súlyt meg tudja õrizni. Papíron nagyon könnyen lehetne az inflációt tovább csökkenteni, például a leértékelési mérték nagyobb csökkenésével, ennek azonban komoly veszélye van abban a tekintetben, hogy átmenetileg sikert lehet ugyan elérni az inflációban, de annak olyan külsõ egyensúlyromlás az ára, amely aztán késõbb újabb inflációs nyomást eredményez. Erre is lehet kelet-európai példákat találni, több országban is sikerült az infláció mértékét felértékelõdõ árfolyammal nagyon határozottan csökkenteni, de ez elõbb-utóbb a fizetési mérleg olyan mértékû hiányához vezetett, ami nem volt tartható. Úgy érezzük, hogy az a fajta infláció- csökkentés, amely egy nagyon erõs árfolyammal és egy azt megtámogató nagyon magas reálkamat szinttel próbálja az inflációt csökkenteni, tévút. Az inflációcsökkentés terén a gazdaság teljesítményét nem rontó módon kell eljárni, és azt gondolom, hogy ez lesz a Nemzeti Bank monetáris politikájának a fõ jellemzõje a következõ években is.

KOVÁCS ÁLMOS

(Elhangzott a Romániai Magyar Közgazdász Társaság VIII. Vándorgyûlésén, 1999. szeptember 18-án.)

A Budapesti Értéktõzsde mûködése

A Budapesti Értéktõzsde 1990. június 21-én alakult és az elõzõ elõadásban említett helyzetnek teljesen fordítottja jellemezte ekkor Magyarországot: egyetlen értékpapírral kereskedett 43 kereskedõ, tehát az a fajta értékpapír-túlkínálat, ami Romániában mind a mai napig megmaradt, nálunk nem volt meg. Ennek nagyon egyszerû oka az volt, hogy a Budapesti Értéktõzsde és a magyar tõkepiac olyan értékpapírpiacot akart létrehozni, ami már a valóban privatizált és a valóban forgalomképes értékpapíroknak a kereskedésével foglalkozik.

Ha azt csináltuk volna, hogy minden vállalatot, részvénytársaságot, ami akkor az országban megtalálható volt, listáztunk volna, jegyeztünk volna a tõzsdén, akkor gyakorlatilag azt tapasztaltuk volna, hogy nincsen kereskedelem ezekben az értékpapírokban. Hiszen értékpapírokkal csak akkor tudunk kereskedni, ha a vállalatok már privatizáltak és a közkéz-hányaduk, tulajdonosi struktúrájuk ezt megengedi. Tehát az értékpapíroknak van egy ún. „free float”-ja – azaz szabadon forgó értékpapír mennyiség –, mely lehetõséget ad az értékpapír adás-vételére.

Az a fajta tendencia és értékpapír-listázási rendszer, amit mi megvalósítottunk, Közép-Kelet Európában meglehetõsen egyedülálló volt, hiszen akár a varsói, akár a prágai, akár a román értékpapírpiacot nézzük, ott a privatizációt mindig megelõzte a bevezetés, és rengeteg értékpapírt kezdtek el jegyezni és forgalmazni. Ilyen szempontból Prága már levonta azt a következtetést, amit úgy látom, hogy itt még nem. Ott a tavalyi 2500 értékpapírból, amit bevezettek a tõzsdére, 2000-et ki is vezettek, és azóta is azokat az értékpapírokat, amelyek nem forgalomképesek – egyszerûen a tulajdonosi struktúra miatt – folyamatosan kivezetik, és nem tartják a piacon.

Mi azt az elvet követtük, hogy a tõzsdére bevezetett értékpapírok legyenek jók és legyenek forgalomképesek, és lehessen bennük forgalmat generálni.

A magyar értékpapírpiacon a folyamatosan jegyezhetõ papírokkal kezdtünk, és ez ma sincs másképp. Ma is az értékpapírok mennyisége, tehát a tõzsdére bevezetett és ott jegyzett részvénytársaságok száma összesen 64-et ér el. A mai napig nem értük el a 100-as számot és mégis, ezzel a 64 értékpapírral – ami a környezõ országokban a legkevesebb értékpapír – a legnagyobb forgalmat, a legnagyobb likviditást tudja produkálni a tõzsde.

Azt gondolom, hogy mindez ebbõl a szempontból igazolta azt az igen fontos döntést, ami a piac indításakor eldöntendõ kérdés volt, és akkor a tõzsde, illetve az értékpapírpiac-szabályozók jól döntöttek.

