, s lényegében akadályozója lett a fejletlenebb országok és régiók felzárkózásának.

#### JEGYZETEK

<sup>1</sup> Homogén piacok helyett a pénzügyi piacok nemcsak szegmensként, hanem térben is osztott piacokként működnek, ahol a termékek és szolgáltatások ára a tevékenység telephelyének földrajzi elhelyezkedésétől is függ.

<sup>2</sup> A közgazdaságtanban belül jelentősek az új- és a posztkeynesianus iskolák regionális pénzügytani alapvetései. (lásd erről: 2012 a–b.). A pénzügyi piacok a globális térben című monográfia a területi pénzügytan/pénzügyi földrajz első hazai átfogó művének tekinthető, ami a nemzetközi pénzügyi piacokra alkalmazza a tudomány módszertanát (Gál, 2010).

<sup>3</sup> A extrénn gazdasági hatások igen jelentős része lokális, egy adott, lehatárolható térben, a kibocsátó szomszédságában figyelhető meg hatása (lokális pozitív externáliák) (Marshall, 1920). Krugmannak a gazdaság tevékenységek koncentrációjával is foglalkozó új gazdaságföldrajzi elméletében a lokális externáliák hatása és általában a térbeliség

meghatározó (Krugman, 1991). A gazdasági teret szabdaló egyenlőtlenségeknek gazdasági szereplők s egyéb erőforrások egyenletes, vagy éppen erősen koncentrált elhelyezkedésének vannak pozitív (költségcsökkentő) és negatív (költségnövelő) externáliái (Gál, 2012b). A tranzakciós költségekre alapozott új intézményi közgazdaságtanban az externáliák hatása a kibocsátótól mért távolsággal arányosan csökken.

<sup>4</sup> A földrajzi távolság helyett a pénzügyi piacokon egyre inkább a piaci szereplők relatív földrajzi helyzetére, megközelíthetőségére, illetve a térben való hálózati kapcsolatteremtő képességére helyeződik a hangsúly (Gál, 2012a).

<sup>5</sup> Nemzetközi Valutaalap, Nemzetközi Fizetések Bankja, World federation of Exchanges

<sup>6</sup> Reáleffektív árfolyamuk felértékelődése, magasabb infláció miatt a periféria versenyképessége csökkent, miközben reálértéken rendelkezésükre eső olcsóbb források



túlfogyasztáshoz, eszközárbuborékokhoz vezettek (Spanyolország). Paradox módon a felzárkózásuk és versenyképességük (bérkiáramlás meghaladta a termelékenység növekedését) éppen az eurózónába belépést követően lassult le. A fiskális gondok a legfőbb következményei a versenyképesség csorbulásának, de az eladósodás kumulatív folyamatként tovább rontja az egyes országok versenypozícióját (Artner – Róna, 2012).

<sup>7</sup> A tagországok egymás értékpapírjainak vásárlásával az aszimmetrikus sokkokat kiküszöbölhetik, mivel azt az értékpapírok ármozgása kompenzálhatja.

<sup>8</sup> Az euró bevezetése utáni összeurópai piac az egységesülő eurózóna révén méreteiben és teljesítményében nagyobb, mint a bevezetés előtt a nemzeti piacok összessége.

<sup>9</sup> 2003-ban az euróban denominált „nemzetközi kötvények” részaránya elérte a 20 százalékot. Az európai tőzsdéken a részvények 12 százaléka, az amerikai piacokon 14 százaléka volt külföldi részvény 2007-ben (Gál, 2010).

<sup>10</sup> Az EU-27 hazai hitelállományának nagysága a GDP százalékában 2012-ben 158 százalék volt, a tőkepiaci kapitalizáció 62 százalékát adta a 2012-es közösségi GDP-nek (2004-ben 70 százalék volt az arány) (IMF GFSR, 2013).

