Lukovics M. - Udvari B. (szerk.) 2012: A TDK világa. Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Szeged, 48-65. o.

Bankok és az euró[1]

Zsolnai Alíz – Szécsi Gábor

A dolgozatunkban több szempontból vizsgáljuk meg az európai monetáris és gazdasági unió, és ezen belül a közös valuta, az euró szerepét és jelentőségét a pénzügyi, gazdasági életben és folyamatokban. Aktuális téma, hiszen a külföldi és magyar pénzügyi szaksajtónak ad megvitatandó kérdéseket, valamint Magyarország számára az euró, mint fizetőeszköz csak később válik majd realitássá, de bizonyos hatásai már napjainkban is egyértelműen érezhetőek.

Munkánk irányvonala: a Gazdasági és Monetáris Unió ötletéből kiindulva megvizsgáljuk az ESCB és az ECB szerepét, mint intézményi hátteret, azaz alapot jelentve az euró bevezetésében és az egységesülésben, így eljutunk a pénzügyi szektorhoz és vizsgáljuk reakcióit az egységes piac kihívásaira, amelyhez az euró egyik sikersztorija, az értékpapír és állampapír jelene és jövője kapcsolódik.

Az euró bevezetését hosszú folyamat előzte meg. Egyre nagyobb kényszer volt arra, hogy egységes valutát vezessenek be, mert ez további növekedési forrásokat szabadít fel. De felmerül a kérdés, melyik szerepe lesz az eurónak meghatározó, az eszköz vagy az eredmény szerep? Azaz az egységes pénz eszköze vagy eredménye az egységesülésnek? Jelenleg egy igazodási időszak van, amitől ugrásszerűen harmonizációs változást egy ideig az EMU-ban nem várnak. Amit viszont egyértelműen kijelenthetünk, hogy a valutáris integráció igen kedvező hátteret, alapot és eszközt nyújt a reálintegrációhoz.

Kulcsszavak: euró bevezetése, pénzügyi szektor átalakulása, pénz- és tőkepiacok az euró tükrében

1. Bevezetés

Az európai bankrendszer világviszonylatban kontinentális beállítottságú. Az elmúlt években azonban egyre erősebb hangsúlyeltolódás figyelhető meg a pénzpiacok javára. A folyamat előzményei a technológia dinamikus fejlődése a lezajlott liberalizáció, illetve a lakosság vagyonának növekedése és szerkezeti átrendeződése. A változás a dezintermediációban, a pénzügyi innovációkban és a banktermékek elértékpapírosodásában jelenik meg. Ennek következtében a bankszektor relatív súlya csökken, a marzs csökken, a bankok bevételi és kiadási struktúrája átalakul. A hatás az egyes üzletágakban eltérő. Mindez elemzésre kerül munkánk során.

[1] Jelen tanulmány a Tőke- és pénzpiac tagozaton I. díjat nyert azonos című pályamű rövidített verziója. Témavezetők: Botos Katalin, Égető Emese. Az össszefoglalót Zsolnai Alíz készítette.

A bankszektor mellett nem lehet figyelmen kívül hagyni a pénz- és tőkepiacokat sem. A piac egyes szegmenseit eltérő integráltság, likviditás és hatékonyság jellemez. Nehéz minden tekintetben messzemenő következtetéseket levonni, mert egy folyamat részesei vagyunk. Azt is le kell szögezni, hogy ráadásul 2002. június 30-ig még átmeneti időszak van. Így további kutatásokra ad okot és lehetőséget a probléma.

2. Kiindulópont…

Tudományos Diákköri Dolgozatunknak a *pénzügyi egységesülési folyamat*, háttere és következményei a témája. Ez az irány, azaz az egységesülés látszólag egyszerű és könnyen kivitelezhető. Ám a háttérben fontos és komoly dilemmák merülnek fel. Sok célt tűztek ki az országok a fő célon túl (növekedés, a szuverenitás legalább bizonyos szintig történő megtartása, inflációs ráta csökkentése stb.). De ezek a célok nem valósíthatóak meg mindig együttesen.

Ugyanakkor a globalizációnak vannak negatív következményei is. Elmondható, hogy világszinten a devizaáramlás egyre szabadabb, és az áramlás mértékét és intenzitását a globalizáció tovább fokozza. Ha a devizaáramlás szabad, akkor ahova beáramlik, ott pénzteremtés következik be, mivel ez a pénzteremtés egyik módja. Így ennek hitelmegszorítással kell járnia, (mivel a tartalékrátával nem tudnak megfelelő hatást gyakorolni, ugyanis szerepe csekély, mértéke néhol 0%, vagy ahhoz közeli értékű), ami viszont a reálkamat révén kamatemeléssel jöhet létre. Ez viszont a forró tőkét fogja vonzani. Ezzel mintegy a gondolatmenet elejére, a deviza- és tőkebeáramláshoz jutottunk vissza. Ezzel már ki is mondtuk a Botos Katalin (Botos – Bódy - Mádl 1997) által eltehetetlenülési tételnek nevezett körré váló folyamatot, metódust.

Ennek a gyakorlati oldalát is bemutatva, azt lehet mondani, hogy ahogy a BIS (Bank of International Settlements) évkönyvei is mutatják: a nemzetközi valuta szerepét még ma is a dollár tölti be, a fizetési forgalomnak 50-60%-ában a dollárt használják, legyen az akár kereskedelmi fizetés, transzfer vagy forró tőke. Ugyanakkor szerepének csökkenése mégis tapasztalható, mégha csak csekély mértékben is. A háttérben tehát zajlik a folyamat erősen, mivel a *nemzetközi valuta szerep*ért folyik a küzdelem javában.

A II. világháborút követő években jelentkezett az igény az európai országok körében, hogy együttműködjenek és létrehozzanak Európában egy, nagyban az Amerikai Egyesült Államok mintáján alapuló Európai Egyesült Államokat. 1957. március 25-én aláírták Rómában az EGK (népszerű nevén: Közös Piac) szerződését, amely alapvető feladatának a 4 szabadság elvének (személyek, tőke, áru és szolgáltatás szabad áramlásának) megvalósítását tekintette. Ekkor még nem fordítottak túl nagy figyelmet a gazdasági integrációra és a pénzügy politikai együttműködésre, mivel a tagországok szuverenitásukból nem kívántak feladni.