Most rátérnék a jelenlegi helyzetre és a jövõre, mert azt hiszem, hogy a múlt helyett inkább mindig elõre kell nézni, fõleg ha az ember arra gondol, hogy a jövõ az, ami számít és ami felé tekintenünk kell.

A Budapesti Értéktõzsde egy speciális jogállású önálló non-profit szervezet, s a legfontosabb dolog, melyben nincs közvetlen állami tulajdon, ill. nem jellemzi állami függõség az értéktõzsdét. Nyilvánvalóan vannak állami szervek, mint az ÁTPF, amely mint felügyelet a felügyeleti jogokat gyakorolja a tõzsde életében, de igazán komoly hatása a tõzsdére nincsen. Kivéve, hogy ellenõrzi azt, hogy a törvényi elõírásoknak megfelel-e a tõzsde, de a mûködésébe nem szól bele.

A tulajdonosi struktúrát tekintve ugyan nem vagyunk részvénytársaság, de ahhoz hasonló módon mûködünk. A tulajdonosaink azok a brókercégek, akik a tõzsdén kereskednek.

A tõzsde mûködését alapvetõen az értékpapírtörvény szabályozza, de nyilvánvalóan a Gazdasági Társaságokról szóló törvény, különbözõ adótörvények, kormányrendeletek, és bizonyos esetekben még a BTK is hatással van rá.

Az 1990. évi értékpapírtörvény igen komoly revízión ment át 1996-ban, nagy változások történtek benne, és ezek azok a keretek, melyek meghatározzák jelenlegi helyzetünket. Már volt szó a korábbiakban az angolszász, illetve germán típusú értékpapír-piaci szabályozásról. Korábban az angolszász típusú szabályozás jellemezte a tõkepiacot, tehát a bankok, mint szereplõk, nem jelenhettek meg az értékpapírtõzsdén, értékpapír-piaci tevékenységet nem folytathattak. Az 1996.évi, majd az 1997.évi módosítással megteremtõdtek az univerzalitásnak a feltételei, tehát elméletileg ma már nemcsak brókercégek, hanem akár bankok is lehetnének akár tagok is a tõzsdén. Amint az elõzõ elõadásban elhangzott, erre még nincsen példa: jelenleg mindössze az állampapír szekcióban van egyetlen bank.

A tõzsde három szekcióra bontható: van egy részvényszekciónk, ahol a vállalati papírokkal lehet kereskedni. Itt listázzuk a részvényeket, vállalati kötvényeket, befektetési jegyeket s a „speciális magyar értékpapírt”, a kárpótlási jegyet is. Ezen kívül van egy állampapír szekciónk és egy származékos szekciónk, amiben a határidõs és opciós kereskedés folyik.

Elõször a részvényszekciót mutatnám be, majd az állampapír-piacot és végül a származékos szekciót.

A részvényszekciónkban jelenleg három kategória van: A, B és C kategória, melyek összesen 64 darab értékpapírra vonatkoznak. Az A, B és C kategória segítségével különbözõ bevezetési kritériumokat állapítunk meg azokkal a társaságokkal szemben, akik az értékpapírjaikat a tõzsdén szeretnék jegyezni. Az A kategória a legszigorúbb, a C kategória pedig a legenyhébb.

Az értékpapírtörvény meghatározza a nyilvános kibocsátás kritériumait, a C kategória gyakorlatilag teljes egészében ezeknek a kritériumoknak megfelelõ értékpapírok bevezetését engedélyezi. Az A kategória a részvénypiac legfontosabb területe: itt vannak a mi „blue chip-jeink”, azaz sikerpapírjaink, valamint azok a papírok, melyek a tõzsdei forgalom jelentõs részét adják. Nagyon komolyak az A kategória kritériumai: az egyik leglényegesebb – mely a legutolsó módosításkor került elfogadásra – az, hogy egy A kategóriás papírnak az elõzõ évben nyereséget kell felmutatnia.

Nagyon fontos, hogy igen komoly információszolgáltatási kötelezettségeik vannak a tagoknak: féléves jelentéseket kell beadniuk, míg az A kategóriás értékpapíroknak negyedéves jelentéseket kell készíteniük a mû-

ködésükrõl, és minden olyan lépést, intézkedést, ami bármilyen módon befolyásolná egy értékpapírnak az árát vagy az árfolyamát, azonnal jelezniük kell a tõzsdén, és azonnal nyilvánosságra kell hozniuk.

