

RÉTHI SÁNDOR

Gyöngyvirágtól lombohullásig

Az orosz tőzsde tündöklése és bukása

A cikk bemutatja az orosz tőzsde megalakulását, kitér a kezdeti időszak eredményeire, leírja azt a folyamatot, amelynek következtében a moszkvai tőzsde rövid néhány év alatt a fejlődő piacok között az egyik legperspektivikusabbá és legvonzóbbá vált a nagy nyugati befektetők számára. A tanulmány napról napra követi a moszkvai tőzsde hanyatlását, elemzi mindazokat az okokat, amelyek egyrészt az 1998. augusztusi válság kirobbanásához, másrészt pedig a tőzsde összeomlásához vezettek. A szerző megkísérli bemutatni az orosz tőzsde zuhanásának hatását a budapesti értékpapírcsakra is.

A kezdetek

Az orosz tőzsdei rendszer formálisan a peresztrojka utolsó szakaszában, a kilencvenes évek elején kezdett kialakulni. Az első orosz tőzsdék kizárólag árutőzsdék voltak. A felbomló tervgazdasági rendszer keretein belül ugyanis egyre több vállalat, mindenekelőtt az újonnan létrejövő magáncégek a termeléshez szükséges nyers- és alapanyagokat gyakorlatilag csak a gazdaság központosított intézményein kívül tudták beszerezni. Ekkor a Szovjetunióban az árutőzsdéknek komoly jövőt jósoltak, mivel a korabeli általános vélekedés szerint ezek elterjedése és megerősödése biztosíthatta volna az állandó anyaghiánnyal küzdő új és régi szovjet vállalatok létét.

A fejlődés azonban másként alakult. Az árutőzsdék mind számukat, mind jelentőségüket tekintve 1992 első félévében, a Szovjetunió szétesését követően az önálló Oroszországban érték el csúcspontjukat. Szerepük azonban lényegesen kisebb volt, mint amire előzetesen számítani lehetett. 1992 közepén Oroszország nyers- és alapanyag-forgalmának 3-4 százalékát bonyolították, ami messze alatta maradt minden várakozásnak.

Értékpapírokkal kezdetben a nagyobb árutőzsdék elkülönített szekciói foglalkoztak. 1990–1993 között számos orosz vállalat, kihasználva a már 1990-ben meglévő törvényi háttérrel, részvénytársasággá alakult, s többségük új részvények kibocsátásával próbált új forrásokat bevonni. Ezek a kísérletek azonban csekély eredménnyel jártak. Hiányzott a megfelelő értékpapír-piaci szabályozás, fejletlen volt az infrastruktúra, mind a lakosság, mind a vállalkozói szektor bizalmatlan volt.

A korszerűnek tekinthető orosz értékpapírcsakra kialakulásának kezdete 1993-ra tehető, amikor megindult az addig állami tulajdonban lévő nagyvállalatok tömeges privatizációja és a költségvetési hiány finanszírozásába beléptek, majd rövid idő alatt meghatározóvá váltak a különböző típusú kincstárjegyek.

A tőzsdei folyamatok jobb megértéséhez röviden áttekintjük az oroszországi privatizá-

ció főbb jellemzőit. Oroszországban a magánkézbe adandó objektumok méretétől függően – hasonlóan több más kelet-európai országhoz – kis és nagy privatizációról beszélhetünk. Az úgynevezett kis privatizáció bizonyos hasonlóságokat mutat a magyarországi előprivatizációval, amikor is üzletek, vendéglátó-ipari objektumok és szolgáltatóegységek kerültek magánkézbe. A Magyarországon választott megoldástól eltérően Oroszországban az objektumok tulajdonjogát értékesítették, általában nyilvános árverések útján.

A közepes és nagyobb cégek magánkézbe adása kuponos (helyi szóhasználattal: voucheres) módszerrel történt. A kialakított rendszer gyakorlatilag nem számolt a külföldiek részvételével. Minden orosz állampolgár 1992 november-decemberében az 1984-es vagyonértékelési adatokból számított 10 000 rubel értékű privatizációs csekket kapott, amelyet 1994. július 31-ig fektethetett be vállalati részvényekbe. Eddig az időpontig a privatizációs körbe bevont vállalatokat részvénytársasággá alakították, s a részvények 50 százalékat értékesítették különböző eladási módszerek segítségével. Az Anatolij Csubajsz nevéhez fűződő voucheres privatizáció döntő és meghatározó célja a szovjet gazdálkodási rendszer hónapok alatt történő lebontása volt, amit jól mutat, hogy egészen 1996–1997-ig a költségvetés gyakorlatilag nem tervezett számottevő privatizációs bevételt.

