

MARJÁN ATTILA

A monetáris unió hatása az európai tőkepiacokra

Az euró bevezetése lökést adott az európai tőkepiacok növekedéséhez és egységesüléséhez, de hatása különbözött az egyes piaci szegmensek tekintetében. A *kötvénypiac* nagyobb és integráltabb lett, az átlagos kibocsátás mérete megnőtt, az *átlampapír-piaci* szegmens pedig homogénebbé vált. A *vállalati kötvénypiac* túlnötte az államit, megfordítva egy öröknek hitt állapotot. Az eurózóna kötvénypiacra fontos finanszírozási forrássá kezd válni a vállalatok számára, jöllehet a jelenlegi világgazdasági lassulás nem kedvez e tendenciának. További hatékonyságnövekedés és költségcsökkenés várható az eurózóna tőkepiacán, és valószínűsíthető a piaci (angolszász) típusú finanszírozás megerősödése. A pénzügyi szolgáltatók átrendezték belső szervezeti rendjüket, befektetési filozófiájukat, hogy az jobban megfeleljen az össz-európai szinten kialakított üzletvitelnek. Az eurónak az európai *részvénypiacokra* vonatkozó hatása közvetett – inkább az ármeghatározó és kevésbé a részvénykereskedelmi szerkezetre ható tényezőkben jelentkezik –, nehéz elkülöníteni a többi strukturális tényezőtől. Tény azonban, hogy az eurórégióban lévő intézményi befektetők hazai piacokra való koncentrálása (*home bias*) jelentősen csökkent. Az európai *értéktőzsdék* valóságos körtáncot járnak egymással, kipróbálva a fúziók és szövetségek szinte valamennyi lehetséges változatát.

Journal of Economics Literature (JEL) kód: G15.

Az európai tőkepiac mérete és jelentősége erőteljes fejlődésnek indult az 1990-es években és – jöllehet ez a fejlődés egyenetlen volt, de – megállapítható, hogy az euró bevezetése lökést adott a további növekedésnek. Egyes szerzők (például *Adjaouté–Danthine* [2002]) azt állítják, hogy elméleti szemszögből az EMU hatását nem értékelhetjük nagy jelentőségűnek az európai tőkepiacok megváltoztatásában, hiszen az általa kiküszöbölt valutakockázat nem számít jelentős tényezőnek a részvényhozamok esetében. Ez természetesen egy, kizárólag az elméleti összefüggéseket és egyetlen aspektust kiragadó megközelítés, és kétkedve fogadjuk annak általános érvényességét. A reális kép kialakításához szükség van a tényleges piaci folyamatok, illetve számos más szempont megvizsgálására is (mint például a piaci szereplők befektetési döntéseinek, stratégiáinak átalakulása).

A befektetésistratégia-formálás során a portfóliókezelők körében általánosan elfogadott megközelítés a felülről lefelé (*top-down*) módszer a befektetések kiválasztásakor. Ennek során az első lépés az országelosztási rács meghatározása, gyakorlatilag elsőbbséget adva a megfelelő földrajzi alapú portfólióeloszlás kiválasztásának. A második lépés a fenti földrajzi diverzifikáción belül a legjobb értékpapírok kiválasztása addig a mértékig, amíg a földrajzi rács azt megengedi. Az euró bevezetésével az európai portfóliók meghatározásában jelentős változás következett be: a két lépés gyakorlatilag felcserélődött.

Egy további figyelemreméltó fejlemény az, hogy az euró bevezetése átrendeződést okozott az egyes tőkepiacok fontossági sorrendjében is. Sokan a City szerepének csökkenését is megjósolták, ami azonban nem igazán következett be. Alexander Schaub, az Európai Bizottság Belső Piaci Főigazgatóságának vezetője egy 2002. novemberi beszédében kifejtette, hogy az európai tőkepiac nem elég nagy és nem elég stabil. Értékelése szerint ebben az esetben a méret igenis számít (*Schaub [2002]*). Minél több befektetést képes a piac összegyűjteni, annál likvidebb, és annál hatékonyabb, versenyképesebb lesz a befektetői, illetve a vállalati igények összeegyeztetésében. Ez az oka annak, hogy a londoni Citynek szüksége van Európa többi részének növekedésére, és Európa többi részének pedig a Cityre, hogy az katalizálja ezt a növekedést. Az euró szerepét abból a szempontból is érdekes vizsgálat alá vonni, hogy mennyiben segíti a régió versenyképességének növekedését, illetve hatással van-e a regionális pénzügyi rendszer jellegének átalakulására. Az euró bevezetése, illetve a részben bevezetésből eredő kényszer a tőkepiacok további európai egységesítésére pozitív hatással lesz az európai versenyképességre, elősegíti az európai pénzügyi rendszer továbbmozdulását a tőkepiaci finanszírozás felé. Tény azonban, hogy még jelentős eltérések¹ mutatkoznak az eurórégió, illetve legfőbb vetélytársa, az Egyesült Államok pénzügyi rendszerének jellegében, amit tömören, néhány jellemzőt kiragadva illusztrál az 1. táblázat.

1. táblázat

Néhány összehasonlító adat az euróövezet, illetve az Egyesült Államok pénzügyi szektorára vonatkozóan, 2000

Megnevezés	Euróövezet	Egyesült Államok
A bankok mérlegfőösszege (a GDP százalékában)	181	100
Kibocsátott hitelpapírok (a GDP százalékában)	90	149
Tőkepiaci kapitalizáció (a GDP százalékában)	84	149
A tőzsdén jegyzett cégek száma	4900	7200
A befektetési alapok által kezelt eszközök volumene (milliárd euró)	2885	6652

Forrás: ECB, The Euro equity markets, 2001; BIS Working Papers No. 100, 2001.

Nem tagadható, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió hatásai, főképp az árfolyamkockázat csökkenése és az inflációkat és kamatlábakat nivelláló monetáris politika meghatározó mértékben járult hozzá az európai tőkepiacok egységesüléséhez és növekedéséhez. Az 1992–1993 ERM-válság idején a tőkepiacok integráltsága is mélypontra süllyedt, de ezután az egységesülési folyamat lassan, de biztosan megindult, párhuzamosan az árfolyamkockázat csökkenésével. Az euró 1999-es bevezetése mérföldkőnek számított: jelentősen ösztönözte a piac belső integrációjának fokozódását. A befektetők számára a megnövekedett tőkepiaci integráció sokkal kedvezőbb tereppé tette az eurózónát. Mindazonáltal a nagyobb fokú integráció azt is jelentette, hogy az euróövezeten belüli részvénybefektetések esetében kisebb lett a tere a portfólió diverzifikálásának, ezért megnőtt a jelentősége a szektoralapú befektetési diverzifikációnak.

Az euró bevezetése számos kihívással járt az európai szabályozó és felügyeleti szervek számára is. A tőkepiaci integráció fokozta a versenyt és a piac működésének hatékonyságát, de az európai tőkepiacokat egyre inkább kölcsönösen összefüggővé tette. Ez viszont

¹ Természetesen kisebb lenne az eltérés a két régió adatai között, ha az Egyesült Királyság része lenne az eurórégiónak.

a szabályozó és prudenciális felügyeleti szervek számára szükségessé tette az összehangolást – az egyes nemzeti tőkepiacok szempontjait az eurózána tőkepiaci szempontjainak alárendelő – felügyelet létrehozását, illetve a közösségi szintű jogalkotás és jogalkalmazás javítását. Ennek magvalósításához a legfontosabb lépések közé tartozik a *pénzügyi szolgáltatási akcióterv* és az európai tőkepiaci reformok kivitelezésére szánt Lámfalussy-módszer bevezetése. Az 1999-ben elfogadott akcióterv határozza meg a következő fél évtizedre az európai pénzügyi piacok működésének közösségi szintű kereteit. A 45 jogszabályt tartalmazó intézkedéscsomagból, már több mint harmincat el is fogadtak, és a fennmaradó jogszabályokra és egyéb intézkedésekre vonatkozóan is megvan az európai konszenzus. Ezzel együtt azonban az EU berkeiben már megkezdődött a gondolkodás a második akcióterv főbb célkitűzéseinek lefektetéséről: már ez év vége felé várható, hogy az Ecofin tanács napirendjére tűzi az európai pénzügyi szolgáltatási reform második hullámának kérdését.

A jelenlegi akcióterv végrehajtása során a legsürgősebb szabályozási feladatok a tőkepiaci területen jelentkeztek, ezért a tőkepiacokra vonatkozó EU-jogalkotási mechanizmust radikálisan megreformálták a Lámfalussy Sándor által vezetett „bölcsek tanácsa” ajánlásai alapján. Ezzel lehetővé vált a piacot közvetlenül érintő, technikai jellegű szabályok gyors és szakszerű megalkotása. A Lámfalussy-féle jogalkotási eljárás megítélése azonban nem ellentmondásmentes Európában. Alkalmazására eddig mindössze két tőkepiaci irányelv esetében került sor, és a módszer kiterjesztése a banki és biztosítási területre az Európai Parlament szilárd ellenállása miatt még mindig nem történt meg. Az eljárás jövője is bizonytalan, mivel nem egységes annak megítélése, hogy a konvent által elfogadott új alkotmánytervezet alapján lehetséges-e a módszer további alkalmazása a jelenlegi formában. A legfőbb bizonytalanság az úgynevezett második szintű szakbizottságok fennmaradása körül alakult ki. A tagállamok ugyanis alapvetően szeretnék megtartani a technikai részletszabályokat megalkotó szabályozási szakbizottságokat (*regulatory committee*), míg az Európai Parlament azok létében saját befolyásának megkurtítását látja. A vita jelenleg is zajlik, és várhatóan napirendre kerül az októberben kezdődő kormányközi konferencián is, ami arra hivatott, hogy a konvent által előterjesztett alkotmánytervezet elfogadja.