A már említett értékpapírtörvény-módosításnak volt egy nagyon pozitív hatása a tõzsdére: az ún. tõzsdekényszer bevezetése. A tõzsdekényszer gyakorlatilag két területen jelenik meg a részvénypiacon. Az egyik szerint, ha 200 millió forint fölötti összegben nyilvános kibocsátásra kerül egy társaság, annak kötelessége a tõzsdei bevezetést kezdeményeznie. Ennek a törvénypasszusnak az értelmezése kapcsán sok komoly vita merült fel: nem volt teljesen egyértelmû, hogy mit is jelent a kezdeményezés, de végül is alapvetõen azt jelenti, hogy a törvény kötelezõvé teszi a nagy nyilvános társaságoknak a tõzsdére való bevezetést. Ilyen szempontból tehát a tõzsde a magyar tõkepiacon, értékpapírpiacon védve van, hiszen minden nagy társaságot be kell ide vezetni.

A másik nagyon lényeges eleme a tõzsdekényszernek az, hogy míg korábban a tõzsde írta elõ, ma már törvény rendelkezik róla, hogy minden egyes értékpapírügyletet, amit részvénnyel hajtanak végre az értékpapírpiacon, azt a tõzsdén keresztül kell bonyolítani, tehát nem lehet a tõzsdén kívül kereskedelmet folytatni az értékpapírokra. Ennek megfelelõen a részvénypiacon a koncentráció gyakorlatilag 100%-os: az értékpapírok nagy része be van vezetve a tõzsdére, tehát a tõzsdén kívüli forgalomban ma már igen kevés részvény szerepel. Ha megnézzük, hogy mennyi az OTC a tõzsdén kívül és a tõzsdei forgalomban a részvénypiacon, akkor 99%-os gyakorlatilag az a forgalom, ami a tõzsdén bonyolódik s ez nem kis mértékben annak a törvényi rendelkezésnek köszönhetõ, amely az 1997. évi módosítás után következett be.

Két mutatóval érdemes mérni egy tõkepiac vagy egy tõzsde fejlettségét: az egyik a részvénykapitalizáció (azaz a tõzsdén jegyzett értékpapírok piaci értéke) aránya a GDP-hez. Ebben a tekintetben a Budapesti Értéktõzsde igen elõkelõ helyet foglal el: Közép-Kelet-Európában e mutató tekintetében 1998 vége óta az elsõ helyen állunk, s megelõzzük még a bizonyos szempontból fejlettebb tõkepiacnak számító Bécset is.

A másik lényeges mutatót a forgalom jelenti. Említésre került a bukaresti tõzsde 1 millió dolláros napi forgalma; nálunk ez körülbelül 100 millió dollárt ér el. A napi átlagos üzletkötés száma 7–9 ezer darab körül mozog. A tõzsde életében a legnagyobb forgalmat a 15 483 darab kötés és 40 milliárd forintos forgalom jellemezte, ami közel kétszázmillió dollárt jelent.

Létezik még egy mutató, melynek segítségével szintén mérhetõ a piac likviditása és a forgalom relatív nagysága: ez a részvények forgási sebessége, ami a bevezetett részvény piaci értékének a forgalmazott mennyiséghez viszonyított arányát mutatja. Ez a mutató a Budapesti Értéktõzsde esetében 1998-ban 110% körül volt, ami a többi tõzsdével összehasonlítva nem olyan rossz eredmény. Igaz, hogy az ábrákból kimaradtak az igazán nagy tõzsdék, mint pl. a New York-i vagy a londoni, de velük szemben sincsen szégyellnivalója a Budapesti Értéktõzsdének.

A leglényegesebb dolog a tõzsde életében – és ami egyébként a gyengeségünket is jelenti valahol –, hogy ez a fajta likviditás nagy koncentrációnak az eredménye. Említettem a jegyzett állampapírokat, melyek közül itt most négyet soroltunk fel, de létezik kb. 8 darab nagyon értékes papírunk, melyek a forgalomnak igen jelentõs részét teszik ki. Bizonyára ismerik is õket: a MOL, az olajipari társaságunk, a MATÁV, az OTP, a TVK. Ez a négy cég a meghatározó és a forgalomnak igen nagy részét teszik ki.

Itt kitérnék arra, hogy ez milyen problémákat és nehézségeket okozhat a tõzsde életében.