A fentieknek megfelelően magánosított részvénytársaságokat kötelező jelleggel bevezették a tőzsdére, ahol ennek következtében néhány hónap elteltével elvben közel 30 000 vállalat részvényeit lehetett forgatni. A hirtelen megjelenő, rendkívül nagyszámú „új tőzsdecég” természetesen azonnal fellendítette az értékpapírpiac forgalmát, azonban – ahogy azt a későbbiekben látni fogjuk – a gyakorlatban alig néhány tucat vállalat papírjai bizonyultak többé-kevésbé likvidnek.

A forgalom fellendülésével párhuzamosan a tőzsdei kereskedelem rendszerét 1995-ben egységesítették, s ekkortól kezdve számítják a hivatalos tőzsdeindexet, az RTS-t (Russian Trade System).

Lendületben

1995–1996-ban az orosz értékpapírpiacot a politikai események hullámzásai még az átlagosnál is jobban érintették. Így azt követően, hogy az Orosz Kommunista Párt győzelmet aratott az 1995. decemberi választásokon, és ezzel párhuzamosan az orosz elnök népszerűségi mutatója sohasem látott mélységekbe csökkent (az elnökre 1996 februárjában a biztosan szavazók alig 4-6 százaléka adta volna le voksát), a részvényindex meredeken zuhanni kezdett.

A helyzet 1996 áprilisában kezdett javulni (az RTS-index április 25-én elérte a 100 pontot), az orosz elnök népszerűségének emelkedésével párhuzamosan a részvényárfolyamok is növekedésnek indultak. Borisz Jelcin újraválasztását követően valóságos áttörés következett be. 1996 második félévétől az orosz belpolitika – bár természetesen komolyan befolyásolta a tőzsdei árfolyamok alakulását – már sokkal kisebb hatást fejtett ki, mint az azt megelőző egy-másfél évben. Ezt mi sem bizonyítja jobban, mint az, hogy az orosz elnök élete 1996 őszén végig veszélyben volt, s egyre erősödő szívpanaszai következtében az év végén szívműtéten esett át, ugyanakkor a részvényárfolyamok ezen idő alatt megduplázódtak (1996. december 31-én az RTS-index értéke: 200,5).

1996 októberében egyszerre három vezető hitelminősítő intézet, a Moody's, a Standart & Poor's és az IBCA felvette Oroszországot a spekulatív besorolású országok listájára. 1996 novemberében, hosszú és alapos előkészítést követően megtörtént az első orosz eurokötvénykibocsátás, a nyugati befektetők alig egy nap alatt lejegyezték az 1 milliárd márka értékű kötvényt. A kamatfelár 3,2 százalék körül alakult, ami ugyan magasabb volt a magyar kötvények akkori feláránál, de megegyezett például a mexikói, bulgár stb. papírokéval.

1997 januárjában a дума elindítja az elnök alkotmányos elmozdítására irányuló eljárást,

ennek ellenére a részvényárfolyamok jelentős mértékben nőnek (1996. december 31-én az RTS-index értéke: 200,5; 1997. február 20-án: 347,2). Április közepéig semmilyen különleges bel-, illetve külpolitikai esemény nem történik, a tőzsdeindex két hónap alatt több mint 15 százalékkal csökken (1997. április 14-én RTS: 286,07). Ezt követően viszont egészen augusztus elejéig az index, kisebb korrekciós hullámzásoktól eltekintve, folyamatosan és lendületesen emelkedik (1997. augusztus 8-án RTS: 569,23). Ezzel párhuzamosan fokozatosan emelkedik a tőzsde havi forgalma is. (1997. április: 678 millió dollár, augusztus: 1827 millió dollár). Az RTS alakulását 1995–1999 között az 1. ábra, míg a forgalom volumenének változását az 1997. január és 1998. decemberi időszakra a 2. ábra tartalmazza.