1969-ben Hágában vált egyértelművé, hogy 1980-ig megteremtik a gazdasági és pénzügyi uniót, amelynek előkészítésével a tervével híressé vált Pierre Wernert bízták meg. A folyamat lényege, hogy kialakítják a teljes konvertibilitást a valutákra, kiküszöbölik az árfolyamok ingadozását, stabilizálják a fizetési mérleget, létrehozzák a valutakígyót és végül feladva a nemzeti szuverenitásukból a közös cél, a stabil monetáris viszonyok kialakítása érdekében életbe lépett az Európai Monetáris Rendszer és az árfolyam-mechanizmus. A Gazdasági és Monetáris Unióhoz vezető út kialakítását a Delors-jelentés adta, amelyre épült az Európai Unióról szóló Szerződés, amelyet Maastrichtban írtak alá. (Hetényi – Hünlich - Mocsáry 2000) A korábbi gyakorlattól eltérően a Maastrichti Szerződés már nem általános pénzügyi és gazdasági „alkalmasságot" vizsgál az országok vonatkozásában, hanem számszerűsített mutatóknak szükséges megfelelniük, ezeket nevezzük konvergencia-kritériumoknak. A kritériumokat nem elég elérni, hanem fenn is kell tudni tartani az állapotot, valamint egyformán kell megfelelni a feltételeknek, nincsenek súlyozva, hogy mi a fontosabb vagy kevésbé meghatározó.

3. Az euró helye és szerepe

3.1. Az euró intézményi háttere

Mivel a *pénzügyi rendszer* nem képzelhető el *intézményi struktúra* nélkül, valamint a pénzügyi integráció és az euróhoz vezető út gerincoszlopát adja az intézményi háttér, így a felkészülés jegyében ezt is meg kell vizsgálni.

A története az egységesülésnek a vámuniótól indult és ma már a gazdaságpolitikák és költségvetési politikák összehangolására vonatkozó kérdések merülnek fel és már a konkrét lépések sem késlekedhetnek. Mivel nem minden ország kívánt első körben csatlakozni, ezt a „*többsebességes Európa*" jelző írta le. Az ilyen irányú probléma megoldását az ERM II., azaz az új árfolyam-mechanizmus jelenítette meg, amit az EMI dolgozott ki. Az EMI 1994-1996 között Lámfalussy Sándor vezetésével működött, s a fő előkészítő feladatokat ekkor végezték el. Az intézmény feladatai 1998-ban – az ESCB és ECB felállításával – megszűntek. Az ECB esetében egy teljesen független és feladatát további beavatkozás nélkül ellátni képes intézményt kellett világra segíteni. Az eurót bevezető országok jegybankjai mintegy fiókjai az ECB-nek. Az EU összes tagállamának központi bankja pedig tagja lehet az ESCB-nek, amely intézményhez tartozik még a fizetési rendszer (TARGET, Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer) működtetése is. A TARGET lehetővé teszi, hogy ha az unió egy országa egy másik tagország felé fizetést teljesít, ez ne csak a belföldi nyilvántartásban jelenjen meg, hanem az összeg a tagországi jegybankok által elérhető rendszerben is, azonnal. Ezzel hibák küszöbölhetőek ki, a teljesítési idő rövidül és nem szükséges már közbenső intézmény.

3.2. A kinnmaradók jövője és kapcsolódása a belépettekhez

Nem kerülhető ki már az előbb említettek kapcsán sem, hogy mi történik azokkal az országokkal, amelyek nem csatlakoztak a monetáris unióhoz. A válasz erre a már említett ERM II. A belépett és a kinnmaradt országoknak is egyaránt érdeke, hogy az együttműködés folytatódjon és az euró-zóna kiterjedése minél zökkenőmentesebb legyen. A feltételek ugyanazok, mint az elsőként csatlakozóknál, azaz az árstabilitás, gazdaság stabilizálása és árfolyam-mechanizmus megalapozása. A kinnmaradó országok nem csatlakozhatnak közvetlenül az ECB-hez sem, így a monetáris irányítás – annak minden előnyével és hátrányával együtt is – nem terjed ki rájuk.

3.3. Az euró első lépései

Az indulás 1995 decembere volt Madridban (EMU-ról határozat), majd következett 1996 decembere Dublinban (Stabilitási és Növekedési Egyezmény), ezután 1997 áprilisában Noordwijk (Hollandia, a pénzügyminiszterek és jegybankelnökök rögzítik a pénzügyi unió szükséges lépéseit), ezt követően 1997 júniusában Amszterdam és decemberében Luxemburg (gazdaságpolitikák koordinálása) és legvégül 1998 májusa Brüsszelben, amikor kimondták a csatlakozó országok neveit és az euró bevezetését. 1998. december 31-én rögzítette az Európai Tanács a valuták árfolyamát, az átváltási kulcsot, amely 6 szignifikáns számjeggyel történik. Ahogyan Soós J. és Tóth G. L. cikkében (Soós – Tóth 1997) olvashatjuk, ezt úgy kell értelmezni, hogy szignifikáns a tizedes vessző előtt és után álló számjegy, kiegészítve azzal, hogy legalább három tizedes pontosságot kell alkalmazni.

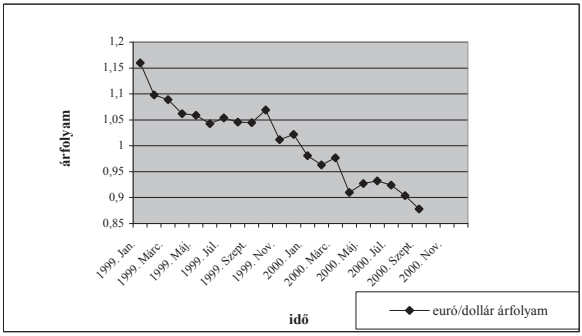
Végül hosszú előkészítő utazás után elérkezett 1999. január 1-je és útjára indult az euró. Az euró 2002-ig csak számlapénz funkciót tölt be, 2002. január 1-jén kerül bevezetésre bankjegy és érme változatban, majd 2002. július 1-jén váltja fel véglegesen a nemzeti pénzeket. A változások másként alakulnak a bankszámlák, számlapénz és a készpénz-helyettesítő eszközök esetében. Az euró használata iránti igény megnőtt pozitív jellemzői miatt és így jellemzővé vált, hogy a vállalati tőkeemeléseket, az újonnan kötött szerződéseket, eredmény-kimutatásokat és vállalati jelentések pénzbeli adatait euróban (is) meghatározták, kifejezték. (Eperjesi 1998) Ennek oka, hogy már a kezdetekben is felismerték az *euró előnyeit*:

- Összehasonlíthatóság (átváltás nélkül)
- Pénzügyi, tranzakciós és információs költségek csökkennek
- Valutaspekuláció destabilizáló hatása megszűnik
- Nagyobb biztonság az üzleti tervezésben (kiszámíthatóság, állandóság stb.)
- Beruházási kedv nő (tervezhetőség, árfolyamkockázat megszűnése stb.)
- Üzleti ciklusok hossza közeledik egymáshoz
- Megnő a verseny és bővül a piac (összehasonlíthatóság, piac bővülése)
- Kereskedelem élénkül (ld. Előző pont)
- Elszámolási kapcsolatok egyszerűsödnek, biztonsági szintjük nő
- Egységes valuta- és tőkepiac

A számos előnyön túl nem szabad megfeledkeznünk a *kockázatokról és hátrányokról* sem. Erre az euró árfolyamának alakulása a mindennapokban a legjobb példa. Ám ez a negatívum önmagát gerjeszti, mivel az euróval szembeni bizalmatlanság a legfőbb ok. Ugyanakkor mindenfajta bizonytalanság a politikában vagy gazdaságban 1999 után többszörösen jelentkezik, hiszen a korábbi ECU-vel szemben, amelyik több valutából állt, az euró már egyetlen valuta, így a hatások nagyobb ingadozást válthatnak ki. Nem hagyható figyelmen kívül az sem, hogy nagy veszélyt rejt magában a tagállamok részéről a stabilitási kritériumok esetleges felrúgása vagy a heterogén, divergáló pénzügyi politikák erősödése, mivel ez a kamatláb növekedéséhez és az euró leértékelődéséhez vezethet.