Ennek a konferenciának a témája a monetáris politika és a monetáris politikával kapcsolatos kérdések. Mi, tõzsdei szakemberek nem a monetáris politikával foglalkozunk, de egy dolog biztos: az ország monetáris poli-

tikája, makrogazdasági helyzete az, ami abszolút mértékben meghatározza a tõzsde életét. Hiszen mi, mint tõzsde, hozhatunk bármilyen intézkedéseket, kitalálhatunk különbözõ termékeket, a legjobb kereskedési rendszereket vehetjük meg, hogyha az országnak a megítélése, a makrogazdasági helyzete, a monetáris politikája nem megfelelõ és nem tõkepiac-barát, akkor egyszerûen nem tudunk létezni.

Ha megnézzük a BUX-indexet, ami a mi részvénypiacunk átlagos alakulását mutatja, akkor lehet látni, hogy mennyire érzékenyen reagálunk, és mennyire érzékenyen reagál a piac, az árak a magyar tõzsdén a különbözõ, akár külsõ, akár belsõ hatásokra. Az ábra 1998-tól körülbelül a mai napig mutatja az index értékének az alakulását. Látható, hogy micsoda óriási nagy esések történtek. Az embert kicsit szomorúsággal tölti el, hogy ezt az ábrát kell mutatnia, mert 1996-tól kb. 1998 augusztusig, az orosz válságig a világon a Budapesti Értéktõzsde volt az a tõzsde, amelyik a legnagyobb árfolya- nyereséget realizálta. Érdekes módon az elsõ helyért mindig az oroszokkal kellett megküzdenünk. Mindenesetre igazán gyönyörû szép ívet mutat a BUX-index és olyan jólesõ érzéssel lehetett errõl beszélni. A felfelé ívelés ma már nem nagyon jellemzi ezt az indexet. Ennek részleteibe nem igazán szeretnék belemenni, de azért látható, hogy milyen válságokat éltünk át, és ezek a válságok hogyan érintették a magyar tõkepiacot.

Ahogy arra már korábban is volt példa, az orosz válság idején is, a magyar piac volt az, amelyik a világon a legérzékenyebben reagálta le ezeket a piaci mozgásokat, és a legnagyobb nyereség után a legnagyobb veszteséget is a mi piacunkon kellett elkönyvelni, akárha csak ideiglenesen is. Hogy ennek mi az oka, és hogy ez minek köszönhetõ, azt hiszem, nagyon egyszerûen összefoglalható: a piacunk mérete és a viszonylagos nyitottsága.

Ha megnézzük a jelenlegi tulajdonosi struktúrát a magyar tõkepiacon, akkor a külföldi befektetõk aránya óriási: már a 70%-ot is meghaladja a külföldi tulajdonosok aránya a tõzsdén jegyzett cégek között. Azt gondolom, hogy ebbõl nyilvánvalóan következik, hogy ha bármilyen olyan nemzetközi tendencia van, mely a külföldieket elfordítja ettõl a régiótól, akkor abban a percben mi sajnos erre igen komoly árfolyameséssel kell reagáljunk, hiszen ha a külföldiek elindulnak kifelé a mi piacunkról, akkor az alapjaiban rengetheti meg az egész tõkepiacot. Ennek a következménye volt az, hogy az értékpapíroknak az értéke közel két hét alatt az 50%-át is elveszítette. Mindez elsõsorban a külföldi befektetõk magas arányának köszönhetõ, és a piacunk relatív kisebb méretének a következménye ez a fajta érzékenység a nemzetközi tendenciákra. Ez a külföldi tõke annak az óriási tõkebeáramlásnak köszönhetõ, ami Magyarországra érkezett az elmúlt idõszakban; ezt próbálja mutatni ez az ábra.

Ami igazából még az érzékenységünket mutatja, az az, hogy a belföldi befektetõk aránya, a belföldi befektetõi kultúra nem igazán megfelelõ, sõt még óriási nagy lehetõségei és feladatai is vannak Magyarországnak.

Azt, hogy ez a fajta érzékenység és nyitottság csökkenjen, kétféle módon lehetne elérni: az egyik az, hogy a külföldi befektetõket valamilyen szabályozási módszerrel elüldöznénk a piacunkról, ami gondolom, hogy természetes módon nem lehet a célunk.

A másik megoldás és fontos feladat az, hogy a belföldi befektetõknek az arányát próbáljuk növelni, és itt óriási lehetõségei vannak a magyar piacnak, illetve a magyar tõkepiacnak, értékpapírpiacnak.