Kötvénypiacok

A Gazdasági és Monetáris Unió első közvetlen hatása az európai kötvénypiacokra az volt, hogy harmadik szakasz bevezetésekor a nemzeti valutákban denominált kötvényeket euróban kellett „újradenominálni”. Ez minden probléma és fennakadás nélkül lezajlott.

A közös valuta bevezetése összességében a kötvénypiacokra nem volt akkora közvetlen hatással, mint a pénzpiacokra,² de itt is jelentős változásokat indított el. A változásokat legfőképpen a méretgazdaságosságra ható folyamatok és a növekvő homogenitás keverékének eredője okozta. Ebbe beletartozott a kínálatoldali verseny által kikényszerített innováció, aminek során például új kibocsátási eljárások jelentek meg, illetve az, hogy az alapok részéről erőteljesebbé vált a befektetői igényeket jobban kiszolgáló kötvényportfóliódiverzifikálás. Ezeknek a tényezőknek köszönhetően számos terület jelentős fejlődésnek indult: a piac nagyobb és integráltabb lett, az átlagos kibocsátás mérete megnőtt, az állampapír-piaci szegmens homogénebbé vált. A vállalati kötvénypiac túlnőtt az állami, ami jelentős áttörésnek értékelhető. A kötvénypiacra lépési feltételek javultak, vagy egyáltalán lehetővé váltak a kis- és közepes vállalati szektor számára, és javult a másod-

² Erről a témáról lásd részletesebben: *Marján* [2003b].

lagos piaci likviditás is (Fratzscher [2001]). A 2. táblázat azt szemlélteti, hogy a kötvények teljes skálájában hatalmas kibocsátási robbanást hozott az euró bevezetése, de ez távolról sem volt egyenletes eloszlású: a Baa hitelbesorolású kibocsátók kötvénykibocsátása sokkal intenzívebben növekedett, mint az AA, vagy A besorolású kibocsátóké. Ezt bizonyos fokig az a tény is elősegítette, hogy a portfóliókezelők a kitágult európai befektetési porondon, a megnövekedett verseny miatt nagyobb kockázatvállalási hajlandóságot mutattak, megfelelő felvevőpiacot biztosítva a kockázatosabb kötvényeknek is.

2. táblázat

A kötvénykibocsátások növekedése egyes hitelbesorolási szegmensekben 1999-ben
(az 1996–1998 évek átlaga = 100 százalék)

AA	A	Baa
55	122	529

Forrás: ECB Occasional Paper Series, No. 1., 2000., 39. o.

1999-ben az euróban denominált nemzetközi kötvénykibocsátás volumene meghaladta a dollárkibocsátást, valamint 1999-óta az euróban denominált határidős kötvényszerződések volumene is drámaian megnőtt. Persze az amerikaival összehasonlítva az eurózóna vállalati kötvénypiaca még le van maradva a likviditás, a piacok kiterjedtsége tekintetében, és egyes szegmensei még meglehetősen elmaradottak, főképpen ami az alacsony hitelbesorolású vagy hitelbesorolás nélküli adósságok piacát illeti, és a piac mérete is messze elmarad egyelőre az amerikaiétól.

Az Európai Bizottság jelentése szerint 2001 februárjában az euróban kibocsátott kötvények volumene meghaladta a 145 milliárd eurót, ami jelentős növekedésnek számít a 2000. februári 121 milliárd euróhoz képest (EC [2001]). A kibocsátás összetételében is jelentős változás állt be: a vállalati kötvények volumene jóval meghaladta az államkötvényekét.

A kibocsátás felfutásának volt egy nagyon fontos egyszeri motivációja is, mégpedig a tőkejöveldemek adóztatásáról szóló direktíva azon kitétele, amely kimondja, hogy a 2001. március 1. előtt kibocsátott kötvényekre nem vonatkozik az adóztatási és információcsere előírás, amelyet a fenti irányelv vezetett be.

Összességében elmondható, hogy az eurózóna kötvénypiaca fontos finanszírozási forrássá válik a vállalati szektor számára, és a fenti folyamatok kiteljesedése minden bizonnyal további hatékonyságnövekedéshez és költségcsökkenéshez fog vezetni az eurózóna tőkepiacán.

Akárcsak a pénzpiacok esetében, a pénzügyi szolgáltatók a tőkepiacokon is olyan módon rendezték át belső szervezeti rendjüket, alakították át befektetési filozófiájukat, hogy az jobban megfeleljen az összeurópai szinten kialakított üzletvitelnek. A kötvénypiac a tőkepiacoknak az a szegmense, ahol az eurónak a leggyorsabb és leginkább elismert hatása volt és van. Ez részben annak is köszönhető, hogy ennek a piacnak a karaktere már az euró megjelenése előtt is nemzetközi volt, mind az állampapírok, mind a vállalati kötvények piacán. Az intézményi befektetők – akiknek számos jogi és más prudenciális korlátozást kellett figyelembe venniük valuta- és hitelkockázati kitétségük meghatározásakor – portfóliójában az euróövezetből származó állampapírok voltak a nemzetközi diverzifikáció legfőbb eszközei. A nemzeti piacok kis mérete és az alapkezelőknek az egyéni hitelkockázattal szembeni érdektelensége arra kényszerítette a kötvénykibocsátókat, hogy más piacokat is megcsapoljanak nemzetközi kötvénykibocsátás keretében. A piac az utóbbi években rendkívüli gyorsasággal homogénizálódik, és mint említettük, a vállalati köt-

vénypiac átvette a vezető szerepet a kötvénypiacot hagyományosan domináló állampapír-szegmenstől. A kibocsátási eljárások tekintetében a piacon innovatív verseny kibontakozása figyelhető meg.

Az euró bevezetése után erőteljes földrajzi diverzifikációt hajtottak végre a befektetők is: megfigyelhető, hogy a kisebb országok befektetői gyorsabban végezték el ezt a diverzifikációt, mint a nagyobb méretű országok befektetői, főleg természetesen azért, mert számukra nagyobb mértékben tágult ki a piac, amennyiben élni kívántak ennek kiaknázási lehetőségével. Másrészt, mivel az euró bevezetésével a likviditás és a hitelkockázat lett a kulcseleme a befektetések közötti különbségtételnek, ez kedvező helyzetet teremtett a nagy országoknak a befektetések beáramoltatására. Néhány esetben az egyes kis országok állampapírpiacának elégtelenségének ellensúlyozására még a hozamkülönbség sem volt elegendő. Ezek miatt számos befektető nagyobb és likvidebb euróövezeti állampapírpiacra eszközölte befektetéseket (*Peersman-Smets* [2002]).

Az euró bevezetése miatti stratégiai portfólió átalakítását szemlélteti az is, hogy a befektetők új teljesítménymutatókat (*benchmark index*) kezdtek használni. 1999 elejére a befektetők az addig széles körben használt nemzetikötvény-indexek helyett áttértek az európai indexekre, jóllehet mind az új indexek bevezetésének sebessége, mind összeállításuk módja jelentős eltéréseket mutat. Az „euróbenchmark” koncepciója elég szélesen értelmezett fogalom a befektetők körében: Európa e tekintetben nem mindig esik egybe az euróövezettel, gyakran beleértene nem euróövezeti tag EU-tagállamokat, de esetenként egyes csatlakozó országokat is. Továbbá nem minden befektető követi a standard indexeket, gyakran egyéni preferenciájuknak megfelelően átalakítják azokat, mert sok befektető nem szereti a túl tágan értelmezett indexeket. Sok esetben az indexek erős nemzeti torzulással (*home bias*) jellemezhetőek, és tulajdonképpen egyes nagy tagállamok indexein alapulnak.

Államkötvények

Sokan azt remélték, hogy a közös pénz létrehozása olyan mértékben katalizálja az euró-állampapírpiacot, hogy azok képesek lesznek megtörni az amerikai állampapírok abszolút horgonyszerepét. Ez a remény abból táplálkozott, hogy a közös pénz és az egységesített monetáris politika megszünteti a nemzeti kötvénypiacok közötti különbségeket. Arra is sokan számítottak, hogy az azelőtt tagállami valutákban kibocsátott teljes mennyiség euróra konvertálása imponálni fog a befektetőknek, már csak a volumene miatt is, nem beszélve a megnövekedett likviditásról. És valóban, ahogyan az új fizetőszköz bevezetésének időpontja közeledett, ahogy az árfolyam-kockázati prémiumok folyamatosan megszűntek, és ahogy a monetáris politika egyre inkább harmonizálódott, az EMU-tagországok hozamgörbéi közeledtek egymáshoz. Az úgynevezett konvergenciájáték nagyon jövedelmezőnek bizonyult azon befektetők számára, akik idejekorán elkezdtek bízni az EMU harmadik szakaszának létrehozásában, illetve abban, hogy részt vevő országok köre ilyen széles lesz. 1997 és 1998 során a hozamkülönbségek – egyes lejáratok esetében – a 300 bázispontos értékről mindössze 30 bázispontra csökkentek, és azóta is ezen a minimális szinten maradtak!

