

ben e kereskedési forma hat papírt érintett, ám egyre többet vontak be, míg 1996 szeptemberében az egész azonnali piac automatikussá nem vált. Ugyanezen év októberében indult el egy új fejlesztés; a BÉT ekkor kezdett bele a távkereskedésbe. A meglévő szoftverekre olyan technológiai megoldást találtak, amelynek keretében munkaállomásokat helyeztek ki a tőzsde tagok irodáiba. Hamar népszerű lett ez a rendszer, a tőzsde tagok gyorsan rájöttek az előnyeire. Ma már harminc helyen negyvenkilenc gép áll rendelkezésre, illetve dolgozik a távkereskedésben.

Tulajdonképpen ez, a tőzsde méreteihez képest jelentékeny инвестиáció az egyik záloga a tőzsde növekedésének, mivel a terem befogadóképessége korlátozott - mutatott rá Schalkhammer Erika. A BÉT fejlesztésével párhuzamosan ugyanakkor a Matávnak is nagyarányú modernizálást kellett végrehajtania a távközlési rendszerben, hiszen csak így válhatott lehetővé, hogy a tranzakciók real time, azaz valós időben jöjjenek létre. A távkereskedési rendszer rendelkezésre állása jelenleg 99,6%-os, ami alatta marad az elvárható

és a fejlett nyugati tőzsdéken általános 99,8-99,9%-os szintnek. Az elmaradás oka a főosztályvezető szerint az, hogy a jelenlegi vegyes, részben 1992-re visszanyúló s erősen elavult rendszernek kapacitásbeli problémái vannak, s így gátja a növekedésnek; ezért a BÉT azt tervezi, hogy még ebben az évben fokozatosan átter egy új rendszerre és egyben a teljes távkereskedésre - ami az azonnali piac mellett kiterjed majd az összes többi piacra is.

A másfél éve működő távkereskedési rendszer egyébként jelentős mértékben, mintegy négyszeresére növelte a tőzsde forgalmát, egyedül a tavalyi forgalom a rendszer bevezetését megelőző évének hatszorosára nőtt, s a tranzakciók 90-95%-a ma már a távkereskedési rendszerben jön létre.

A tér- és időbeli korlátok megszűnésével lehetséges lesz, hogy az immár virtuálissá vált tőzsde akár egész nap nyitva lehessen, illetve elérje az országos lefedettséget. A BÉT ezzel új dimenziókba lép, ami a börze további, évi legalább 15-20%-os likviditásnövekedéséhez vezethet.

*A BÉT ügyvezetője a kelet-európai tőzsdékről*

## Az együttműködést, nem az eltéréseket kell hangsúlyozni

*A politikai és gazdasági átalakulással egy időben a térség országai szinte azonnal hozzáláttak, hogy - különböző ideológiákkal, különböző megközelítésekkel - működő tőkepiacot hozzanak létre. Mára már minden ország megteremtette saját nemzeti értékpapír-piacait, amelyeket mindenütt igyekeztek az európai normáknak megfelelően kialakítani. Az így létrejött tőzsdék között lényegi különbség nincs, még akkor sem, ha minden ország tőzsdefejlődésére rányomta a bélyegét, hogy ki honnét kapott szakértői támogatást és technikai segítséget. Pacsi Zoltán, a Budapesti Értéktőzsde ügyvezető igazgatója úgy véli, viszonylag jó helyzetben van minden börze, hiszen senkit sem kötöttek a hagyományok, a beállt struktúrák.*