Kezdetben el sem tudták képzelni, hogy az euró ne szárnyaljon, de a valóság mást eredményezett, és így az első eurófória euró-pesszimizmusba vált át. Az euró tehát az árfolyamában nem tükrözi a hozzá fűzött reményeket. Az első száz nap elteltével az euró helyzetét értékelték, és ez alapján akkor az volt mondható, hogy az életbe lépéskori 1,16 dolláros árfolyama az eurónak felemelkedett ugyan 1,1877 dolláros csúcsra, de ezt követően egy lassú visszaesés és stagnálás jellemző, amit nem tudtak még a legjobb retorikusok hírében álló közgazdászok és politikusok sem megfordítani.

1. ábra Az euró/dollár árfolyam alakulása



Forrás: főbb nyugati valutaközpontok adatai alapján saját szerkesztés

Egybehangzóan az a vélemény, hogy jelenleg még nem tudja az igazi riválisszerepet betölteni az euró, de azért meghatározó a szerepe. Jó példa erre az is, hogy egy időre meg tudta törni a dollár egyeduralmát a kötvénypiacon, mivel az euróban kibocsátott kötvények aránya meghaladta a dollárban kibocsátott kötvények arányát. Ám ez csak átmeneti állapot volt, mivel a kibocsátók csak be akartak kerülni az új piacra, de a beváltáskor, illetve a kamatfizetéskor már inkább a dollár a meghatározó keresleti pénz.

A legtöbb közgazdász egybehangzóan említi meg, hogy hosszú távon mindenképp érvényesülni fog az euró nemzetközi pénzpiacokat átrendező hatása. Az továbbra is nyitott kérdés, hogy mekkora darabot vesz el a dollár egyeduralmából, mivel az euró hanyatlása nem tükrözi a gazdaságban lezajló folyamatokat, mivel a gazdaságban nincs akkora visszaesés, mint azt az árfolyamból le lehetne szűrni. Amit nem szabad elfelejtenünk, hogy Európában a monetáris szektorban az amerikai tőkepiaci hangsúllyal ellentétben a bankok szerepe a meghatározó. Egyúttal az sem mindegy, hogy az euró *tartalékvalutaként* mennyire tud előretörni, és ehhez az kellene, hogy minél több ország rögzítse pénznemét hozzá, azaz bízzon benne.

1. táblázat Vezető valuták felhasználásának alakulása

Felhasználási terület	Pénznem	Euró bevezetése előtt	Euró bevezetése után
Hivatalos tartalékok	EU-devizák, euró	24	16
	amerikai dollár	69	76
	japán jen	7	8
Nemzetközi pénzügyi eszk-k	EU-devizák, euró	34	13
	amerikai dollár	40	53
	japán jen	12	15
Devizapiaci tranzakciók	EU-devizák, euró	70	56
	amerikai dollár	84	92
	japán jen	24	26

Forrás: Tóth G. L. (1999, 72. o.) alapján saját szerkesztés

3.4. Az euró hatása

Az euró tehát látható, hogy a pénzügyi piac minden szegmensére, résztvevőjére kihat, részben a szükséges euróra való átlépés miatt, vagy pedig a szabályozások révén. Így szabályok hatnak az *egységes pénzügyi piac*on például a biztosítótársaságokra is, de a főszabály a prudens, szolvens és likvid működés minden résztvevő intézménynél. De a legmarkánsabb utat meghatározó és a legalaposabb előírások a bankokra és az értékpapír-piaci cégekre vonatkozóan születtek.

A tőkemozgás, a letelepedés és a szolgáltatás nyújtásának szabadsága lehetővé tette a *verseny erősödését és a piac bővülését*. (A letelepedés két módon lehetséges: fiók létesítése vagy leányvállalat alapítása. Az akadálytalan tőkemozgás és a pénzügyi szolgáltatás nyújtása 1993. január 1-je óta valósul meg.) De a korlátozó szabályok megszüntetése még nem lehet elegendő, szükséges új szabályok alkotása, minimum-követelmények meghatározása és harmonizáció. Arra is figyelni kellett, hogy a verseny éleződése ne járjon a kockázatok irreális mértékű növekedésével. Ennek egyik megnyilvánulása lehet akár az is, hogy a nemzeti hatóságok erőteljesen növelik koordinációjukat. Ennél jóval nagyobb hatásúak és kikerülhetetlenül betartandóak a bankdirektívák. Az I. Bankdirektíva fontos lépést jelentett, mivel voltak olyan országok, ahol szinte teljesen meg kellett reformálni a bankokra vonatkozó szabályozást,

és a szigorítás irányába történt a változás. Itt rögzítették először az egyenlő elbánás elvét is, azaz a hazai és külföldi pénzintézeteknek és fiókjaiknak azonos szempontoknak kell megfelelniük. A feltételek az engedélyezésben, tőkekövetelményekben és a biztonsági előírásokban nyilvánultak meg. Ez a bankdirektíva rögzítette a hitelintézet fogalmát is. Ezt bővítette a II. Bankdirektíva (1989-ben fogadták el), olyan tekintetben, hogy rögzítette a hitelintézeti fiók által végezhető szolgáltatásokat (hitelezés, betétgyűjtés, pénzhelyettesítők kibocsátása, értékpapír kereskedelem stb.) és egyáltalán a fiók létrehozásának lehetőségeit. Ugyanis a pénzügyi integrációban részt vevő országokban alapított bankok bármelyike nyithat újabb engedély nélkül fiókot az integrációbeli másik tagállamban. Mivel a nyújtható szolgáltatások között a direktíva minden, az univerzális bankra jellemző tevékenységet felsorol, így joggal mondható, hogy nemcsak *integrálódás*, hanem *univerzalizálódás* is jellemző az Unióra. Az integrálódás viszont egy területen még egyáltalán nem érvényesül és ez a bankok felügyelete, mivel ez nemzeti szinten valósul meg. (Botos 1998) Ez az eljárás működik akkor is, amikor a külföldön létesített fiókról vagy leánybankról van szó, hiszen az anyabank nemzeti hatósága felügyeli azokat is.