2000 végére az euróövezeti államkötvények állománya 2800 milliárd dolláron állt, ami majdnem egyenlő az amerikai 3000 milliárdos állománnyal, igaz kisebb, mint a japán 3600 milliárdos állomány. Az euró-államkötvénypiacnak megvan az esélye, hogy globális vezető legyen, jóllehet egyelőre még nem sokkal nagyobb, mint a tagországok valutáiban denominált állományok bevezetés előtti összege. A piac teljes integrációja sem valószínű még meg, hiányzik például egy jól megalapozott egységes referencia-hozamgörbe. Az elmondottakat részletesebben szemlélteti a 3. táblázat.

3. táblázat
Az államkötvénypiacok mérete
(állomány milliárd dollárban)

Megnevezés	Névérték			Piaci érték	
	1998	2000	2002*	1988	2000
Euró-11	3,474	2,834	2,900	2,266	2,430
Egyesült Államok	3,347	2,993	2,438	1,838	1,740
Japán	2,709	3,626	4,115	1,282	1,733

* OECD-előrejelzés.

Forrás: BIS; OECD; Európai Bizottság, Schroeders Salomon Smith Barney. Megjelent: BIS working papers No. 100., 2001. 7. o.

A *Giovannini Group* [2000]³ az euróövezet állampapír-kibocsátási tevékenységéről készített jelentésében megvizsgálta, hogyan lehetne hatékonyabbá tenni az övezet állampapír-kibocsátását, és hogyan lehetne csökkenteni az övezeten belüli hozamkülönbségeket. Értékelésük szerint a piaci széttagoltság megszüntetésének titka a kibocsátási tevékenység megfelelő koordinációja. A koordináció lehetséges szintjeit a következők szerint határozták meg:

- az adósságkibocsátás technikai előírásainak, jellemzőinek koordinációja, harmonizációja;
- közös hitelinstrumentum létrehozása, országspecifikus változatokkal;
- egységes euróövezeti hitelinstrumentum létrehozása, amely mögött közös garanciák állnak;
- közös európai intézmény felállítása, amely az euróövezeti tagországok számára biztosít ki hitelinstrumentumokat.

A *Giovannini Group* képviselői egyetértettek abban, hogy a közös kibocsátáson alapuló megoldás sikeréhez nélkülözhetetlen lenne a magas szintű likviditás, amihez a kibocsátások értékének rendszeresen el kellene érniük a 15-20 milliárd eurós összeget. Ehhez a legtöbb, esetleg minden kisebb méretű tagországnak részt kellene vennie a kibocsátásokban. A részvétel akadozása esetén lassú lenne a megfelelő likviditás elérése a közös instrumentum piacán (*Cassola–Morana* [2002]). Az egységes euróövezeti instrumentum várható sikerességét – amennyiben az valaha is megvalósulna – az amerikai és japán államkötvényekkel vívott versenyben a szakértők egyöntetűen vallották, és abban is egyetértés volt a megítélés, hogy az euróövezeti piac is jól járna egy egyértelmű saját viszonyítási alapot jelentő kibocsátó megjelenésével a belpiacon. Abban is egyetértettek azonban, hogy egy ilyen megoldás egyelőre meglehetősen futurisztikusnak tűnik a meglévő adminisztratív, technikai és egyéb korlátok megléte miatt!

Figyelembe kell venni azt a tényt is, hogy az államkötvénypiac méretének természetes korlátja a maastrichti korlátozás az államadóssági hiány mértékére vonatkozóan. Az eladósodottság csökkenése Európa-szerte megfigyelhető az elmúlt fél évtizedben. Az euróövezet átlagos államháztartási hiánya 1998-ban a GDP 2 százaléka volt, 1999-ben

³ A *Giovannini Csoport* 1996-ban kezdte meg a munkáját, amelynek lényege az volt, hogy szaktanácsokat adjon az Európai Bizottságnak az EU pénzügyi piacainak integrációja és az euró pénzügyi piacok hatékony működésének kérdésköreiben. A csoport pénzügyi szakemberekből áll. Első jelentését 1997-ben készítette az euró bevezetésének a tőkepiacokra való várható hatásairól (*Giovannini Group* [1997]); a másodikat 1999-ben a repopiacok tagállamokban meglévő eltérő szabályozási, infrastrukturális, adózási kereteiről (*Giovannini Group* [1999]), a harmadikat 2000-ben az euróövezeti kötvénykibocsátás koordinációjának javításáról (*Giovannini Group* [2000]).

4. táblázat

Az alapító 11 EMU-tagország összesített költségvetési deficitje 1990–1999 között
(a GDP százalékában)

Év	Költségvetési deficit	Év	Költségvetési deficit
1990	4,2	1995	5,2
1991	4,5	1996	4,4
1992	4,7	1997	2,6
1993	5,7	1998	2,0
1994	5,2	1999	1,4

Forrás: Deutsche Bank, 2000. Közölte: Rácz [2002].

1,4 százalékára csökkent. Ennek eredményeként a költségvetési adósságkibocsátás az 1999-es 600 milliárd euróról 476 milliárdra csökkent 2000-ben. Az eladósodottság fokozatos csökkenését illusztrálja a 4. táblázat.

Meg kell jegyeznünk azonban, hogy a 2000-es adatot annak fényében kell nézni, hogy az UMTS-koncessziók (*Universal Mobile Telephony System*) hatalmas bevételeket hoztak a tagállamok konyhájára. A vállalati kötvénypiacot viszont éppen az UMTS koncessziók kifizetésének szükséglete, illetve a nagyméretű fúziós tevékenység finanszírozási igénye növelte. A legutóbbi időben ezzel ellentétes irányú folyamatokat: a tagállami államháztartási hiányok növekedését, a stabilitási paktumban előírt egyensúly közeli költségvetési állapot elérésének évekkkel való kitolását, illetve a paktum folyamatos kritizálását tapasztaljuk.

Ehhez kapcsolódóan megemlítjük, hogy egy vezető német közgazdászok alkotta szakértői tanács szerint az államháztartás helyzete Németországban „rég volt olyan drámai, mint most”. 2003-ra elképzelhető a 3,3 százalékos GDP-arányos államháztartási deficit, míg 2002-ben deficit 3,5 százalék felett volt.⁴

A stabilitási paktum körüli problémák gyökerét sokan a Gazdasági és Monetáris Unióban való részvételhez szükséges maastrichti konvergenciakritériumokra vezetik vissza, amelyek az egyszerűség és az egyértelműség kedvéért a reálgazdasági folyamatokat nem mindig figyelembe vevő nominális célokat határoztak meg. Az évekkel később német ihletésre létrejött stabilitási paktumnak is általában azt róják fel, hogy jelenlegi túlzottan kötött formájában nem képes rugalmasan reagálni a változó gazdasági körülményekre. A paktum szerint a tagországok gazdaságpolitikájukat „közös érdekű politikának” tekintik, és vállalják, hogy elkerülik a mértéktelenül nagy államháztartási hiányt. A költségvetési deficit nem lehet több az ország bruttó hazai termékének (GDP-jének) 3 százalékánál. A stabilitási paktum azt is előírja, hogy középtávon (3-5 éves távlatban) minden tagállam köteles egyensúlyba hozni költségvetési mérlegét vagy költségvetési többletet produkálni. Ha egy tagállam költségvetési hiánya túllépi a megengedett 3 százalékos határértéket, az EU-partnerek hivatalos ajánlásban szólíthatják fel a probléma kiküszöbölésére. A szóban forgó tagországnak ezt követően négy hónap áll a rendelkezésére, hogy hatékony intézkedést hozzon a hiba kijavítására. A túlzottan nagy deficitet a figyelmeztetés elhangzása után egy éven belül korrigálni kell. Ha a helyzet nem változik, a tagállamok szankciókat léptethetnek életbe a túlköltekező tagállammal szemben: az első szakaszban például felszólítják arra, hogy éves GDP-jének minimum 0,3 százalékát letétbe helyezze az Európai Bizottságnál. (Németország esetében például a minimális büntetés több mint 4 és fél milliárd euró lenne.)

⁴ A témáról bővebben lásd Rácz [2002].

A paktum bírálata különösen a mostani recesszió közeli, de legalábbis stagnáló gazdasági viszonyok között szembetűnő: az eddig szinte szentírásként kezelt paktum nem enged elég mozgásteret a gazdaságot élénkítő intézkedésekre, amelyek alkalmasint a költségvetési hiány ideiglenes növekedését vonnák maguk után. Az 5. táblázat azonban világosan mutatja az kormányköltekezések visszaszorulásának alapvető trendjét, amely testet ölt az állampapír-kibocsátás volumenének erőteljes csökkenésében is.

5. táblázat

Euróövezeti központi kormányzati nettó kötvénykibocsátás

Ország	1999	2000
Olaszország	67	28,7
Németország	48	34
Franciaország	35,3	22,7
Spanyolország	23,6	19,4
Belgium	13,5	9,1
Hollandia	5,5	5,1
Ausztria	12,5	10,6
Portugália	6,8	3,3
Írország	-0,3	-1,6
Finnország	-0,5	-1,6
Luxemburg	0	0
Összesen	211,4	129,7

Forrás: The Euro Bond Market, ECB, 2001.