*M&M: Mi jellemzi leginkább a tőzsdék megalapításától eltelt időszakot?*

- Érdemes kiemelni a fejlődés két vonulatát. Az egyik a nemzeti jelleg kialakítása és hangoztatása,

amely hol erősebb, hol gyengébb, de mindenütt alapvető cél. E vonulatban megfigyelhető bizonyos mértékű elzárkózás, a szabályozási engedményeknek egyfajta lezárása. Ez legkevésbé talán Magyarországot jellemzi, mivel itt a kezdetektől fogva nagyon nyitott tőkepiaci rendszer alakult ki, amelyet senki sem akart korlátozni. Meg merem kockáztatni a kijelentést, a budapesti tőzsde a térségben a legnemzetközibb, ami abban is megnyilvánul, hogy nálunk található a legtöbb külföldi befektető, és a magyar papírok szerepelnek a legnagyobb számban külföldön. A nemzeti vonulat mellett ugyanakkor minden tőzsde igyekszik regionális szerepet is betölteni, s mutatkozik igény az egymás közötti együttműködésre is. Ennek talán leglátványosabb jele a közép-európai tőzsdeindex kialakítása, amelyben a kezdeti három tag mellett már újak is szerepelnek.

*M&M: Ezek szerint nem a rivalizálás a fő törekvés a régió tőzsdéinél...*

- Annak ellenére, hogy minden ország a saját tőkepiacát igyekszik előtérbe tolni, az utóbbi időben a nemzeti piacok közti együttműködés fokozódása figyelhető meg, s ez helyes is, hiszen irreális elvárás lenne, hogy bármelyik kelet-európai tőzsde versenyezzen a nagy vagy akár csak a közepes nyugati tőzsdével is. Sokkal nagyobb lehetőség rejlik abban, hogy az elektronika korszakában ezeket a tőzsdéket összekapcsoljuk, s ezáltal közös termékekkel lehessen kereskedni és egységesíteni az elszámolásokat. Ez persze hosszú időre szóló stratégia, nem egyik napról a másikra valósul meg.

*M&M: Az együttműködésre és az egységesülésre való törekvés hangsúlyozása mellett mindazonáltal vannak különbségek is a térség tőzsdéi között, attól függően, hogy az adott országban milyen gazdasági fejlődés ment végbe, mekkora a bürokrácia stb. Ön miben látja a főbb eltéréseket?*

- A nemzeti tőzsdék közti fő különbséget abban látom, hogy az egyes országokban miként ment végbe a privatizáció. A magyarországi magánosítás például egész másként zajlott, mint a cseh, a szlovák, a lengyel vagy a román kuponos privatizáció, s ennek megfelelően kerültek vagy nem kerültek társaságok a tőzsdére. Az sem mindegy, hogy saját döntéssel vagy állami vezényszóra kerülnek cégek a tőzsdére. A két végletes példa e szempontból Prága és Budapest: a cseh fővárosban állami döntéssel egyetlen nap mintegy másfélszáz vállalatot vittek tőzsdére, ám igazi forgalmat csak körülbelül száz társaság produkált. (Budapesten viszont az esetek döntő többségében spontán módon ment és megy végbe a börzére történő bejegyzés.) Jelenléte, nem stratégiai jellegű különbségek abban állhatnak, hogy például a térség tőzsdéi melyik nyugati modellt követték: a német univerzálisat, mint a csehek, vagy az angolt, mint a magyarok. A jövő mindazonáltal az egységesítés felé mutat, hiszen - főként Magyarország, Csehország és Lengyelország esetében - ezt az Európai Unióhoz való közeli csatlakozás is megköveteli.

*M&M: Érettek voltak-e gazdaságilag a közép- és kelet-európai országok hét-nyolc évvel ezelőtt arra, hogy tőzsdét alapítsanak?*

- Egyértelműen nem, s ennek számtalan oka van: főképpen az, hogy nem léteztek tradíciók, a szakismertetek, a tőke, valamint az oktatási rendszer is hiányosságokat mutatott e téren. Az állami szabályozás vagy a szabályok spontán módon való kialakulása részben elébe ment az igényeknek, amikor például Budapesten 1990-ben megalakult a tőzsde, az első napon egy részvényt és néhány kötvénnyel is lehetett kereskedni. Nem igazán tudták tehát elmondani, hogy a tőzsde a gazdaság integráns része lenne, s így van ez ma is a térség országaiban. Ahhoz, hogy valódi, nyugati típusú értékpapírpiac fejlődjön ki, szerintem legalább tíz év kell.