4. A pénzügyi szektor reakciója az egységes piac kihívásaira

Bár a vállalati és pénzügyi szektor szerkezetileg országonként eltérő, vannak bizonyos jellemzők, amik alapján be lehet sorolni két fő csoportba az egyes országok pénzügyi rendszereit. A pénzügyi szektor attól függően, hogy a *pénzügyi folyamatok irányítása* kinek a kezében koncentrálódik, kétféle típusú lehet: pénzpiac-orientált (közvetlen finanszírozás) és bankorientált (közvetett finanszírozás) (Lőrinczné 1996, 188.o.). A vállalati szférát alapvetően társasági (company), illetve vállalati (enterprise) beállítottságúnak lehet tekinteni (Szalay 1998, 51-57.o.). Ezeket nem lehet egymástól elválasztani, a pénzpiaci rendszerhez jellemzően társasági vállalati rendszer kapcsolódik, míg a bankalapú pénzügyi rendszerekben a vállalati struktúra a jellemző. Természetesen nem létezik tisztán egyféle rendszer, minden rendszerben megtalálhatóak a másik rendszer elemei, illetve egyéb szereplők (intézményi befektetők: nyugdíjalapok, befektetési alapok mindkét rendszerben jelen vannak). (Detken – Hartmann 2000) A döntő szempont a szereplők dominanciája.

4.1. Az angolszász modell

Az első szerkezeti formában a *pénzügyi piacok* azok, amelyek a reálgazdasági folyamatokat meghatározzák, azaz a pénzügyi döntéseket a tőke- és pénzpiacokon hozzák meg és hajtják végre, ennél fogva töredezettebben. Ez az *angolszász országok*ra jellemző, ahol ezek a piacok lényegesen fejlettebbek, mint más országokban, elsősorban a hagyományok és a megújulás összhangja miatt. Felismerték, hogy a történelmileg kiharcolt vezető szerepüket csak nemzetközi pénzügyi kapcsolatokra nyitottan őrizhetik meg, és így tőkemozgásaikat ők liberalizálták elsőként. (Welteke 2000)

Ebben a struktúrában a vállalatok szervesen függnek a pénzpiacoktól, innen kapják a forrásaikat, illetve részvényeseik, befektetőik is elsősorban innen származnak. Ennek a rendszernek a tükröződése a vállalati szektorban társasági (company) jellegű. A vállalatokat szerződések összességének tekintik, s a vállalatvezetők elsősorban pénzügyi menedzserek is. A bankokat itt elsősorban a szakosodás jellemzi, ezt támasztják alá a pénzügyi törvények is, amelyben a tevékenységeket különálló szervezeti egységekre delegálják.

4.2. A német modell

A másik irányzat a kontinentális modell, amely elsősorban *institucionalista* jelleget vesz fel. Itt a pénzügyi hatalom a pénzügyi intézmények, elsősorban a *bankok* kezében összpontosul. A bankok itt erősebb összefonódást mutatnak a vállalati szférával. A döntéseket koncentráltan hozzák meg, mivel az az uralkodó nézet, hogy az univerzális bank fontos szerepet játszik az információ begyűjtésében és a megfelelő helyre való eljuttatásában és felhasználásában. Az angolszász modell képviselői szerint mindez a pénzügyi rendszer fejletlenségét mutatja, ennek a jelzője.

A vállalatokba itt csak másodsorban lehet a pénzpiacon befektetni, a vállalati részvényeket itt más motivációval tartják. A vállalati papírok elsősorban a tagsági és szavazati jogok gyakorlására szolgálnak, a tartása hosszabb távra érvényes, másodsorban következik az osztalék, mint ok, és csak harmadsorban veszik figyelembe az árfolyamváltozást, mint nyereségforrást, kivéve természetesen a spekulációs célú értékpapír-vásárlást. Az információ mellett a *szakértelem koncentrálódik* a pénzügyi intézményekben, így itt aktívan kívánnak beleszólni a cég vezetésébe, ami a pénzpiacokon, már csak a tulajdonosi struktúra szétszórtsága miatt sem egyszerű. A vezetés számára mindez azt jelentheti, hogy a részvényárfolyam maximalizálása helyett itt a stakeholderek érdekeinek összhangba hozása lesz az elsődleges feladatuk.

2. táblázat Az európai rendszer számadatokban

1999-ben	**EU**	**USA**
Klasszikus bankhitel	GDP 45 %-a	GDP 12 %-a
Kötvények	GDP 99 %-a	GDP 166 %-a
Értékpapírpiac kapitalizációja	GDP 90 %-a	GDP 180 %-a

Forrás: Noyer (2000), ECB (2000a), (2000b) és (2000c) alapján saját szerkesztés

4.3. A hangsúlyeltolódás előfeltételei és folyamata

A rendszer állapota *dinamikus*, a hangsúly egyre inkább tolódik a pénzpiac felé. A folyamatok előfeltételei a következők:

- Technológiai fejlődés (információ gyűjtésének és használatának költségei csökkennek, információellátottság hatékonysága nő, kockázati információk jobbak, külső információkra nagyobb hagyatkozás)
- Lezajlott liberalizáció (verseny fokozódik, új piacok érhetőek el)

- Nemzetek gazdagodása (vagyon növekedése, diverzifikált portfoliók elterjedése szélesebb körben, társadalombiztosítások átalakulása)

A hangsúlyeltolódás során az eszközoldalon dezintermediáció figyelhető meg. Ennek során az ügyfelek, akik megtehetik méretükből fakadóan, közvetítő nélkül jelennek meg a pénzpiacokon. Megfigyelhető a banki termékek esetében is a *piaci orientáció*, azaz a banki termékek elértékpapírosodnak (szekurizáció). Nagy szerepet kapnak a termékeken belüli innovációk is, amely megtestesülhet teljesen új termékekben, illetve kapcsolt szolgáltatások, termékek elterjedésében. A pénzügyi struktúra átalakulása új típusú szereplők felbukkanásával is szemléltethető. Legnyilvánvalóbbak az intézményi befektetők, akik egyre növekvő szerephez jutnak a megtakarítások allokálásában, mind hazai, mind nemzetközi szinten. Ezek gyakran bankcsoportok tagjai, így egy meglévő ügyfélkör, ügyfélkapcsolatok révén a versenyelőny tovább fokozható. A növekvő potenciális piac mellett azonban növekszik a nemzetközi verseny is, amely a tisztán hazai vállalatokat komoly probléma elé állítja. Már nem elegendő a *komparatív versenyelőny*, a transznacionális vállalatok még erősebben nyernek ugyanis teret, mivel a monetáris unió fő kedvezményezettjei tovább növelhetik versenyelőnyeiket.