A stabilitási paktummal kapcsolatos problémák orvoslására az Európai Bizottság a paktum szabályainak átértelmezését javasolta 2002. november végén, kísérletet téve az eurózóna romló költségvetési helyzetének és a közös európai valuta alapkövének tekintett megállapodás tekintélyének helyreállítására. A bizottsági javaslatok nem jelentik a paktum betűjének megváltoztatását, de megkísérlik előrelátóbbá tenni azt. A bizottsági csomag a várakozásoknak megfelelően egyáltalán nem könnyítené meg a magas költségvetési hiánnyal küzdő országok dolgát, érintetlenül hagyva a paktum központi elemét, amely 3 százalékban maximalizálja a deficitet. Éppen ellenkezőleg: míg nagyobb szabadságot biztosítana az alapvetően stabil pénzügyi helyzetű országoknak, nagyobb hatalmat adna a Bizottságnak, hogy fellépjen azokkal szemben, akiknek nagy a költségvetési hiányuk és magas az államadósságuk.

Az alacsony strukturális hiánnyal jellemezhető országoknak módjában állna valamelyest eltérni a paktum költségvetési egyensúlyt megkövetelő előírásától, ezzel nagyobb szabadságot nyerve fejlesztésekre, befektetésekre, lehetővé téve, hogy költsenek a szükséges strukturális átalakításokra. Ugyanis a paktummal szemben elhangzó kritikák egyik legfontosabbika volt az, hogy alapvetően jó pénzügyi helyzetű országok (például Írország) a paktum „túl merev” értelmezése miatt nem tudnak fontos befektetések finanszírozni. Ez a változtatás jól érintene egyébként sok tagjelöltet is. A Bizottság viszont várhatóan keményebben fog fellépni azokkal az országokkal szemben, akik magas strukturális hiánnyal küzdenek. Olaszország, Görögország és Belgium mind 100 százalék feletti államadóssággal rendelkeznek, holott a maastrichti kritériumok legfeljebb 60 százalékot tesznek lehetővé – rájuk különösen nagy nyomás helyeződik majd Brüsszel részéről. Azoknak az országoknak, ahol magas a költségvetési hiány, például Németországnak és Franciaországnak, továbbra is legalább évi 0,5 százalékkal kell deficitjüket csökkenteni-

ük. Az egyes tagállamok költségvetési helyzetének elbírálásakor ugyanakkor a Bizottság figyelembe fogja venni, hogy a gazdasági ciklus mely fázisában vannak, és egészében véve milyen a pénzügyi helyzetük.

Míg a javaslatcsomag lehetővé teszi az alapvetően jól teljesítő országoknak, hogy a szükséges és fontos kiadások finanszírozására eltérjenek a költségvetési egyensúlytól, a Bizottság figyelmeztetésben részesíti azokat az országokat, amelyek kényelmes pénzügyi helyzetüket fiskális lazításra, adócsökkentésre használnák fel, nem pedig strukturális reformok finanszírozására, az államadósság csökkentésére (Bruxinfo, 2002. november 28.).

A legutóbbi éles bírálatot a 2003 júliusában publikált úgynevezett Sapir-jelentésben kapta a stabilitási paktum. A jelentés szerint oly módon kellene enyhíteni a paktum előírásait, hogy recesszió esetén azonnal felfüggesztenék az alkalmazását. Emellett az Európai Bizottságnak nagyobb szerepet kellene kapnia a szabályok értelmezésében, a költségvetések felügyeletére pedig független nemzeti auditáló ügynökségeket kellene létrehozni, valamint nagyobb mértékben kellene koordinálni a tagállamok fiskális politikáit.

A jelentés irányvonalával némileg összecseng az olasz elnökség növekedési programja is, amelyet a pénzügyminiszterek először a 2003. július 15-i Ecofin-ülésem tárgyaltak meg. A program lényege az infrastrukturális befektetések állami finanszírozásból történő felfuttatása, aminek révén a remények szerint beindulhat az európai növekedés. A program kialakítása jelenleg folyik, de több tagállam már jelezte, hogy nem ért egyet annak keynesianus indíttatásával, és inkább a piaci liberalizáció továbbfolytatásával, az adminisztratív akadályok lebontásával és fokozottabb emberitőke-befektetéssel képzelel az EU-szintű növekedésösztönzést.

Vállalati kötvények

Az euró attraktivitása a magánszektor hitelfelvevői számára volt a legnagyobb. Az euró bevezetésének talán legjelentősebb hatása az euróban denominált vállalati kötvénykibocsátás berobbanása volt – mind az euróövezeti, mind az azon kívüli kibocsátók részéről. Továbbá meg kell említeni, hogy a kibocsátás megugrása pontosan egybeesett az euró 1999. januári bevezetésével. A kibocsátási roham 1999 első negyedévére esett. A prímét az euróövezeti kibocsátók vitték, akik háromszor (!) annyi kötvényt bocsátottak ki, mint azelőtt a tagvaluták összességében. Az övezeten kívüli kibocsátók is jelentős mértékben növelték euróalapú kibocsátásukat, de ez elmaradt a zónán belüli cégektől. 1998 augusztusa és 1999 novembere között az euróövezeti vállalatok nemzetközi hitelpapírokat 75 százalékban euróban bocsátottak ki, míg az 1990 január és 1998 augusztus közötti időszakban ez az arány csak 10 százalék volt (akkor nemzeti valutákban). Ugyanezek az arányok a zónán kívüli kibocsátók esetében 21 százalék, illetve 2 százalék voltak (*Galati-Tsatsaronis* [2001])!

A kibocsátási volumen megugrása több tényező együttes hatásával magyarázható, és nem mindegyik köthető szorosan az új valuta bevezetéséhez. A kedvező gazdasági helyzet, a pozitív növekedési kilátások, az alacsony infláció és az alacsony kamatszint mind bátorította a kibocsátókat. A befektetők élénk és derülátó attitűdjé szintén a hitelfelvevőknek kedvezett. Továbbá, az európai vállalatok igen aktívan kivették a részüket az 1990-es évek végén lejátszódó fúziós és felvásárlási hullámból, és a kötvénykibocsátás megfelelően rugalmas és kézenfekvő megoldásnak tűnt ezek finanszírozására. A telekommunikációs szektorba áramló hatalmas tőkebefektetések és vállalati tranzakciók finanszírozási igénye megint csak jelentős mennyiségű kötvénykínálat formájában jelentkezett. Az európai valuta bevezetése igen fontos addicionális fejlemény volt, ami lényegesen kiszélesítette a kötvénykibocsátás számára a lehetséges befektetők körét, ezzel jelentős mértékben csökkentve a tőkepiaci finanszírozás költségeit. Ha ezt a helyzetet

kötvénykibocsátással képesek kihasználni, a tőkepiaci finanszírozás költségei jelentős mértékben csökkenthetők.

Az első kibocsátási hullám hatalmas sikere lendületet adott a piac továbbfejlődéséhez, és az elsődleges piac lendülete a másodlagos piac fejlődését is maga után vonta. Az EMU bevezetése okozta versenynövekedés arra sarkallta a vállalatvezetőket, hogy cégük pénzügyi struktúráját átalakítsák, és olyan optimális tőkeáttételi helyzetet teremtsenek, ami szintén hozzájárulhatott a makroszintű dezintermediációhoz, vagyis a tőkepiaci hitelfelvétel megerősödéséhez. Az euró bevezetése utáni hatalmas kötvénypiaci siker számos elemző szerint ugyanis annak az előjele, hogy a kontinentális Európában megerősödik a tőkepiaci alapú finanszírozás és egy új szakaszba juthat az európai pénzügyi rendszer. Ez még akkor is igen valószínű, ha figyelembe vesszük a gazdasági és tőzsdei visszaesés romboló hatásait (lásd a későbbiekben a Neuer Markt esetét), amelyek valószínűsíthetően csak időlegesen torzítják a trendet. A hitelfelvevők számára a legnyilvánvalóbb előny az, hogy egy páneurópai szintű befektetői tömeggel számolhatnak, ezért lehetőségük van a kibocsátási méretek érdemi növelésére. A kibocsátások átlagos mérete ennek megfelelően valóban jelentősen megnőtt, amit a 6. táblázat illusztrál.

6. táblázat

Az euróban, illetve a nemzeti valutákban denominált vállalati kötvénykibocsátások átlagos mérete (millió dollárban)

1996	1997	1998	1999
200	170	210	400

Forrás: ECB Occasional paper series, No. 1., 2000., 48. o.

Más kérdés, hogy az euró-kötvénypiac kibocsátói struktúrája még korántsem egyenletes, mert még mindig alapvetően a banki kibocsátók dominálják a piacot. Ez a dollárban történő kibocsátások esetében nem igaz: itt a bankokon kívül igen jelentős az egyéb pénzügyi és a nem pénzügyi vállalatok kibocsátási aránya is. A banki kibocsátók európai dominanciája tehát az euró bevezetése után is megmaradt (ez is szemlélteti a kontinentális pénzügyi rendszer jellegzetességét, hiszen itt a bankok a finanszírozás fő csatornáit). 1998 és 2000 között az euróban denominált kötvénykibocsátások 60 százalékát adták a bankok, ami duplája a dollárszegmensben megfigyelhető aránynak.

Az euróban denominált kötvényekhez kapcsolódó határidős kereskedelem 1999-óta drámaian nőtt. Míg a rövid távú kamatfutures-piac központja a londoni LIFFE (*London International Financial Futures and Options Exchange*), addig a *kötvényfutures-kereskedelem* fellegvára a német-svájci derivatív tőzsde, az Eurex. További fejlemény, hogy a swap piacok fontos színterei lettek az euróövezetben a kockázatfedezeti stratégiák megvalósításának. Mivel a vállalatok kötvénykibocsátása meglódult, a fedezeti igények is megnöttek, aminek elsődleges eszközei a swap szerződések lettek.