<sup>11</sup> Financial Integration in Europe, ECB, 2009. április

<sup>12</sup> A határokon belüli koncentrációs folyamatok eredményeként a Herfindahl-koncentrációs indexek 1997 és 2003 között tapasztalható 370-ről 540-re történő növekedése ellenére az EU-15-ök bankpiaca kevésbé tekinthető koncentrálnak. A legmagasabb értékeket Finnországban (2420), Belgiumban (2065) és Hollandiában (1744) kapunk, míg messze a legalacsonyabb értékkel Németországban (173) találkozhatunk. (ECB Financial Integration in Europe, 2005)

<sup>13</sup> Financial Integration in Europe, ECB, 2014. április. p. 31, annex: p. 23

<sup>14</sup> A területileg is szegmentáltabb lakossági piacokon, amelyek esetében a helyi regionális különbségek is meghatározók, a banki hitelek kamataiban nagyobb szórás volt figyelhető.

<sup>15</sup> Az előnyök között megemlítendő, hogy a különböző devizákat felváltó euró megszüntette az árfolyam-volatilitást és a kapcsolódó spekulációt. Az átváltásokkal kapcsolatos tranzakciós költségek megszűntek, az egységesedő árszint (csökkenő kamatok és növekvő árstabilitás) a piaci lehetőségek kiaknázását javította.

<sup>16</sup> Az eurózóna sokkal kedvezőtlenebb helyzetben van, mint a korábban létrejött monetáris uniók: a munkaerő mobilitása még az egyes országokon belül is alacsony, a központi költségvetés pedig a közös GDP alig egy százalékát osztja újra. Számos vizsgálat arra az eredményre jutott, hogy az USA az egyes sokkokra gyorsabban reagál, elsősorban a nagyobb tényezőmobilitásnak köszönhetően (Bayoumi – Eichengreen, 1992)

<sup>17</sup> A pénzügyi piacok kvázi elmélyültebb integrálódásához hasonlóan a kelet-közép-európai eurózónához történő csatlakozásakor az OCA-elmélethez jobban igazodó gazdaságpolitikai megfontolások is érvényesültek: az árfolyam-stabilitás fontos volt gazdaság-szerkezet (Szlovénia) vagy a finanszírozási csatornák (balti országok) okán, illetve a mikrogazdasági alkalmazkodóképesség szempontjai kaptak nagyobb jelentőséget (Szlovákia).

<sup>18</sup> A fajlagos GDP szóródásával, illetve a legfejlettebb és legfejletlenebb régiók közötti arány alapján az eurózónában mért regionális különbségek mintegy kétszerese az amerikaiak. A regionális munkanélküliségi mutatók szórásvarianciája is nagyobb, a munkaerő migrációs rátája alig negyede az Egyesült Államokénak.

<sup>19</sup> Peter Kenen a Mundell-i optimális valutaövezet elméletét a heterogén gazdaság-szerkezet problematikájával egészítette ki, míg Ronald McKinnon a

külkereskedelmi integrációt tartja az optimális valutaövezet elmélyítése szempontjából kulcs tényezőnek (Kenen, 1969; McKinnon, 2001).

<sup>20</sup> Az EU közös „kvázi” fiskális politikájának 2006-ban 120 milliárd eurós költségvetésével szemben az USA szövetségi költségvetése 3,3 billió euró volt (Gál, 2010).

<sup>21</sup> Ramos és társai (2001) a régiók szintjén – az egy főre eső GDP és ár- és bérszínvonal növekedésének mutatói segítségével – azt vizsgálták, hogy az egyes régiók és az adott nemzetgazdaság növekedése ütem közötti korrelációs együttható hogyan változik, ha azt az európai unió, illetve az eurózóna aggregát mutatóival vetik össze (Gál, 2010, 209. oldal).

## IRODALOM

ARTNER A. – RÓNA P. (2012): Az optimális valutaövezet elmélete és az euró gyakorlata; Palánkai Tibor: Megmenthető-e az euróövezet? Közgazdaság: tudományos füzetek. 7. évf. 1. szám, 83–102. oldal

BALASSA, B. (1961): *The Theory of Economic Integration*. London: Allen & Unwin.