5. Az euró bevezetésének hatása a bankszektorra

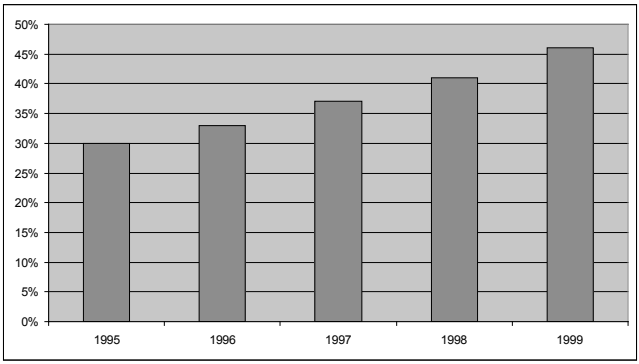
A bankszektornak csak a relatív súlya csökken, abszolút értékben tovább nő. A korábban leírt folyamatok a bankok profitlehetőségeit csökkentették. A bankok egyre inkább elkalandoznak a befektetési szolgáltatások terére, aminek kiugró területe az értékpapírosítási vonulat.

Az egységes valuta, az euró bevezetésével a bankok hatalmas veszteségeket szenvedtek el. Korábban a devizák és valuták vételi és eladási árfolyamai közötti különbség által jelentős bevételi forráshoz jutott. Ennek elmaradását is pótolniuk kellett, valamint egyre gyakoribbá váltak a bankszervezet adminisztrációs költségeinek csökkentése és a bankfúziók. Látható, hogy a bankok nem engednek a negatív folyamatoknak túlzott mértékben. Statisztikai adatok bizonyítják, hogy a *nem kamatjellegű bevételek* növekedése a banki menedzsment előrelátásának köszönhetően már 1996-tól elindult és folyamatosan nőtt. [Nem kamatjellegű bevételek: tranzakciós jutalék, értékpapírokhoz kapcsolódó díjak, garanciavállalási díj, átváltási tranzakciók bevétele, széfbérleti díj, letéti díj, pénzügyi műveletek nettó hozama, értékpapírműveletek bevételei, egyéb működési bevételek.

A bank mérete és a nem kamatjellegű bevételek között összefüggés fedezhető fel. A bank minél nagyobb, annál több lehetőség áll előtte, versenyképesebb, érvényesül a méretgazdaságosság és a szolgáltatási lehetőségek széles választéka. Ám problémák is jelentkezhetnek, mert ha nem megfelel az új és új szolgáltatások, termékek kidolgozása, fejlesztése, akkor egy idő után a marketingesek által termékkannibalizmusnak nevezett jelenség fog bekövetkezni. Ha pedig a nagy bankméret fúzi-

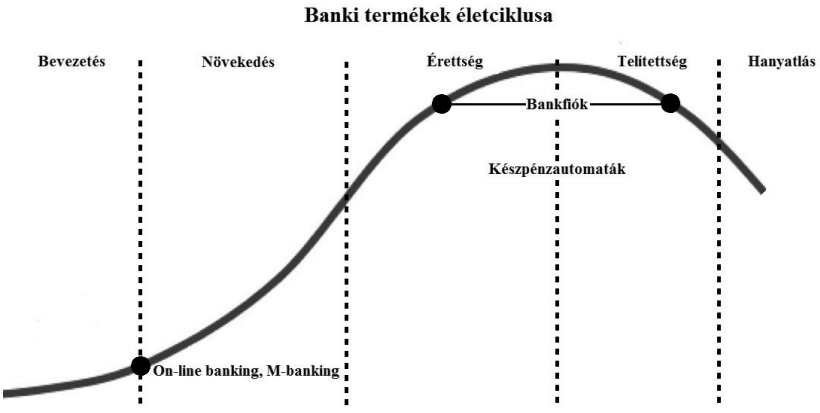
óval jön létre, akkor a túlhaladott szervezeti struktúra és kulturális nehézségekkel állnak szemben, amit a bankvezetésnek kezelnie kell.

2. ábra Nem kamatjellegű bevételek aránya a működési bevételen belül



Forrás: ECB (2000a)

3. ábra Banki termékek életciklusa



Forrás: DG Bank Research

A *retail* szolgáltatások releváns piaca még mindig inkább nemzeti, mint páneurópai jellegű. A lakossági piacon lassabb az átalakulás, amiben nagy szerepet játszanak a regionális kisbankok. Az ügyfélkultúra a személyes napi kapcsolatra épül, illetve a helyi viszonyok közelségéből adódó mélyebb ismeretére. A leglényegesebb

növekedést azonban a wholesale tevékenységben figyelhetjük meg. A folyamatok határon túl való átlépését indukálja a nemzeti spreadek gyors konvergenciája, a TARGET-en keresztül lezajló cross-border fizetések biztonságos elszámolása, illetve olyan indikátorok gyors elfogadása, mint az EONIA (overnight transactions) és az EURIBOR (transactions with longer maturities).

6. Bankfúziók és konglomerátumok

A jelentkező kihívások banküzemtani szinten történő lehetséges megoldásai közül elsőként a bank méretének növelése adódik. A vállalati és pénzügyi rendszerben egyre erősödik a koncentráció. Mindkét pénzügyi rendszerben megtalálhatók ennek az útjai. A fúzióknak megvan a gazdasági racionalitása, vannak azonban a valós mellett vélt okai is (Brealey Myers 1999, 347-356. o.).

6.1. Bankfúziók

A *bankfúziók* (mergers and acquitions, M&As) mind határon átnyúló (cross-border), mind szektorok közötti (cross-sectors) konszolidációt foglal magában. (EC DG 1999, 2000) A formája lehet *egyesülés, összeolvadás* (merger), amely általában „baráti együttműködést" jelent, illetve lehet *felvásárlás* (acquition), amely ellenséges akciót jelent. Ezek között időrendiséget is fel lehet fedezni, mivel kezdetben a békés együttműködés a jellemző, majd a „nagy francia bankcsata" (Lámfalussy 1998) után egyre gyakrabban jelentkeznek felvásárlások. Franciaországban és Olaszországban inkább felvásárlás a jellemző, némiképp óvatosan fogalmazva meg az eltérő bankkultúrát, mint vállalati mentalitást, ugyanakkor Ausztriában és Németországban az egyesülés a jellemző. A részvényesek érdekét szolgálhatja a fúzió, illetve bizonyos méret felett a menedzsment érdekében is ez állhat. Az alkalmazottak esetén gyakran fontosabb a munkahelyi stabilitás, mint a munkaadó mérete és relatív, nemzetgazdasági fontossága.

A bankfúziók okainak vizsgálatakor a *méretgazdaságossági* elemzésnél figyelembe kell venni azt is, hogy az új technológiák átrendezik a korábbi költségstruktúrát, mivel a gazdaságosság kezdetének küszöbértéke is megváltozik. A *munkamegosztásból* fakadó előnyökre nehéz rámutatni, a termékspecializáció pozitív hatásait pedig még nehezebb számszerűsíteni. Viszont jól látható, hogy megközelítőleg egyforma hazai bankok között növelni lehet a hatékonyságot a *kereszthatékonyság* realizálásával. Ennek keretében lehetőség nyílik a tevékenységek átszervezésére, mivel a kereszthatékonyság csak az inputok és az outputok gondos figyelése és összehangolása révén érhető el.