Már említettük, hogy az euró bevezetésének egyik legfőbb következménye az volt, hogy a valutaközi hozamarbitrázsra és a nemzeti kamatkülönbségekre alapozó befektetési stratégiák elavultak. Az európai portfólióbefektetőknek meg kellett tanulniuk sokkal inkább a hitelkockázati elemekre koncentrálni.

A jövőt illetően valószínűsíthető, hogy az európai kötvénypiacok nemzetközivé válása és diverzifikációja tovább folytatódik. A meglévő intézményi akadályok folyamatosan csökkennek, hiszen Európa nem szeretne lemaradni a nemzetközi versenyben, és ez a szándék rendkívül erős késztetés lesz a gyorsított reformokra. Mindazonáltal egészen bizonyos, hogy még jó néhány évnek kell eltelnie, mire az európai vállalati kötvénypiacok méretben és hatékonyságban beérhetik vagy megelőzhetik az amerikaiakat.

Részvénypiacok

Az EMU harmadik szakaszának hatása közvetett, amit nehéz elkülöníteni a strukturális tényezők hatásától. Az euró bevezetésének azonban mindenképpen van egy közvetlen hatása is: a valutakockázat eltörléséből eredő hatás. Ez utóbbi lehetővé tette az euróövezet területén tevékenykedő befektetők számára, hogy a hazai piacról inkább nemzetközi, szektorális piacra váltsanak, és inkább a páneurópai befektetések felé forduljanak. Ezt világítják meg a következő fejlemények.

– Az eurórégióban lévő intézményi befektetők hazai piacokra való koncentrálása csökkent az euró bevezetése óta: 1999-ben és 2000-ben a hazai orientációjú befektetési alapok piaci részesedése csökkent, míg a páneurópai vagy euróterületre koncentrálóké nőtt. Hasonló trend figyelhető meg a nyugdíjalapok részvénytportfólióival kapcsolatban is az eurórégióban. Az eurórégióban tevékenykedő intézményi befektetők a nemzeti alapú szektorális teljesítménymutatókról inkább a páneurópai szektorális teljesítménymutatók használatára váltanak át. A szektorális megközelítés bevezetése azt is jelentette egyben, hogy nem korlátozták magukat euróövezeti befektetések körére: a piaci realitások miatt szükséges volt, hogy az értékelés bázisába bevonják az Egyesült Királyság, Svédország és Svájc területén működő vállalatokat is (például a gyógyszergyártás, az élelmiszeripar, a bankszektor és a telekommunikáció területén).

– Az euró bevezetése más oldalról is hatással volt az euróövezeti részvénytpiacokra, mivel a befektetők a legkönnyebb és leghatékonyabb megoldást keresték arra, hogy a portfóliójukat a határon átnyúlva diverzifikálják. Ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy a jól elemzett, nagy kapitalizációjú részvények iránti kereslet nőtt a kis kapitalizációjúakhoz képest, és a passzív befektetési stratégiák (például indexalapok) népszerűbbek lettek.

– A nemzetközi részvényáramlásokkal kapcsolatban elmondható, hogy a fizetési-mérleg-adatok alapján az euróövezetben működő vállalatok az Egyesült Államok piacaira koncentrálnak az akvizíciók és portfólióberuházások esetén. Ez több okkal is magyarázható, például hogy az euró területén lévő vállalatoknak globalizálódniuk kell (egyrészt az euró bevezetése miatt), továbbá hogy az Egyesült Államokban kevésbé tartják „kellemetlennek” az akvizíciókat, mint az eurózónában. Az EMU harmadik szakaszának kezdete óta zajló jelentős nettó kiáramlás azonban természetesen megterhelte az euró árfolyamát.

A piac struktúrájáról és infrastruktúrájáról elmondható, hogy a határokon átnyúló kereskedelem iránti megnövekedett kereslet konszolidációs folyamatot indított el az európai tőzsdék és az értékpapír-elszámolási rendszerek között is. A rendelésalapú elektronikus piacok előretörése korlátozta az alternatív kereskedelmi rendszerek versenyfenyegetését. A tőzsdék közötti összeolvadás korlátozza a piac feldarabolódását hosszú távon, és az új technológiák pedig lehetővé teszik, hogy a piac szereplői bárhol könnyen hozzáférjenek a piacokhoz.

Az intézményi befektetők növekvő mérete és a vállalatok globalizációja a nagykereskedelmi piacokon a részvénykereskedelmi és a tanácsadási szektor nagyobb koncentrációját hozta magával. Ez a nagyjátékosok javát szolgálta, akik képesek a páneurópai és globális piacot lefedni a szolgáltatások nyújtásában és a kutatási tevékenységben is. A nagykereskedelmi piacok centralizációja azonban nem fejeződött be, és általános az a várakozás, hogy a jelenség folytatódni fog.

Alapjában véve azonban az euró hatása az európai részvénytpiacokra inkább azokban a tényezőkben érezhető, amelyek a részvények árát – és kevésbé kereskedelmét – határozzák meg. Az euró bevezetése óta a következő fontos, de a bevezetés tényéhez inkább érintőlegesen köthető jelenségek figyelhetők meg az európai részvénytpiacokon: 1. a nem-

zetközi részvénykibocsátások növekedése, 2. a fiatal, jelentős fejlődésre képes kibocsátókra szakosodó értéktőzsdék felemelkedése és bukása, illetve 3. (negatív) jelenség az összeurópai részvénykereskedelem kialakulásához szükséges egységes infrastruktúra kialakulásának meglepően lassú, és ellentmondásos volta (lásd erről részletesebben A tőzsdék helykeresése című fejezetet).

1999-ben és 2000-ben a részvénykibocsátást segítette a részvényárfolyamok szárnyalása, a kedvező hangulat és a kormányok folyamatos kivonulása a gazdasági tevékenységek egyes szektoraiból. Az euróövezeti vállalatok nemzetközi részvénykibocsátása ebben a két évben a duplájára nőtt a megelőző két évhez képest, és elérte a 199 milliárd dollárt. Bármilyen nagynak tűnik ez a növekedés, mégis elmarad a fejlett régiók teljes átlagától, amely 119 százalékos volt (*Galati-Tsatsaronis* [2001])! Ez utóbbiért elsősorban a rendkívül intenzív tőzsdeibuborék-képződés volt a felelős az Egyesült Államokban. A gazdasági konvergencia következtében csökkentek a kővényhozamok az euróövezet jelentős részében, ami arra ösztönözte a kisbefektetők jelentős részét, hogy a kockázatosabb, de nagyobb megtérülést ígérő részvénybefektetésekre váltsanak. A részvényalapú befektetési alapokba rekordmennyiségű pénz áramlott, ami jelentős részvényár-emelkedést generált Európában. A befektetők viszonylag lassan reagáltak a boom után bekövetkező értékvesztésre: még 2000 második felében is áramlott a pénz az európai részvényalapokba.

Az európai „új piac” – amelyek a kis méretű, dinamikus, erőteljes növekedésre képes vállalatok tőkeszerző helyei – követték az amerikai nagytestvéreik sorsát. Az új, amerikai mintára tőkepiaci úton fejlesztő kis- és középvállalatok egész hada profitált Európában is a szárnyaló részvényárfolyamokból, de 2000 márciusa után az internetbuborék kipukkanása során mind az árak, mind a befektetői bizalom szinte pillanatok alatt szertefoszlott. Komoly kételyek merültek fel nemcsak a vállalatok, de a tőzsdék szakmai felügyeletével kapcsolatban is.

Európában a vállalatok jelentős része (főképp a kisebb méretűek) még mindig inkább a saját székhelyén működő tőzsdére vezeti be papírjait. A kontinentális európai részvénypiacok átlagosan kisebbek, mint a fejlett világ többi részén működők. Méretükhöz képest átlagos havi forgalmuk is gyengébb, aminek legfontosabb oka a nemzeti piacok szegmentációja és az euróövezeten belüli egységes kereskedési infrastruktúra hiánya. Számos kísérlet történt egy összeurópai bilaterális vagy multilaterális tőzsdközi egyezményhálón alapuló rendszer létrehozására, amely lehetővé tenné az euróövezeten belüli és azon kívüli befektetők számára, hogy az európai cégek papírjaival szabadon kereskedhessenek.

A legambiciózusabb ilyen terv a hat legnagyobb európai tőzsde szövetsége (beleértve Londont és Zürichet is) közös európai piac létrehozására a legnagyobb és legkeresettebb vállalati papírok számára. Az eredeti elképzelések egyre szerényebbé váltak, a helyi tradíciók és érdekek egyelőre erősebbnek bizonyultak, de még mindig napirenden van a nyitvatartási idők harmonizálása, a közös kereskedési infrastruktúra és egy egységes elszámolási rendszer létrehozása. A piaci likviditás növelésével, a kereskedési költségek csökkentésével az európai piacok kiaknázhathatnák lehetőségeiket, és az összeurópai realgazdaságnak megfelelő méretre fejlődhetnek.