Ennek a vizsgálatára szolgál pl. az a mutató, mely a nyugdíjalapoknak a GDP-hez viszonyított arányát mutatja. Európában két olyan ország van, amelyek valamilyen szinten angolszász típusú tõkepiacnak tekinthetõk: Hollandia és Anglia. Ott ez a fajta fedezettségi mutató 87 és 74%, ami óriási nagy arányszámot jelent, de a többi európai ország ettõl jóval elmarad: az EU többi tagállamában ez az érték mind 10% alatt marad. Tehát azt

kell mondanunk, hogy ezeknek az országoknak még van egy óriási nagy fejlõdési potenciálja: a nyugdíjalapjaiknak, a nyugdíjrendszerüknek az átdolgozásával a nyugdíjalapok megjelenése olyan óriási keresletet jelenthet a tõkepiacon, ami biztosíthatja a további likviditást és forgalmat.

Látható, hogy Magyarországon elindult az új nyugdíjrendszer, megjelentek a nyugdíjalapok, de ezeknek a mérete még igen jelentéktelen.

Bár még vannak bizonytalanságok e tekintetben, de azt gondoljuk, hogy a nyugdíjalapoknak és befektetési alapoknak a fejlõdése és a megfelelõ jogszabályi környezet lehet az, ami pozitívan hathat a Budapesti Értéktõzsdére és gerjeszthet olyan keresletet, ami, ha nem is igazán hosszú távon, de 1–2–5 éven belül egyfajta biztonságot jelenthet a számunkra.

Arról nem szabad elfeledkezni, hogy induláskor a tõzsde egy pici tõzsde volt és igazából jelentéktelenként indultunk. Elértünk egy viszonylagos fejlettségi szintet, és hogy innen a továbblépés és a továbbhaladás hogyan történjen, elég komoly kérdés és elég komoly dilemmát is jelent a tõzsde számára.

Ilyenkor meg szokták kérdezni, hogy mik a hosszú távú elképzeléseink. Mi úgy értelmezzük a kérdést, hogy hosszú távon mi lesz a tõzsdének a jövõje. A tõzsde jövõjét két részre szoktuk bontani: a rövid távú lehetséges lépésekre és a hosszú távú elképzelésekre.

Igazából, ahol kikristályosodott elképzeléseink, terveink vannak, azok a rövid távú intézkedések. Ennek egyik és egyben legfontosabb eleme az informatika fejlõdése.

Már volt szó a piacok globalizálódásáról, a kereskedési technikák változásáról, a piacok informatikai fejlõdésérõl. A mi tõzsdénk is – felismerve az elmúlt idõszakban azokat az óriási változásokat, melyek a nemzetközi piacokon bekövetkeztek – elindított egy igen komoly informatikai fejlesztést a kereskedési technika területén.

A tõzsde klasszikus kereskedési rendszere a nyílt kikiáltásos kereskedési rendszer. A világon mindenhol nyílt kikiáltással indultak, de ahogy a piacok nõttek, ahogy a piaci tranzakciók száma növekedett, egyre inkább fontos igénnyé vált, hogy megoldják ennek a kereskedésnek a fejlesztését, és a számítógépek megjelenése óriási lehetõséget jelentett a piacok számára.

Kb. 5–6 évvel ezelõtt igen jelentõs fejlesztés indult meg a távkereskedés és az informatikai kereskedés irányába, amivel párhuzamosan bizonyos tõzsdék – pl. a New York-i és a Tokiói Tõzsde is – meghagyták még a nyílt kikiáltásos kereskedés elemeit, de azt kell mondjuk, hogy hosszú távon – gyakorlatilag 2–3 éven belül – a nyílt kikiáltásos kereskedésnek az ideje leáldozik és ezek a piacok, termek bezárnak és mindenki áttér az elektronikus kereskedésre.

Gondolom, szükségtelen elmondanom, hogy mit jelent az elektronikus kereskedés és milyen lehetõségei vannak. Az alapfeladat és az alaplehetõség, amit a távkereskedés nyújtani tud, az az, hogy már nincsen az a korlát, ami korábban volt, hogy muszáj volt egy városban lenni és muszáj volt abban a városban lenni, ahol azzal az értékpapírral kereskednek. Az informatikai fejlõdés, a kereskedési rendszerek megjelenése lehetõvé tette, hogy másik városból – hogyha a jogszabályok lehetõvé teszik, akár másik országból is – egy egészen más piacon elektronikus úton számítógépekkel kereskedjenek.