*M&M: Ha éretlenek voltak a térség gazdaságai, miért hozták mégis létre a tőzsdéket, mire voltak jók ezek az intézmények azon kívül, hogy az emberek végre nem társasjáték formájában játszhatták a capitalyt?*

- Mindenki számára axiómaként szerepelt, hogy tőzsdére - a vállalkozói és a személyi szabadság megtestesüléseként is - szükség van egy modern piacgazdaságban. A börze koncentrált keresleti-kínálati hely, ahol befektetéseket lehet adni-venni, megtakarításokat forgatni, tőkét lehet gyűjteni, mégpedig a banki csatornákat megkerülve; s olyan tőkehiányos régióban, mint a közép- és kelet-európai, alapvető, hogy megteremtsek a különböző tőkeáramlási lehetőségeket. Ennek például Magyarországon része volt a két-szintű bankrendszer megteremtése, a tőkepiac kialakítása, s ebbe a folyamatba illik a tőzsde létrehozása is.

*M&M: Visszatérve a különbségek boncolására, van-e eltérés a térség tőzsdéi között abból a szempontból, hogy milyen mértékben engedik be a külföldi befektetőket?*

- A megközelítések abban nem különböznek, hogy mindenütt a lehető legtöbb külföldi tőkét szeretnék látni. Abban viszont eltérnek az országok, hogy ezt a tőkét az értékpapírpiacra keresztül akarják-e beáramoltatni, illetve hogy ezt a liberalizáltság milyen fokban teszik. A magyar gyakorlat kezdettől fogva az volt, hogy fokozatosan egyre több kedvező lehetőséget biztosítottunk a külföldi szakmai és pénzügyi befektetőknek. A többi ország eleinte lassabban, s nem feltétlenül a tőkepiacra keresztül engedte be a külföldi tőkét, az utóbbi időben azonban egyre nyilvánvalóbb a külföldi befektetők jelenléte, egyre szabadabb a beáramlás. Ma már megfigyelhetünk egy bizonyos fajta kiegyenlítődést, mivel a deviza- és tőkepiaci liberalizáció eléggé egy irányba tereli a folyamatokat. Ráadásul most már a térségen belül is megindultak a befektetések, s a környező országokban egyre erősebb a magyar tőke jelenléte.

*M&M: Végző soron mi határozza meg egy tőzsde rangját?*

- Alapvetően a szabályozottság, az áttekinthetőség és a piaci folyamatok megismerhetősége. Ez határozza meg, hogy hány részvénytársaság mekkora tőkenagysággal kerül be a tőzsdére, s ezáltal mekkora lesz a forgalom. Ebből szempontból Magyarország elég jó helyen áll, mivel a budapesti tőzsde kezdettől fogva a nyugati tőzsdékhez igyekezett alkalmazkodni a szabályozókkal (a külföldi befektető ugyanis olyan helyre viszi a pénzét, ahol a feltételek, esélyek megegyeznek a New York-iakkal, a londoniakkal, a frankfurtiakkal, a Hong Kong-iakkal stb.).

*M&M: Mennyiben érintette az ázsiai valutaválság Közép- és Kelet-Európa értékpapírpiacait?*