BÁGER, G. (2010): Financial Globalization. E-Learning Course Modules for Public Finance and Trade Programme of the United Nations Institute for Training and Research (UNITAR), Geneva, 2010. p. 65

BÁGER G. (2011): *Magyarország integrációja a nemzetközi pénzügyi intézményekben*. Akadémiai Kiadó, 2011

BAUMAN, Z. (1998): *Globalization: The Human Consequences*, New York, Columbia University Press, pp. 1–5

BAYOUMI, T. – EICHENGREEN, B. (1993): Shocking Aspects of European Monetary Integration. In: Torres, G. – Giavazzi, F.: *Adjustment and Growth in European Monetary Union*. Cambridge University Press, pp. 193–229

BÉLYÁCS I. (2011): Cáfolja-e a globális pénzügyi világ a hatékony piac hipotézisét? – *Jura*. 17. 1. 7–24. oldal

BERNEK Á. (2001): A stratégiai földrajzi hely fogalma a transznacionális vállalatok nemzetközi üzletpolitikájában. – *Tér és Társadalom*. 3–4., 1–9. oldal

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. 182–204. oldal

BOTOS K. (szerk.) (2009): *Idősödés és globalizáció*. Tarsoly Kiadó. Budapest

COHEN, B. (2000): Beyond EMU: The Problem of Sustainability: In Eichengreen, B. – Frieden, J. (eds.): *The Political Economy of European Monetary Unification*. Second edition. Boulder, Westview Press

COVAL, J. – MOSCOWITZ, 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

DOW, S. C. – MONTAGNOLI, A. (2007): The Regional Transmission of UK Monetary Policy. *Regional Studies*, 41(6), pp. 797–808

DUSEK, T. (2011): A regionális tudomány frontvonalairól. Gondolatok Lengyel Imre vitaindító tanulmányához. *Tér és Társadalom*, 25. évf. 2011/2., 197–209. oldal

FAMA, E. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. – *Journal of Finance* 25. 2. pp. 383–417

- FAINI, R. – GALLI, G. – 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
- FELDSTEIN, M. – HORIOKA, C. (1980): Domestic Saving and International Capital Flows. *Economic Journal* 90. pp. 314–329
- GÁL, Z. (2004): Spatial Development and the Expanding European Integration of The Hungarian Banking System, Pécs: Centre for Regional Studies, 2004. p. 75 (Discussion Papers No. 45). Pécs: Centre for Regional Studies, 2004
- GÁL Z. (2010): *Pénzügyi piacok a globális térben: A válság szabdalta pénzügyi tér*. Budapest: Akadémiai Kiadó, 2010. p. 780 (Pénzügy és számvitel). ISBN:978 963 05 8820 1.
- GÁL Z. (2012a): A pénzügyi tér és a regionális tudomány frontvonalai: Lengyel Imre vitaindító tanulmányának apropóján. *Tér és Társadalom* 26:(1) 87–111. oldal
- GÁL Z. (2012b): Pénzügyek és a térbeliség. A pénzügyi térgazdaságtan helye a regionális tudományban. In: Rechnitzer J., Rácz Sz. (szerk.): *Dialógus a regionális tudományról*. Győr: SZE Regionális- és Gazdaságtudományi Doktori Iskola; Magyar Regionális Tudományi Társaság, pp. 99–121. (ISBN:978–963–7175–76–3)
- GARDINER, B. – MARTIN, R. – TYLER, P. (2011): Does spatial agglomeration increase national growth? some evidence from Europe. *Journal of Economic Geography*, 11 (6), pp. 979–1006
- GROS, D. (2013): The European Banking Disunion. *Economic Policy*. CEPS Commentaries. p. 3
- GROSSMAN, S. – STIGLITZ, J. (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*. 70. 3. pp. 393–408
- GROTE, M. (2003): Distance in Finance – an Overview. – In: Thierstein, A. – Schamp, E. W. (szerk.): *Innovation, Financial Industry and Space*. GUP, Frankfurt. pp. 45–57
- KENEN, P. (1969): The Theory of Optimum Currency: an Eclectic View. In Mundell, R. and Swoboda, A. (eds): *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago, Chicago University Press
- KOSE, M. A. – PRASAD, E. – ROGOFF, K. – WEI, 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*
- LÁNYI K. (2001): Vázlat a globalizációnak nevezett jelenségkör értelmezéséről. – *Közgazdasági Szemle*. 6. 498–519. oldal
- LICHERON, J. (2009). The ECB monetary policy rule and inflation dispersion among EMU countries. Manuscript. [www.u-cergy.fr/IMG/licheron\\_submission\\_T2M.pdf](http://www.u-cergy.fr/IMG/licheron_submission_T2M.pdf)
- 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
- MARSHALL, A. (1920). *Principles of Economics*. Macmillan and Co. London
- McKINNON, R. (2001). *Optimum Currency Areas and the European Experience*. Stanford University. 16 October, 2001
- MARJÁN A. (2005): *Európa pénzügyei*. Budapest, Sanoma Kiadó. 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