Ez volt az, amit a tõzsde felismert és négy évvel ezelõtt elindított egy teljesen új projectet, ami a kereskedésnek az elektronizálása felé haladt és a távkereskedés megjelenését jelentette a tõzsdén.

Ezt két lépcsõben terveztük megvalósítani. Az elsõ rész során elõször az azonnali piacon kezdtük el az elektronikai fejlesztést és ott tértünk át 1998 novemberében a távkereskedésre.

Tehát 1998 novembere óta a tõzsde bezárta a termet, és a tõzsdeterem már nem mûködik, a határidõs piacon pedig 1999. szeptember 17-e volt az elsõ olyan nap, amikor a tõzsdeteremben már nem kereskedtünk. Gyakorlatilag ettõl az idõponttól kezdve a tõzsdén a közvetlen , a nyílt kikiáltásos kereskedés megszûnt, és kizárólag elektronikus úton lehet kereskedni.

Ennek az elõnyei a következõk: azon kívül, hogy sokkal kényelmesebb és biztonságosabb az irodából való kereskedelem, a kapacitások, a köthetõ ügyletek száma is megnõtt és gyakorlatilag kapacitáskorlátokba már nem ütközünk, ami a nyílt kikiáltásnál azért igen komoly korlátot jelentett.

Ha van egy másik nagyon fontos kihívás, amivel a tõzsdének szembe kell néznie, akkor az a globalizáció, a tõzsdék közötti különbözõ egyesülések és az ezekre való reagálás.

Ez az a kérdés, amire a tõzsde jelenleg még nem találta meg a választ, és azt gondoljuk, hogy ha a többi európai tõzsdét nézzük, akkor nagyrészt még õk is az útkeresés idõszakában vannak.

Nagyon nagy nyomás a mi tõzsdénket még nem terheli. Amíg az EU- csatlakozás és az euró nem kerül bevezetésre Magyarországon, amíg a forint létezik – kb 5–6 évig eltart ez az idõszak – igazából nem kell félnünk, hogy azok a globalizációs hatások, amelyek ma Európában végbemennek, ránk valamilyen komoly nyomást jelentenek vagy akármilyen módon elszívják a mi piacunkat.

De közép- és hosszú távon végig kell gondolnunk azt, hogy milyen régióban és milyen tõzsdei kereskedési rendszerekhez csatlakozunk.

Bizonyos veszély már ma is megvan: bár van tõzsdekényszer, de ugyanezt a tõzsdekényszert nem tudjuk alkalmazni külföldön. Tehát, ha van egy magyar részvény, amirõl egy külföldi bármikor kibocsáthat GDR-okat és ezekkel a globális letétigazolásokkal külföldön elkezd kereskedni, akkor erre vonatkozóan semmilyen ráhatása nincsen a magyar szabályozási rendszernek .

A külsõ hatások mellett vannak az országon belül is olyan szükséges szabályozási lépések, amiket meg kellene tennünk. Akármilyen büszkék is vagyunk az értékpapírtörvényeinkre és a tõkepiac viszonylagos liberalizáltságára, azért bizonyos problémák ma is vannak a szabályozásban: számunkra az egyik legnagyobb problémát és nehézséget az jelenti, hogy ma Magyarországon úgynevezett „short sellingre”, azaz rövidre eladásra és értékpapír-kölcsönzésre a törvény nem ad egyértelmû lehetõséget.

Amikor az értékpapírtörvény 1990-ben megalkotásra került, akkor mind a „short selling”, mind az értékpapír-kölcsönzés még nagyon idegennek tûnt és nem igazán tûnt fontosnak, hogy bevezetésre kerüljön. Az 1996.évi módosításnál már a BÉT igen keményen lobbyzott, hogy próbálja elérni az ilyen típusú módosításokat és legyen lehetõség ilyen típusú ügyletekre is.

Azt gondoljuk, hogy abban, hogy a törvény módosításakor nem sikerült megvalósítani ezeket a rendelkezéseket, az is közrejátszott, hogy féltek a kockázattól és nem igazán látták át a lépésnek a piacra gyakorolt óriási jelentõségét.