Ez a folyamat azonban, mint már jeleztük, kiábrándítóan lassú. A megegyezés útjában áll a rivális csoportok ellentétes érdekeltsége: senki sem kívánja feladni a már bevezetett technikai megoldásait az egyes piacokon. A német és a londoni tőzsde egyesülése például alapvetően azon bukott meg, hogy a helyi brókerek féltették érdekeik érvényesülését egy egyesült szervezetben, ezért annak létrejöttét megvétózták. Csalódottság, az előrelépés hiánya és az egyre fenyegetőbb versenykihívás az új, illetve amerikai elektronikus alapú tőzsdék részéről: röviden ez jellemzi a helyzetet. Ez utóbbi azonban kétségtelenül ösztönző erővel is hatott egyes tőzsdékre. Ha nem is összeurópai szinten, de regionális

alapon elindult a tőzsdék együttműködése. Ez a folyamat azonban valószínűleg még nehezebbé teszi az összeurópai szintű tőzsdei harmonizáció elérését.

A szektor konszolidációja elkerülhetetlen, de az odáig vezető út rendkívül nehéznek tűnik. A legnagyobb vállalatok papírjainak párhuzamos európai kereskedése miatt csökken az összpiaci likviditás és az ártranszparencia. Egy ilyen helyzetben a fő nyertesek a piaci szereplők által létrehozott elektronikus kereskedések lehetnek, jóllehet még bizonyítaniuk kell, hogy képesek jelentős mennyiségű forgalmat elcsábítani a hagyományos tőzsdéktől.

A verseny fokozásának egyik kulcstényezője lehet, hogy az üzletkötés utáni költségeket csökkenteni kell az elszámolási mechanizmus konszolidálásával. A nemzeti piacok a nemzeti értéktári és elszámolási infrastruktúra köré épültek, amely mindenhol szervesen kötődik a nemzeti fizetési rendszer infrastruktúrájához. Ebből eredően a határon átnyúló tranzakciók meglehetősen drágák Európában, hiszen számos intézmény vesz részt egyetlen tranzakció lebonyolításában. A régió egészét lefedő egységesített rendszer jelentős mértékben csökkentené ezeket a költségeket, amelyek a teljes tranzakciós költségek mintegy 60 százalékát teszik ki.

Jóllehet az EU-ban léteznek az értékpapírpiac szereplőire vonatkozó közösségi szabályok, ezek a pénzügyi szolgáltatások rendkívül gyors fejlődése miatt részben elavultak, részben pedig olyan lazák és pontatlanul definiáltak, hogy a tagállamok tetszésük szerint hajthatják végre azokat (*Bölcsek tanácsa* [2001]). Európában országonként különbözők a részvénykibocsátási szabályok, a kibocsátási tájékoztatók és a tőzsdei cégek rendszeres tájékoztatási kötelezettségeinek tartalmi követelményei, az intézményes befektetők definíciói stb. A számviteli szabályok sokfélesége miatt nehéz összehasonlítani a különböző tagországok tőzsdéjén jegyzett cégek pénzügyi eredményeit, és nem egységes az auditorok és a vállalatok közötti viszony szabályozása sem. További akadály, hogy a pénzügyi intézmények felügyelete – dacára a több évtizedes harmonizációnak – még mindig meglehetősen eltér a tagállamok között, és nem megfelelő a határon átnyúló kooperáció.

Végezetül röviden szót kell ejtenünk a nemzetközi tőkepiacok, értéktőzsdék válságáról is. 2002. szeptember közepére csaknem ötéves mélypontra süllyedtek az irányadó európai részvényindexek. A biztosítási szektorban az árfolyamok rekordmélységbe zuhantak, a technológiai papírok jegyzése 1996 körüli szinten állt. Szintén szeptemberben az 1997-es ázsiai pénzügyi válság óta nem látott 7528 pontos mélypontra süllyedt a Dow Jones részvényindex, a Nasdaq szintén a hat éve nem látott mélységbe, 1139 pontra zuhant. A helyzetet súlyosbították a világpolitikai események is (nemzetközi terrorizmus, iraki háború miatti bizonytalanság). Ezek a folyamatok kétségtelenül negatív hatással vannak az európai pénzügyi szolgáltatók és a piaci infrastruktúra továbbfejlődésére is.

A tőzsdék helykeresése

Az európai értéktőzsdék valóságos körtáncot jártak egymással és a Nasdaq amerikai elektronikus tőzsdével, kipróbálva a fúziók és szövetségek számtalan lehetséges változatát. Még nem látszik azonban tisztán, hogy az európai tőkepiaci intézményrendszer a jövőben milyen erővonalak mentén nyeri el a végső formáját. Figyelembe kell venni azt a tényt is, hogy az elmúlt egy-két évben a nemzetközi gazdasági lehűlés átmenetileg a tőzsdei fúziókat is lelassította.

Egy jellemző fejlődési irány a tőzsdék átalakulási folyamatában – esetenként mint a fúziók kivédésének eszköze – a külső tagság (*remote membership*) bevezetése is lehet. Ez a

megoldás lehetővé tenné a külföldi befektetők számára, hogy a hazai brókercégek kikapcsolásával szerezhessenek tőzsdetagságot, és közvetlenül kereskedhessenek a tőzsdén.⁵

A másik eleme az átalakulásnak az, hogy a tőzsdék egyfajta „brókerklubból” részvénytársaságba mennek át. Az elektronizált kereskedés és a külső tagság kulcsfontosságúnak tűnik a tőzsdék fennmaradásának szempontjából, ugyanakkor tisztában kell lenni azzal is, hogy ezek erősen sérthetik a helyi brókercégek érdekeit. Hasonló érdekkonfliktus van a brókercégek és a tőzsde mint szervezett piac között a kereskedés átláthatósága, a kisbefektetők érdekvédelme, a bennfentes kereskedés féken tartása és más hasonló kérdésekben. Ezért célszerű szétválasztani a tőzsde ügyeibe beleszólást biztosító tulajdonjogot és a kereskedési jogot biztosító tagságot. Ugyancsak érdekkonfliktusokhoz vezethet a tőzsde nonprofit működtetése. Ennek a problémának a kezelésére a legtisztább megoldást először Ausztrália választotta: a sydneyi tőzsde nyilvános részvénytársaság lett, amelynek a részvényei forognak a sydneyi tőzsdén. Azóta a legfontosabb értéktőzsdék majd mindegyike követte ezt a példát. Egy fontos érv a profitorientált üzemeltetés mellett az is, hogy ez rákényszeríti a tőzsdét arra, hogy a végső felhasználók, a külső megrendelők preferenciáit érvényesítse a technológia és a kereskedés megszervezése során.

Tőzsdepiaci események

Az európai tőzsdék integrációjának folyamata már 1998-ban elindult: július folyamán a londoni LSE (London Stock Exchange) és a frankfurti DB (Deutsche Börse) részvénytőzsdék bejelentették, hogy stratégiai szövetségre lépnek egy közös elektronikus kereskedési rendszer létrehozása érdekében. A közeledés azonban elvi és technikai nézeteltérések és végül az angol fél visszalépése miatt meghíúsult. A tőzsdék együttműködésére vonatkozó megegyezés a következő kulcspontokra épülhetett volna: folyamatos, elektronikus-megbízás-vezérelt kereskedés, harmonizált ajánlati könyvek, mindenkire érvényes szabványosított feltételek, közös fellépés a piaci manipulációk megelőzésére és egyenlő feltételek biztosítása minden piaci szereplő részére, függetlenül annak földrajzi elhelyezkedésétől.

Egy ideig az elektronikus hálózatok összekötésében a felek megegyezni látszottak, ami visszalépést jelentett volna az eredeti tervekhez képest, hiszen azokban egységes kereskedési rendszer felállítása szerepelt. Így azonban minden tőzsde megtarthatta volna saját kereskedési rendszerét. Ez a megoldás egyrészt olcsóbb lett volna, másrészt kikérülte azt a vitát, hogy melyik rendszer alapján épüljön fel a közös kereskedés. A kisebb fejlesztési igények lehetővé tették volna azt, hogy már 2000 novemberében elindulhasson a tőzsdék közötti kereskedés. De az sosem volt világos az egyezkedések során, hogy mivel fogják az eredeti tervekben szereplő költségcsökkentést elérni. A fúzió/kooperáció végül is tehát kútba esett. Az LSE részvényeinek megvásárlásáért később a svéd OM-csoport is ringbe szállt, amikor ellenséges vételi ajánlatot tett a papírokra, mintegy 800-830 millió font összértékben.

Időközben, 2000 szeptemberében létrejött Európa második legnagyobb tőzsdéje, ami az első európai tőzsdei összefogás eredménye volt. A Euronext a párizsi, az amszterdami és a brüsszeli értéktőzsde egyesítéséből jött létre, ami megalakulásakor 60 százalékban a párizsi, 32 százalékban az amszterdami és 8 százalékban a brüsszeli börze tulajdona volt. A bevezetett részvények összértéke mintegy 2500 milliárd euró, a 10 300 milli-

⁵ Ez természetesen csak akkor jelent előnyt, ha a kereskedelmi rendszer számítógépes, ekkor ugyanis például egy amerikai befektető a saját irodájából emberi közvetítés nélkül kereskedhet akár egy európai tőzsdén is.

árdrá becsült összeurópai kapitalizáció negyede. A forgalom 2000-ben 1706,67 milliárd eurót tett ki, szemben a három tőzsde egy évvel korábbi 1073,44 milliárd eurós összfordalmával (Agence Europe). Azóta több tőzsde, például a liszaboni is csatlakozott a szövetséghez.