A növekvő jövedelmezőség mindig fő motivációját képezi az egységesülésnek, de elsősorban a nemzetközi pénzügyi egyesülések fő motivációjaként tartjuk számon, amely a működési területek eltéréséből származik. A méretgazdaságosságból eredő költségcsökkenés elsősorban a hazai fúziókkal kapcsolatban jelenik meg, mint elvá-

rás. A fúziós döntéstől addig, amíg a fúzió a kedvező hatásait kifejti 2-3 év is eltelhet. A bevétel növekedése hamarabb jelentkezhet, mint a racionalizálásból következő költségcsökkenés, de nagyobb kockázatot hordoz, mert bizonytalan. A cross-border fúziók során figyelembe kell venni a kulturális eltéréseket is, amelyeknek fontos szerepe van a bank vezetésében lévő stratégiai jellemzőkben is.

A 80-as évek végén, a 90-es évek elején több kisebb méretű országban voltak fúziók (Hollandia, Dánia), ahol nagy nemzeti intézmények létrejöttére került sor, készen arra, hogy versenybe szállhassanak az egységes piacon. A skandináv válság idején pedig voltak ilyenek Svédországban és Finnországban is. Másik forgatókönyv szerint a M&A terjeszkedést jelent olyan fejlődő területekre, mint például Kelet-Közép Európa, Délkelet Ázsia vagy Latin-Amerika, amelyekkel történelmi szálak fűztek össze európai országokat, ugyanakkor óvatosabb döntést jelentett a Kelet-Közép Európába való terjeszkedés.

3. táblázat A bankfúziók száma és jellege

	1995	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000. I. félév**
Hazai	275	293	270	383	414	172
EU-n belüli	20	7	12	18	27	23
3. országgal	31	43	37	33	56	39
Összesen	326	343	319	434	497	234

Forrás: ECB (2000d)

A M&A 80%-a nemzeti határokon belül zajlik. Elsősorban kisebb intézmények között jellemző, elsődlegesen a felesleges kapacitások felszámolása érdekében. Közelebbről megnézve jól látszik, hogy 1999 csúcsév volt a fúziók történetében, ami egyértelműen a közös valuta bevezetésének közvetlen következménye is. Ugyanakkor a nagy bankokat érintő egyesülés a bank pozícióváltozását tükrözi. A cél a nemzetgazdaságilag jelentős méret elérése. A tulajdonosok számára a *tőkeszerkezet optimalizálás*t teszi lehetővé, ami a részvényesi értéket is növeli. A siker döntő tényezője a lehetséges racionalizálás megvalósulása, ami néhány tagállamban nem lehetséges a munkaerőpiac rugalmatlansága miatt. Ezek a fúziók hordozzák a többihez képest a legkevesebb kockázatot, amelyek a következők: a fúziót megelőzően a legnagyobb feladatot a tranzakcióban rejlő működési és stratégiai, azaz rövid és hosszú távú kockázat helyes felmérése és árazása jelenti. Az ügylet bekövetkezte után a források optimális elhelyezésére kell koncentrálni (hatékonyság, transzparencia, reakcióidő). A működési kockázatnál figyelembe kell venni az információtechnológiai rendszerek közös platformra hozását, a kockázatkezelés egységesítését, a személyügyi és információs rendszereket.

6.2. Pénzügyi konglomerátumok

Az egyesülések és felvásárlások olyan pénzügyi csoportok megalakulásához vezetnek, amelyek résztvevői a pénzügyi szektor különböző területein tevékenykednek (hitelintézetek, befektetési társaságok, biztosító társaságok stb.). Ezek a holdingok létrejöhetnek egyesülés, felvásárlás vagy alapítás útján. Hasonló eredményt lehet elérni együttműködési megállapodások kötése útján is. A konglomerátummá válást elsősorban a *munkamegosztásból* fakadó gazdaságosság motiválja. Ennek realizálását a *kereszt-értékesítés* teszi lehetővé, amely során az egyesülő intézmények egymás termékeit is értékesítik saját terjesztési hálózatukon belül egy szélesebb ügyfélközönségnek. Ez lehetővé tesz egy kvázi „*egyablakos" értékesítést*, illetve a „*bölcsőtől a sírig*" elképzelést is.

6.3. Felügyeletek szerepe

A határon túlnyúló fúziókra alapvető irányadó uniós szabályozás. A felvásárló bank köteles értesíteni az illetékes felügyeletet. Vétóra – értesítést követő 3 hónapon belül – akkor kerülhet sor, ha a biztonságos és prudens működés veszélybe kerül, vagy a felügyelet nem ítéli megfelelőnek a felvásárló alkalmasságát. A kvázi jóváhagyásnak (azaz a vétó hiányának) meg kell születnie még a M&A nyilvánosságra hozatala előtt, ami miatt már a fúzió korai szakaszában kommunikáció indul a hatóság és a partnerek között. A felügyelet mind a partnereket, mind az újonnan létrejövő egységet vizsgálja saját felügyeleti szabályai szerint. Elemzésre kerül a stratégiájától kezdve a számbavételi eljárásokig, az új szervezet társasági törvényekkel összhangban lévő jogi formájától a részvényesek jogaiig minden. Ezeket egy megvalósíthatósági tanulmányban foglalják össze. A felügyeleti szervek helye és szervezeti felépítése országoktól is függ.

A felügyeletre vár a szabályozások minimális összehangolása a hatékonyság növelése érdekében. A közelmúltban történt kezdeményezés a nemzetközi pénzügyi konglomerátumok felügyeletének ellenőrzéséről folytatott konzultációra, ami szintén kényes kérdés a nemzetközi pénzügyi rendszer stabil és prudens működése terén. A tapasztalat az, hogy a feladatok komplexitása miatt a felügyeletek a piaci szereplők és folyamatok mögött lemaradva állnak. Ennek a különbségnek a legyőzése érdekében a felügyeleteknek szorosabb együttműködést kell megvalósítaniuk, aminek része a folyamatok monitoring tevékenysége és így a rendszerkockázat csökkentése.

7. Pénz- és tőkepiacok

A banki helyzet elemzésekor nem lehet szó nélkül elmenni a *pénzpiacok* mellett. Ennek egyik oka, hogy a hitelintézetek aktív résztvevői ezeknek a piacoknak is. Az információs és telekommunikációs technológia pozitív hatását ebben a szektorban fejti ki leginkább. Ugyanakkor a banki piac versenyképességét figyelembe véve a bankrendszerbeli belső verseny mellett a társ szektorok versenyjellemzőit és szintjét is fi-

gyelembe kell venni. Azt sem lehet kikerülni a vizsgálatok során, hogy a banki bevétel-struktúrában egyre nagyobb hányadban van jelen a pénzügyi piacokról szerzett közvetlen bevétel is.