Nyilván komoly ellenérzést váltott ki, hogy a „short selling” esetén valaki olyan értékpapírt ad el, ami még nem az övé: de akkor miböl adja el, hogyan tud teljesíteni, kölcsönt kell felvenni. Mindezt az értékpapírtörvényben módosítani kellett volna és ezért a Parlamentben igen komoly ellenérzések voltak a „short selling” és az értékpapír-kölcsönzés bevezetésével kapcsolatban, mert úgy tûnt, hogy ez lehetõséget adhat arra, hogy a befektetõk értékpapírját rosszul kezeljék, elvegyék, a tulajdonosi jogok valamilyen módon sérüljenek. és nem igazán gondoltak arra, hogy a késõbbiek során milyen óriási gátat jelent majd mindez a fejlõdésben.

Említettem, hogy három szekció van a tõzsdén és ezek közül a harmadik szekció a származékos szekció. A

határidõs kereskedés fejlõdésének a jelenlegi helyzetben a legnagyobb gátja az, hogy nem lehet „shortolni”, nem lehet rövidre eladni, nincsen értékpapír-kölcsönzés.

Felvetõdik a kérdés, hogy miért is van ez így?

1995-ben indult el a határidõs kereskedés, akkor, amikor a magyarországi értékpapírpiacon óriási nagy boom volt. Eléggé pozitív volt a piac megítélése, ami abban testesült meg, hogy a határidõs árak és az azonnali árak közötti kamattartalom igen magas volt.

Ezt a kamattartalmat a határidõs piac egyes jelentõs képviselõi, az ún. arbitrázsõrök kihasználták, ami azt jelenti, hogy az azonnali piacon vásároltak és határidõre adtak el. Ez azt jelenti, hogy a két ár egymáshoz közeledik, a kamattartalom szûkül, tehát végül is egy hatékony piac alakul ki, amely jól tud mûködni, mivel az árak a határidõs ügyleteknek köszönhetõen közelítenek egymáshoz.

Ez a fajta arbitrálás és piaci mechanizmus tavaly, az orosz válságig egészen jól mûködött, azóta egyfajta pesszimizmus jellemzi a piacot. Nagyon sokan „megégették” magukat, rengetegen elég komoly vagyonokat veszítettek a piacon és megszûnt az a fajta bizalom, amit az index értékébe és az árak további emelkedésébe vetettek. Tehát ez a fajta kamattartalom leszûkült és ma a határidõs és az azonnali piaci árak között igen kicsi a kamattartalom. Egyszerûen azóta ebbõl az ördögi körbõl nem tudunk kilépni.

Hogyan állítódnának helyre ezek az árak, hogyan tudna ez a piac hatékonyan mûködni?

Úgy, ha megjelennének piaci szereplõk az azonnali piacon, eladnának és határidõre vennének.

Most, miután nincs „short selling”, nincsen annyi értékpapír-kölcsönzés, ez a fajta mechanizmus nem tud beindulni és gyakorlatilag a határidõs piac likviditása és forgalma jelentõs mértékben csökken, aminek nemcsak az a jelentõsége, hogy a tõzsdének bevétele van a határidõs piacból, hanem az is, hogy a határidõs piac az, ami az azonnali piacnak óriási nagy fedezeti lehetõséget biztosit és a kockázatkezelésnek egyik legfontosabb eleme lehet a határidõs és opciós piac mûködése.

Többek között ez az az ok, ami miatt a „short selling” nagyon fontos lenne, de ugyanígy fontos akár az azonnali piacon is, hiszen vannak spekulánsok a piacon, akik próbálják a napi árfolyam-ingadozásokat kihasználni. Nekik is sokszor – ha õk értelemszerûen árfolyamesésre kalkulálnak – jobb lenne, ha elõbb tudnák eladni és utólag visszavásárolni ezt az értékpapírt. Ez is egyfajta „shortolást” jelent.

Tehát az a fajta likviditás és vásárlóerõ, ami megjelenne a piacon, nem tud aktiválódni. Mindez a likviditás csökkenését jelentheti, ami a piacnak a mûködését bizonyos szinten veszélyeztetheti.

Az informatikai fejlesztés mellett elindult a termékfejlesztés is, tehát új piacokat, új termékeket akarunk megjeleníteni. A határidõs piac mellett az opciós piac kialakítása is óriási feladat, ez irányban is nagyon komoly lépéseket tettünk. 2000 februárjában indult ez a piac, mely újabb lehetõséget jelent a befektetõknek a kockázatok kezelése szempontjából.