- Az egész térség megérezte a nemzetközi folyamatokat, ki jobban, ki kevésbe. A két közép-európai véglet ismét Prága és Budapest volt: a cseheknél alig lehe-

tett észlelni áresést, a magyar börze meg talán egy kicsit túl is reagálta az eseményeket. Végző értékelést mindazonáltal korai volna adni, mivel a Távol-Keleten nem záródtak le megnyugtatóan ezek a folyamatok, s különböző előrejelzések szerint várhatók még negatív hatások. A védekezési eljárások természetesen beindultak, nálunk is és a nemzetközi tőkepiacokon is; egyrészt lokalizációs mechanizmusokkal kívánják elérni, hogy a bajok maradjanak a keletkezési helyükön, másrészt a befektetők úgy válogatják össze portfóliójukat, illetve alakítják ki stratégiájukat, hogy legalábbis részben fedezve legyenek a negatív hatásokkal szemben. Ami Magyarországot illeti, a budapesti tőzsde szépen regenerálódik, a tőzsdeindex szép lassan visszaáll a tavaly novemberi összeomlást megelőző

szintre. A javulást egyébként segítik a kedvező makrogazdasági mutatók is, valamint a tőzsdei társaságok várható jó eredményei.

*M&M: Pacsi úr, ön szerint milyen tendenciák fognak érvényesülni a közeljövőben a térség tőzsdéin?*

- Globális fellendülés várható, abból kiindulva, hogy lassan beérik az 1989-1990-ben kezdődött átalakulási folyamat, s ezentúl az egyes országok már nem a piacgazdaság kiépítésével, hanem megerősítésével foglalkoznak. A befektetett hatalmas mennyiségű kül- és belföldi tőke elkezdi működni, s ezzel meglesz a lehetőség, hogy az elkövetkező néhány évben nagymértékű fejlődés menjen végbe - feltéve persze, ha a nemzetközi gazdasági és politikai helyzet is kedvezően alakul.

## Tőzsdei alapfogalmak

### Alaptőke:

A kibocsátott részvények névértékének összessége. Azonos a részvénytőkével.

### Alkusz (tőzsdeügynök):

Az a személy, aki a tőzsdén díjazás ellenében a saját nevében, de mások számlájára köt ügyleteket.

### Állampapír:

Az állam által kibocsátott, saját adósságát megtestesítő értékpapír, amelyben adósságtörlesztésre és kamat vagy járadék fizetésére vállal kötelezettséget. Biztonságos befektetési formának számít. Ide tartozik az államkötvény, az államjegy, az állami pénztárjegy, a kincstárjegy, a kincstári váltó stb.

### Arbitrázs-ügylet:

Olyan ügylet, amely különböző piacokon mutatózó (ár-, árfolyam- és kamat-) különbségek kihasználásával ér el nyereséget.

### Árfolyam:

A külföldi fizetőeszközök (valuta, deviza) és az értékpapírok piaci ára. A kötvények árfolyamát a névérték százalékában, a részvényekét pedig leggyakrabban összegben, címletenként közlik.

### Árfolyam-biztosítás:

Az árfolyamváltozásból eredő veszteség (vagyis az árfolyamkockázat) elleni védekezés.

### Árfolyam-ingadozás:

Az árfolyam folyamatos változása a kereslet-kínálat hatására. Megkülönböztetnek bessz (baisse), azaz csökkenő és hossz (hausse), azaz emelkedő tendenciát.

### Árverés:

Áruk (pl. értékpapírok), tárgyak nyilvános eladásra kínálása: az árut annak adják el, aki a legmagasabb árat ajánlotta érte.

### Átvátoztatható kötvény:

Olyan kötvény, amely a rendes fix kamatozáson felül lehetővé teszi tulajdonosa számára, hogy meghatározott határidőn (ún. csereidőszakon) belül válasszon: vagy beváltja kötvényeit a vállalkozás részvényeire, vagy megtartja azokat, s így később, a törlesztéskor, pénzt visszkapja.

### Bázisár:

Értékpapír vagy áru ára, amelyen a határidős ügyletet megkötik.

### Bear market (ang.: medvepiac):

Gyengülő piac, ahol mind a forgalom, mind az árfolyamok általában esnek.

### Befektetési alap:

Közös befektetés céljára összeadott tőke, amelyet a befektetési alap kezelője a kockázatmegosztás elve szerint kezelnek, azaz fektetnek be többféle értékpapírba. Lehet nyílt (vagyis a be-