A Nasdaq 2001. március elején – miután meghiúsult a londoni és a frankfurti tőzsde összefonódásával tervezett iX létrejötte, amellyel együtt kívánt működni – 58 százalékos többségi tulajdont szerzett az Easdaqban, amelynek a neve Nasdaq Europe lett. A Nasdaq megállapodott a londoni származékos piaccal is arról, hogy a New York-i tőzsdére és a Nasdaqra bevezetett összes részvény határidős kontraktusaival lehet majd kereskedni az amerikai nyitvatartási időn kívül is Európában. A Nasdaq azt is bejelentette, hogy az Easdaqon kívül három másik tőzsdével is tárgyalásokat folytat (London, Frankfurt, Euronext).

Az elektronikus piaci fúziók közül megemlíthető svájci tőzsde és az angliai központtal rendelkező Tradepoint által létrehozott Virt-x piac. A regionális szövetségek közül a kelet-közép-európai társaságok jegyzését szorgalmazó Newexet (New Europe Exchange), valamint a skandináv csoportosulást, a Norexet kell kiemelni.

A Norexet (Nordic Exchanges Alliance) a dán és a svéd tőzsde hozta létre 1998 januárjában a kopenhágai és a stockholmi börzén forgó papírok közös kereskedési és elszámolási rendszeren keresztül történő adásvételére. Itt 1999 közepétől már az OM által kifejlesztett SAX 2000 rendszeren folynak a kötések. Ehhez már csatlakozott Oslo, és jelezte ilyen irányú szándékát a Balti Tőzsdeszövetség, valamint az izlandi börze is. A finn tőzsde eddig annak ellenére sem társult a csoportosuláshoz, hogy legnagyobb tulajdonosa az OM. (Ennek oka az, hogy a svédek át akarták csábítani a helsinki tőzsde forgalmának 70-80 százalékát adó Nokia-részvények kereskedését Stockholmba.)

A frankfurti és a bécsi tőzsde szövetkezése nyomán létesülő Newexen két kategóriában – a 10-20 millió euró közötti, valamint a 20 milliónál nagyobb kapitalizációjú – tíz jegyzett társaság, illetve az egyéb kategóriákban több mint száz cseh, lengyel, magyar és orosz vállalat részvényeivel szerettek volna kereskedni. Bécsben nagy reményeket fűztek az 1999 végén indult tőzsdéhez, de a kezdeményezés teljes kudarcnak bizonyult. Tanulságos megemlíteni a bécsi tőzsde helyzetét, ami jól példázza a kis tőzsdék önálló jövőjének kilátását. A bécsi tőzsde már évek óta szinte kong, többször megkörményezte a Budapesti Értéktőzsdét is partnerségi vagy fúziós elképzeléseivel, de eddig sikertelenül. (A pesti börze végül a frankfurti tőzsdéhez való közeledés mellett döntött.) 1999 novemberétől Bécs összekapcsolta kereskedési rendszerét a frankfurti tőzsde, Xetra (Exchange Electronic Trading) rendszerével, ami lehetővé tette, hogy a bécsi tőzsde 80 részvevője közvetlen kapcsolatba kerüljön Frankfurt mintegy háromszáz kereskedőjével, s az eddig szinte zárt körben forgó részvények szélesebb európai környezetben mutassák meg magukat. Mindezek ellenére, azóta sincs jelentősebb javulás az osztrák tőzsde teljesítményében.

2002 tavaszán hónapokon keresztül komoly tárgyalások folytak az amerikai Nasdaq és a londoni tőzsde (LSE) fúziójáról is. Ha a fúzió létrejött volna, akkor – a forgalom szerint – a világ legnagyobb tőzsdéje jött volna létre, megelőzve a New York-i tőzsdét. A Nasdaq a második az Egyesült Államokban, és főként a technológiai cégek – Microsoft, Intel, Cisco – részvényeinek teremt piacot. Összesen 3900 vállalat szerepel a listáján. Az LSE Európa első számú tőzsdéje, amelyen 2800 vállalkozás méretig meg magát, de mint láttuk, élete távolról sem nyugalmas. A német Deutsche Börse AG – két évvel egy meghiúsult egyesülési kísérlet után – szintén 2002 áprilisában ismét átvételi ajánlatot készült tenni a londoni értéktőzsdének, de egyelőre egyik elképzelés sem valósult meg.

Az utóbbi idők legkiemelkedőbb eseménye a határidős és opciós tőzsdék életében 2002 decemberében következett be, amikor is a LIFFE részvényesei hozzájárultak a piacnak a Euronext részére történő értékesítéséhez, leszavazva az LSE ajánlatát. A Euronext azóta származékos tevékenységének döntő részét a LIFFE elektronikus kereskedési platform-

jára (Connect) helyezte át. Egy másik kiemelten fontos tőzsdei esemény volt 2002 során a Neuer Markt bezárásának híre, mivel annak messzebbre mutató – noha véleményünk szerint inkább átmeneti – következményei is várhatók az európai tőkepiacra, illetve az európai pénzügyi rendszer általános jellegére vonatkozóan is.

A Deutsche Börse 2002. szeptember 26-án bejelentette, hogy 2003 végére bezárja a Neuer Marktot, Európa egyik legnagyobb hi-tech papírokat forgalmazó piacát. A döntés – amely eloszlatja azt a reményt, hogy Frankfurt váljon Európa meghatározó pénzügyi központjává – jelentős visszalépés azon az úton, amelyen Németország elindult egy részvénytulajdonosi alapú befektetési kultúra kialakításáért. A Neuer Marktot 1997-ben, indulásakor még a Nasdaq európai megfelelőjének, vetélytársának harangozták be. A valóság az, hogy a 2000. márciusi csúcs óta a tőzsde értékének 95 százalékát elvesztette, és míg 2000-ben 135 új tőzsdei bevezetés történt, addig 2001-ben már csak egy! A Neuer Markt esete híven tükrözi a világ technológiai tőzsdéinek vergődését, illetve azt is, hogy Németországot sem kerülték el a jegyzett vállalatok körüli számviteli, vállalatvezetési botrányok.

A Deutsche Börse a bejelentett reformok alapján egy kétszintű jegyzési rendszert vezet be. Az első szinten a kizárólag a német piacon tőkét gyűjtő cégek helye lesz, könnyített információszolgáltatási előírásokkal. A második szint viszont azon cégek platformja, amelyek megjelennek a nemzetközi tőkepiacon (ez fogja helyettesíteni a Neuer Marktot és a SMAX-ot – Stock Market for Small and Medium-sized Companies). Ezeknek a cégeknek szigorúbb jelentési, számviteli előírásoknak kell megfelelniük (IAS, US-GAAP). A szigorítások alapmotivációja a megrendült befektetői bizalom visszaszerzése. A német döntést egyébként megelőzte a svájci tőzsde lépése, amely hi-tech szekciójában megszüntette az új jegyzések elfogadását.

A többi tőzsde egyelőre kivár, de meglehetősen nagy a lépéskényszer. A közeljövőben véglegesítendő európai tőzsdereform, illetve az annak gerincét képező *befektetési szolgáltatási irányelv* (Investment Services Directive – ISD, lásd: *pénzügyi szolgáltatási akcióterv*) egyik lényeges eleme egyébként, hogy az összeurópai részvénykereskedelmet nem a tőzsdék egységesítése felől közelíti meg, hanem a 15 tagállam kereskedési, bevezetési, egyéb szabályainak a harmonizálásával. Sőt, a tervek szerint az értékpapír-kereskedelemben a tőzsdék mellett nagy szerepet kapnának a kereskedelmi bankok is, amelyeknek lehetősége lenne a befektetők bizonyos köre számára részvénykereskedés végzésére.

A Deutsche Börse AG új részvényárfolyam-indexet is elindított, ez azonban nem érinti a DAX hagyományosan irányadó szerepét: az új index a TecDAX, amely a DAX indexben nem szereplő harminc legnagyobb technológiai cég részvényét fogja össze. A közepes kapitalizációjú papírok MDAX-indexének összetétele hetven alkotóelemről ötvenre szűkül. Az ötven kis tőkeértékű céget összefogó SDAX összetétele nem változik. Az új indexstruktúrával két új jegyzési alapszabályt is bevezetnek Frankfurtban: a Prime Standardet és a General Standardet. A Prime szerint jegyzett részvények árfolyam-alakulását 18 szektorindex és egy teljes körű, minden részvényt magában foglaló index öleli majd fel.

Miért tartjuk fontos fejleménynek a Neuer Markt kudarcát? A németek mindig is bankbetétekben vagy ingatlanbefektetésekben tartották megtakarításaikat, a 90-es évektől kezdődően a kormányzat azonban folyamatosan ösztönözni próbálta egy fejlettebb részvénykultúra meghonosítását. Az első jelentős lépés a Deutsche Telekom (DT) 1996-os privatizációja volt, amely drámai módon hozzájárult a részvénytulajdonosok számának növekedéséhez Németországban (1997-ben a lakosság 9 százaléka, míg a csúcst jelentő 2001-ben már a 21 százaléka birtokolt részvényeket – *Germany...* [2002]). Az emberek a privatizációkon túl (további DT, Deutsche Post, T-Online) kedvet kaptak az új tőzsdei cégekbe való befektetéshez is, jelentős részben éppen a Neuer Markton. A bukás tehát

össztársadalmi szinten is jelentős volt. Sokan – kiábrándulva – teljesen felhagytak a részvénybefektetéssel. A Neuer Markt bukásának másik következménye, mint már említettük, az, hogy Frankfurtnak nem sikerült felzárkóznia London mellé az európai pordon. London előnyben van, mert fejlettebb a piaci infrastruktúrája, jobb a szabályozási-felügyeleti rendszere, és a képzettebb szakértőbázisa elől jár az új innovatív ötletek termékké alakításában. A frankfurti tőzsde minden bizonnyal sikeres lesz a német vállalatok tőkegyűjtő intézményének szerepében, de egyelőre összeurópai szinten nem lehet a londoni tőzsde vetélytársa. Mint említettük, elhalt az 2000-ben tervezett iX tőzsde [egy összeurópai domináns értéktőzsde, amely a Deutsche Börse és a londoni tőzsde (LSE) összeolvadásából jött volna létre] terve. A frankfurti lendület megtört, amit tetézt az, hogy a németek akkor kezdték rászoktatni a társadalmukat az értékpapír-befektetésre, amikor az a legnagyobb veszteségeket produkálta. Mivel Anglia sokkal érettebb értékpapír-kultúrával rendelkezett, és a nagy privatizációk már jóval korábban lezajlottak, ott a válság nem okozott akkora kiábrándulást.