Ami még nagyon fontos, az az elszámolás biztonsága és az elszámolási rendszernek a kialakítása, hiszen a tõzsdének a likviditás biztosítása mellett az egyik legfontosabb szerepe a tõzsdén létrejött ügyletek elszámolása.

A tõzsdeügyletek létrejöttét a BÉT-nek valamilyen módon garantálnia kell, és olyan elszámolási rendszert kell kiépítenie, ami ezt folyamatosan biztosítja. Ma a tõzsdeügyletek elszámolása a Központi Elszámolóházban történik.

A tõzsde a brókercégek közötti elszámolást és a brókercégek közötti ügyletek létrejöttét biztosítja, illetve

számára ennek a biztosítása a legfontosabb. Ez az, ami a KELER-en, a Központi Elszámolóházon keresztül történik.

Nagyon fontos, hogy olyan legyen az elszámolási rendszer, amelynek alapján minden egyes befektetõ, aki a tõzsdére jön, biztos lehessen abban, hogy az általa megkötött ügylet elszámolásra kerül. Ennek megfelelõen olyan elszámolási ciklust, olyan letéti rendszert, olyan elszámolási rendszert kell biztosítanunk, ami erre megoldást jelent.

Az elszámolási rendszer leglényegesebb eleme az, hogy az ügyletek közötti készpénz és az értékpapír oldali elszámolásnál DVP-elvet alkalmazzon a tõzsde, ami azt jelenti, hogy az ügyletek csak akkor kerülnek elszámolásra, ha mind az értékpapír, mind a készpénz megvan.

A hosszú távú terveket illetõen továbbra is az a dilemma áll a tõzsde elõtt, hogy mit tegyünk, hová, milyen kereskedési rendszerhez kapcsolódjunk.

Mi megalapítottuk a mi távkereskedési rendszerünket, ami az országon belül mûködik és az országon belül biztosítja a forgalmat. A kérdés csak az, hogy hosszú távon meg tudja-e õrizni a semlegességét, meg tudja-e õrizni ezt a piacot.

Több lehetõség van arra, hogy ez a forgalom itt maradjon vagy a tõzsde egyáltalán életképes legyen, ennek az útjait keressük.

Az egyik lehetõség az, hogy megpróbálunk a közép-kelet európai tõzsdékkel szövetséget kötni és a többi kelet-európai tõzsdével közösen kialakítani egy kereskedési rendszert, és egymás papírjainak a keresztlistázásával biztosítani azt, hogy az értékpapír-forgalom itt maradjon. Erre vonatkozóan döntés még nincs és nem is tudjuk pontosan, mit hoz a jövõ.

Ha megnézzük a nyugat-európai tendenciákat – biztosan hallottak róla –, a frankfurti és a londoni tõzsde aláírt egy egyezményt, aminek a keretében létrehoznak egy kereskedési platformot, egy közös kereskedési rendszert, ahol egymás értékpapírjaival tudnának oda-vissza kereskedni.

A nagy kérdés az, hogy mi lesz ennek a szövetségnek a jövõje, kik fognak csatlakozni hozzá, és akik csatlakoznak, azok meg tudják-e õrizni a saját piacaikat vagy sem.

A frankfurti és londoni egyezség egy kicsit megakadni látszik, egyszerûen a jogszabályi különbözõségek miatt. De például a skandináv tõzsdék között nagyon komoly együttmûködések figyelhetõk meg. A dán és a svéd tõzsde közötti együttmûködés keretét tekintve úgy tûnik, hogy azért ezek a fajta szövetségek középtávon mûködni tudnak.

Hogy pontosan mi a jövõ, és hogy lesznek-e továbbra is külön kis tõzsdék Európában vagy pedig pl. egy Frankfurt–London vonal megeszi a többi tõzsdét és a kereskedési rendszerére irányítja az összes értékpapír-piaci forgalmat, ez a jövõ kérdése, és ez az, amit a mai napig nem tudunk.

Azt gondoljuk, hogy az a fajta forintburok, ami jelenleg még körbevesz minket, bizonyos rövid ideig még megvéd.

Hogy hosszú távon mi lesz a helyzet és melyik irányba haladunk, azt gondoljuk, hogy majd a tapasztalatok és a többi tõzsde sikerének, a többi tõzsde útjának a követésével válaszolható meg.

FECSER ILDIKÓ

(Elhangzott a Romániai Magyar Közgazdász Társaság VIII. Vándorgyûlésén, 1999. szeptember 18-án.)