A *fedezetlen termékek* piacán ment végbe a legmagasabb szintű *integráció*, amely hozzájárult a likviditás Európa-szerte hatékony allokálásához. Ezen a piacon már az euró bevezetését követő néhány hétben eltűntek a nemzeti piacok sajátosságai. Az integrációt segítette elő azoknak az egységes referencia kamatlábaknak a széleskörű elfogadása, mint az EURIBOR vagy az EONIA (euro overnight index average). A bankok viszonylatában meg kell említeni egyes nemzeti sajátosságokat, szervezeti hiányokat a kötvények vonatkozásában. Mivel nem alakult ki egységes szervezeti kultúra, így a cash management vagy a kötvénymenedzsment osztályon belül működik a *repo* üzletág. A tapasztalatok alapján a bankoknak el kell dönteniük, hogy belső vagy külső tőkeallokációs mechanizmust követnek, valamint hogy a pénzpiac melyik része felé fordulnak. A döntés alapja a kockázat és a költséganalízis.

Az euró bevezetése a *származékos termékek* piacára is gyorsítóan hatott. Az OTC termékek kereskedelme csökkent, míg a határidős és swap piacok egyre nagyobb teret nyernek. A három hónapos euró kontraktusok 16%-os növekedést mutattak a közös valuta bevezetésének hatásaként, ami az OTC termékek (kivéve a kamatcsere ügyleteket) piacának rovására történt.

A repopiaci tevékenység mind a cash management, mind az értékpapír kereskedelem szempontjából fontos, mivel lényeges szerepet játszik a hitelintézetek likviditás-menedzselésében. Emellett a jegybanki monetáris politika fontos eszközét is jelenti. Az integrációt viszont gátolja az *eltérő nemzeti gyakorlat*, az eltérő szabályozási-jogi-adózási környezet, valamint a piaci infrastruktúrális elégtelenségekből adódó korlátok. A megoldás az egységes jogi és dokumentációs háttérben, az egységes szervezeti keretekben található meg.

Az egységesülési folyamat nem "hagyja érintetlenül" a pénzügyi piacnak egy részleteiben eddig még nem említett szegmensét az *értékpapírpiacokat* sem. A kötvények kapcsán felmerülnek a következő kérdések. A már ECU-ben kibocsátott kötvények sorsa az átmeneti időszakban mi legyen? Az átmeneti időben milyen valutában bocsássanak ki kötvényeket? Ezekre választ a jogfolytonosság, részben a redenominációs és konverzió adhatja meg. A *redenomináció* az átmeneti időszakban nem kötelező a kötvények tekintetében, az államadósságok és természetesen az állampapírok tekintetében sem. Ám ezt szinte minden ország végrehajtotta, mivel saját előnyös lehetőségüket nem kívánták elszalasztani. A kérdés már "csak" a redominálás technikáját érinti. (Soós – Tóth 1997, 18. o.) Ám a következőkben felsorolt 4 módszer közül választhatnak ugyan, de ezek közül legtöbbször a "lentről - felfelé" azaz a "bottom-up" módszert választják, aminek a lényege, hogy a portfoliót, kötvényt rögzített árfolyamon átváltják euróra és két tizedesjegyre kerekítik:

- redenominálás az egyes kötvények vagy portfoliók alapján ("bottom-up"),
- redenominálás rögzített minimális denomináció alapján, készpénz - kiegyenlítéssel vagy anélkül ("top-down"),

- kiegészítő tételek használata ("odd-lots top-down"),
- redenominálás a legközelebbi kerek euró nominális összeg alapján ("arbitrary conversion method"),

Annak a hátterében, hogy az euró felé fordult az érdeklődés, több tényező is fellelhető. Egyrészt a dollár egyedüli világvaluta szerepét szerették volna megtörni, másrészt az egységes valuta bevezetésével az euró-régión belül az árfolyamkockázat nullára csökkent. Ez hatalmas kiugrási lehetőséget nyújtott Franciaországnak is, mivel Németországgal együtt tudta az állampapírok terén a benchmark szerepét betölteni.

4. táblázat A nemzetközi értékpapír-kibocsátások valutáris szerkezete

Valuta	**1997**	**1998**	**1999 I. félév**
USD	516	605	200
Az eurórégió valutái	220	320	147
JPY	130	73	18
Egyéb	145	174	50
Összes	1011	1173	415

Forrás: Lőrinczné (1999, 552.o.)

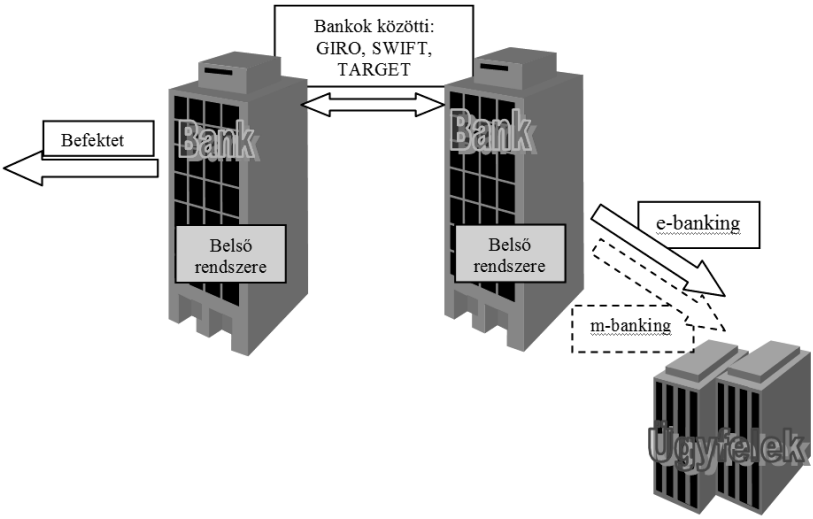
Ez az út, azaz a pénzpiac bővülése növeli a piaci források felhasználását, jelentőségét a banki forrásokkal, azaz a hitelezéssel szemben. A növekvő kibocsátások felszívó erejét a növekvő jelentőségű és tőkeerővel rendelkező tőkealapok, nyugdíjalapok és biztosítótársaságok jelentik. 1999 végére igaz volt már, hogy a valuták sorrendje, szerepe a kötvénykibocsátásokban a következő: *euró, dollár és jen*. Az *euró kötvényeket* tovább vizsgálva a *dezintermediáció* jelenségének felerősödését tapasztaljuk. Ennek során a bankok teret veszítenek az *intézményi befektetők*kel szemben. Ennek a folyamatnak a további gyorsítását fogja eredményezni az, hogy a jövőben a bankok hitelállományuk jelentős részét is várhatóan *értékpapírosítják* (értékpapírba konvertálják).