*

Kik az euró bevezetésének nyertesei és vesztesei? Alapvetően az euróövezet kincstárai számítanak a pénzügyi integráció legnagyobb nyerteseinek, de további jelentős előnyök realizálására lenne még kilátás, ha sikerülne teljesen egységesíteni az euróövezeti államadósság-piacot. Az adósságpiacok tulajdonképpen zéróösszegű játéknak felelnek meg: a kibocsátó államoknak kevesebbet kell fizetniük a kötvények kamatára, de a tulajdonosok is kevesebb jövedelemhez jutnak. Ez a hátrány elsősorban azokat a befektetőket érinti tehát, akik arányaiban nagyobb összegű állampapírt tartanak befektetéseikben. Ezek alapvetően a jövődó nyugdíjasok, akik nyugdíjalapjai kevesebb hozamot biztosítanak.⁶

Ha a vállalatok szemszögéből vizsgáljuk az euró bevezetésének hatásait, azt látjuk, hogy számukra a legfőbb előny a tőkepiaci költségek csökkenése és az árfolyamkockázatok jelentős részének megszűnése. Mindez a növekedés, a termelés, a beruházások bővüléséhez vezethet. Ebben az esetben már nem zéróösszegű játékról van szó, mert ez mindenki számára előnyös lehet.⁷ A tőkepiaci integráció folyamatosan mérsékli a szétaprózott tőkepiacok, a párhuzamos tőzsdék működéséből adódó költséges torzulásokat a befektetések allokációjában. A befektetők számára a pénzügyi integráció a diverzifikáció lehetőségének megnövekedését jelenti. Az egyik legfontosabb kedvező fejleménye az euró bevezetésének az intézményi befektetők valuta-megfeleltetési kötelezettségének megszűnése, s ez végső soron a befektetők és az ügyfelek jólétét eredményezi (*Bodnát* [2002]).

Az euró bevezetése jelentős hatással van és lesz az euróövezet gazdasági és pénzügyi struktúrájára. A Gazdasági és Monetáris Unió eddig a következő fontosabb közvetlen hatásokat gyakorolt a pénzügyi piacokra:

- a nemzeti pénzpiacok gyorsan átalakultak egy egységes európai pénzpiaccá,
- az állampapírpiacon európai integrációja felgyorsult,
- az euróban denominált vállalati kötvénypiac gyors növekedésnek indult.

Az euró bevezetése folyamatos kényszerítő erővel hat az európai pénzügyi piacok integrációjára, növelve a koncentrációt és a hatékonyságot, korszerűsítve a szolgáltatások színvonalát. Mindez a pénzügyi szolgáltatók körében is jelentős változásokat eredményez, tovább ösztönözve a fúziókat, a pénzügyi konglomerátumok létrejöttét és az

⁶ Nemcsak az a baj, hogy az európai nyugdíjrendszerek halálra vannak ítéelve a jelen – hosszú távon finanszírozhatatlan – formájukban, de a monetáris integráció miatt a piaci alapú nyugdíjfinanszírozás is alacsonyabb hozamokat ígér.

⁷ Beleértve még a nem tőkefedezeti nyugdíjbiztosításokat is.

összeurópai szintű vállalati és befektetési stratégiák meghonosodását. A tőkepiac likviditásának és szolgáltatási színvonalának növekedése pedig elősegíti az egész gazdaság növekedését, megteremtve a kisebb méretű vállalatok számára is a tőkebevonás olcsóbb és egyszerűbb lehetőségeit. Az új, korszerűbb pénzügyi termékek és innovációk kiszélesítik a befektetési és kockázatkezelési, kockázatfedezeti lehetőségeket a vállalatok számára, és hozzájárulnak az európai befektetési és portfóliókezelési üzletág felzárkózásához is.

Az európai tőzsdék körében jelentős átalakulási folyamat indult el: egyes tőkepiacok átértékelődnek, a részpiacok egymásra utaltsága növekszik. Az árfolyamkockázat megszűnése kedvező hatású a részvény- és származékos piacokra, de növeli a piac versenyfeszültségét is. A közös valutával és az árfolyam-kockázat megszűnésével a nemzeti tőkepiacok közötti versengés tehát nőtt, már csak azért is, mert a teljesítményük és költségeik sokkal könnyebben összehasonlíthatók. Az államkötvény-kibocsátás terén a nemzeti államadósság-kezelő intézmények jobb együttműködése megsokszorozhatná az euróövezeti állampapírok vonzerejét a régió kívüli befektetők számára.

Az euró bevezetésének hosszabb távon legfontosabb hatása, hogy – az eseti kudarcok ellenére – a befektetők és a tőkefelvevők magatartását közelebb viszi a piaci finanszírozás (angolszász kapitalizmus) felé a banki finanszírozás (rajnai kapitalizmus) kárára. Az euró ilyen módon regionális szinten sietteti a globálisan megfigyelhető dezintermediáció folyamatát is.

Hivatkozások

- ADJAOUTÉ, K.–DANTHINE, J. P. [2002]: European financial integration and equity returns: a theory-based assessment. Conference Paper. Second ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main, október 24–25.
- BODNDT, de G. [2002]: Euro area corporate debt securities market: first empirical evidence. ECB Working Paper, No. 164. augusztus.
- BÖLCSEK TANÁCSA [2001]: Final report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets. Február 15. Brüsszel.
- BROOKS, M. [1999]: The impact of EMU on portfolio management. EIB Papers, Vol. 4, No. 1.
- CASSOLA, N.–MORANA, C. [2002]: Monetary policy and the stock market in the euro area. ECB Working Paper No. 119. január.
- DETKEN, C.–HARTMANN, P. [2000]: The euro and international capital markets, ECB Working Paper Series, No. 19. április.
- EC [1997]: The Impact of the introduction of the Euro on capital markets. Communication from the European Commission, COM(97) 337 Final. European Commission, Brüsszel.
- EC [1999]: COM(1999)232, 11/05/99 Commission Communication on the Financial Services Action Plan.
- EC [2000]: Progress Report to the Ecofin Council on the Impact of ageing populations on public pension systems. EPC/ECF/N/581/00-EN-Rev.1, European Commission, november.
- EC [2001]: European Commission report on the eurobond market. European Commission, Brüsszel, március.
- EC [2002]. Responses to challenges of globalisation – A study on the international monetary and financial system and on financing for development, Working document of the European Commission services, DG Ecfín.
- ECB [2000]: The euro: integrating financial services. ECB brochure, augusztus.
- FINANCIAL MARKET INTEGRATION ... [2002]: Financial market integration in the EU. DG Ecfín working document, október..
- FRATZSCHER, M. [2001]: Financial market integration in Europe: on the effects of EMU on stock markets. ECB Working Paper, No. 48. március.
- GALATI, G.–TSATSARONIS, K. [2001]: The impact of the euro on Europe's financial markets. BIS Working paper, No. 100. július.

- GERMANY... [2002]: Germany: Neuer Markt closure deal blow to Frankfurt. Oxford Analytica Bulletin, september 30.
- GIOVANNINI GROUP [1997]: The impact of the introduction of the euro on capital markets. A communication from the Commission. COM (97) 337.
- GIOVANNINI GROUP [1999]: EU repo markets: Opportunities for change. DG Ecfm.
- GIOVANNINI GROUP [2000]: Co-ordinated government debt issuance in the euro area. DG Ecfm.
- GROSS, D.–LANOO, K. [2000]: The euro capital market. John Wiley and Son Publ., London.
- MARJÁN ATTILA [2003a]: Pénzügyi jogharmonizáció az unióval – A tőkepiacok hívó szava. Figyelő, április. 10., 65. o.
- MARJÁN ATTILA [2003b]: Az EMU hatása az európai pénzpiacokra. Pénzügyi Szemle, 5. sz . 479–485. o.
- PEERSMAN, G.–SMETS F. [2002]: The industry effects of monetary policy in the euro area. ECB Working Paper, No. 165. augusztus.
- RÁCZ MARGIT [2002]: A német gazdaság fiskális politikai kihívásairól. Közgazdasági Szemle, 5. sz.
- SANTILLÁN, J.– BAYLE, M.– THYGESSEN, C. [2000]: The impact of the euro on money and bond markets. ECB Occasional Paper No. 1. július.
- SCHAUB, A. [2002]: Towards a Single European Financial Services Market: Anticipating and managing Change. Annual Summit of the Institute of Financial Services, november, 6. London.