- MARTIN, R. (2001). EMU versus the regions? Regional convergence and divergence in Euroland. *Journal of Economic Geography*. 1. pp. 51–80
- MUNDELL, R. A. (1961): A Theory of Optimal Currency Areas. *The American Economic Review*. 51(4): pp. 657–665
- MUNDELL, R. A. (1973): Uncommon Arguments for Common Currencies. In: H. G. Johnson–A. K. Swoboda (eds). *The Economics of Common Currencies*, London: Allen & Unwin
- O'BRIEN, R. (1992): *Global Financial Integration: The End of the Geography*. London, Pinter Publishers limited
- PORTEOUS, D. (1995): *The Geography of Finance*. Aldershot, Avebury
- PORTER, M. (1998): On Competition. *Harvard Business Review Books*, Boston
- RÁCZ, M. (2012): Az euróövezeti csatlakozástól ne várjunk reál gazdasági felzárkózást! *Közgazdasági Szemle*. X. évf., június, 727–729. oldal
- RAMOS, R. – OLLERO, J. L. – SURINACH, J. (2001): Macroeconomic implications of EMU at regional level, ERSA, Congress, Zagreb. <http://www.ersa.org/ersaconfs/ersa01/papers/full/146.pdf>.
- SASSEN, S. (1999): Global Financial Centres. – Foreign Affairs. Január/február. pp. 75–87
- SASSEN, S. (2004): *Cities in a world economy*. New York. Sagen.
- STARK, J. (2006): Financial Globalization: Economic Policies in a New Era. Introductory remarks. Conference on Financial Globalization and Integration. Frankfurt am Main, 17 July 2006
- STRANGE, S. (1986): *Casino capitalism*. Oxford, Blackwell
- STULZ, R. (2005): The Limits of Financial Globalization, *Journal of Finance*, Vol. 60(4), pp. 1595–1638
- 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
- YEUNG, H. (1998): Capital, State and space: contesting the borderless world. *Transaction of Institutes of British Geographers*. 23, pp. 291–309
- YEUNG, H. (2002): The limits to globalization theory: a geographic perspective on global economic change. *Economic Geography*. Vol. 78 (3) pp. 285–305
- ZSIBÓK Zs. (2011): Az infláció területi különbségei: Lehetséges okok és a magyarországi empirikus vizsgálatok eredményei I. rész. *TERÜLETI STATISZTIKA*. 14 (51):(6) 583–598. oldal
- ZSIBÓK Zs. (2012): Az infláció területi különbségei: Lehetséges okok és a magyarországi empirikus vizsgálatok eredményei II. rész. *TERÜLETI STATISZTIKA*. 15 (52):(1) 34–44. oldal
- ECB, FINANCIAL integration in Europe, 2009/2013/2014. április
- IMF GLOBAL Financial Stability Report, 2013. április