8. Innovációk és technológia-menedzsment

A vállalatok számára a nyereségesség egyik feltétele a folyamatos megújulás. A technológia jelenléte a pénzügyi folyamatokban a hitelintézetek szempontjából három színtéren lehetséges:

- A hitelintézet és pénzpiacok meglévő infrastruktúrájának tökéletesítése, illetve újak létrehozása)
- Az infrastruktúrának a használatra "bérbe adott" részén, azaz elektronikus szolgáltatások esetében
- Közvetve, amit vállalatokba fektet (tulajdonosi vagy hitelezői pozícióban)

4. ábra Használt infrastruktúra rétegei



Forrás: saját szerkesztés

A *használt infrastruktúra* rétegei: a belső rendszerek, a bankok egymás közötti rendszerei, jegybankok egymás között rendszerei és a kihelyezett infrastruktúra (elektronikus szolgáltatások). Optimálisnak látszik a hagyományos és új struktúrák megfelelő arányú vegyítése, így a hagyományos pénzügyi tevékenységet folytató pénzügyi vállalkozások, hitelintézetek *új típusú szolgáltatásai*, ideértve a telephone bankinget, internet bankinget, e-bankinget vagy mobil bankinget, amelyek már széles körben elérhetőek és használhatóak. Ezen a (kiegészítő) piacon egy nagyon dinamikus fejlődésnek lehetünk szemtanúi. Kiváló példa erre a 2000-ban több európai országban (Nagy Britannia, Németország, Lengyelország stb.) lezajlott harmadik generációs (UMTS) mobilkoncessziós tenderek. Ezek hatalmas gazdasági erőket mozgattak meg, és komoly pénzügyi hatalmat képviseltek.

Ennek megvan az ára is, ami miatt ezen cégek egy része (már a mérete alapján is) kockázati tőkebefektetésnek minősül. Ezek a cégek egy teljesen új piacon működnek, s mint ilyen, nem a hagyományos költség és bevétel struktúra jellemzi őket. Lényeges, hogy a nagy kezdeti tőkebefektetés, anyagi beruházás, s a folyamatos infrastrukturális fejlesztés időben elnyújtva hoz bevételt. Közös jellemzőjük, hogy nemcsak kis- és középvállalati szinten dolgoznak minimális nyereséggel, vagy veszteséggel, de a folyamatos megújulási kényszer nagyvállalati szinten is járhat rövid távon ala-

csony jövedelmezőséggel. Gyenge likviditás jellemzi őket, a pénzforgalom szintje az anyagi beruházások magas szintje miatt nem elégséges, s tevékenységeik jó részét marketing mellett más, hasonló vállalatok felvásárlása teszi ki. Az elinduláshoz nagy kezdeti tőkeinvesztícióra van szükség, ami a későbbiekben a magas adósságszolgálati arány miatt a kevés bevétel jó részét is elviszi. Mindez a hagyományos piaci tőkestruktúrától eltérő szerkezetet és szervezetet igényel. Az erre történő szakosodás mindkét rendszerben megtalálható: a pénzügyi rendszer kitermelte a szakosított értékpapírpiacokat (pl.: Németországban a csúcstechnológiai papírok a Neuer Markton forognak).

Miután a *kockázati tőkefinanszírozás* a magában hordozott kockázat miatt nem, vagy csak részben (megfelelő vállalati nagyság esetén) illik a hitelintézetek tevékenységi struktúrájába, így a gyakorlatban külön, erre szakosodott szervezetet hoznak létre, a kockázat elszigetelésével és a speciális szakértelem általi leszűkítésével.

9. Összegzés

Az EMU létrehozását követően megjelent a tendencia, hogy a nemzeti „akciók" gyengítik a közös intézkedések hatékonyságát. Tagállami érdekektől nem lehet szétválasztani, hogy a bővítés vagy a mélyítés kapjon inkább hangsúlyt. A politikai széljárástól függ, hogy éppen melyik ország milyen álláspontra helyezkedik. A pénzpiacok egységesülése az intézményi érdekek mentén, a hatékonyság, méretgazdaságosság és minden közgazdasági racionalitás mentén érvényesül és erősödik. Az intézmények maguk motorjai a folyamatoknak és az eseményeknek, megalapozva a szabályozási irányokat és tendenciákat.

Végül felmerül a kérdés, hogy vajon mit hoz az euró jövője, vagyis mik a további lehetőségek. Erősödik vagy gyengül, átveszi-e a vezető szerepet, mely országok gazdaságának lesz szerves része az euró Európán kívül. Ezt igazán az idő és a gyakorlat fogja eldönteni.

Felhasznált irodalom

Botos K. – Bódy L. – Mádl J. 1997: *Nemzetközi pénzügyek*. Osiris Kft., Budapest

Botos K. 1998: *Bankfelügyelet az EU-ban*. Officina Nyomda, Szeged

Botos K. – Dezséri K. 2000: *A monetáris unió megkoronázása*. PPKE, Budapest

Brealey – Meyers 1999: *Modern vállalati pénzügyek*, Panem Kft., Budapest

Detken, C. – Hartmann Ph. 2000: *The euro and international capital markets*. ECB working paper No. 19., Frankfurt

DG Bank Research 2000: Genossenschaften in Wettbewerb Retail-Banking Vertriebsstrukturwandel steht erst am Anfang

ECB 2000a: *EU banks' income structure*, Frankfurt

ECB 2000b: *EU banks' margins and credit standards*, Frankfurt
ECB 2000c: *Euro area securities issues statistics*, Frankfurt
ECB 2000d: *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry*
EC DG for Economic and Financial Affairs 1999: *Mergers and acquitions*
EC DG for Economic and Financial Affairs 2000: *Mergers and acquitions*
Eperjesi Z. 1998: *....az euróról*. Perfekt Kk., Budapest
Heténvi G. – Hünlich Cs. – Mocsáry P. 2000: *Az Európai Unió pénzügyi rendszere*. Útmutató Tanácsadó és Kiadó Kft. és Külügyminisztérium, Győr
Lámfalussy S. 1998: *Alkotó pusztítás*, Kivonat az akadémiai székfoglaló beszédből
Lőrinczné Istvánffy H. 1996: *Pénzügyek Európában*. KJK, Budapest
Lőrinczné Istvánffy H. 1999: *Nemzetközi pénzügyek*. KJK, Budapest
Noyer, C. 2000: The euro and the banking sector, *BIS Review* No. 83
Soós J. – Tóth G. L. 1997: Előkészületek az új európai valuta bevezetésére, *Bankszemle* 12. szám, 1-25. o.
Szalai Z. 1998: Értékpapír-befektetés az Európai Unióban. *MNB Műhelytanulmányok* 14., Budapest
Tóth G. L. 1999: Az euró és a nemzetközi pénzügyi piacok, *Külgazdaság*, 1999. február, 47-74. o.
Welteke, E. 2000: Different aspects of change in today's financial systems, *BIS Review* No. 80.