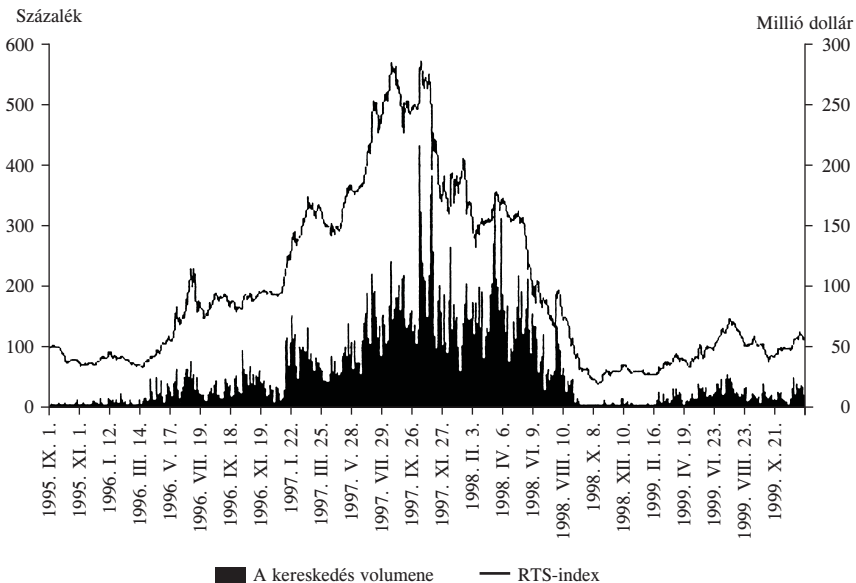
1997 januárja és augusztusa között a részvényindex majdnem háromszorosára nőtt, harminc alkalommal döntötte meg saját rekordját, az emelkedés legviharosabb időszakában, 1997 júniusában hétről hétre 15-20 százalékkal nőtt a forgalom volumene.

Augusztustól szeptember első feléig az orosz részvényiac stagnált, kisebb-nagyobb korrekciók történtek, s a forgalom is valamelyest visszaesett (1997. szeptember: 1509 millió dollár). 1997 szeptember végén ismét növekedés kezdődött, s az RTS-index október 6-án történelmének csúcspontjára ért el (571,66 pont), az októberi forgalom (2958 millió dollár) szintén rekordot döntött.

Az orosz részvényiac főbb jellemzői 1997 szeptemberében a következőkben foglalhatók össze. A kapitalizáció szintje megközelítette a 150 milliárd dollárt, érzékelhető differenciálódás ment végbe az értékpapír-piaci szereplők között. (Összehasonlításként a magyar részvényiac kapitalizációja 1997. szeptember 30-án 3609,6 milliárd forint volt.) A piac likviditása nemzetközi összehasonlításban még mindig alacsony volt, a mintegy 30 000 – a tőzsdén és tőzsdén kívül forgó – értékpapír közül alig negyven-ötven számított megfelelően likvidnek, és ezek közül összesen nyolc-kilenc vállalat tartozott a blue chip kategóriába.

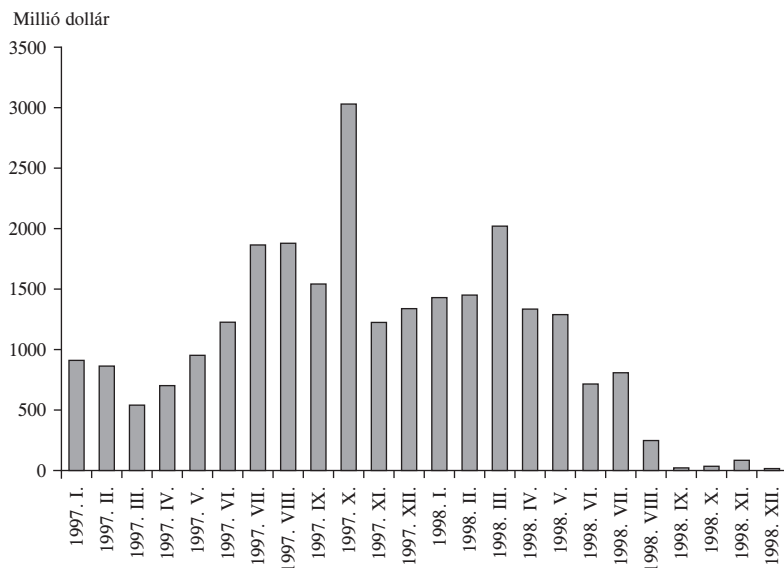
1997 októberében a következő vállalati részvények számítottak blue chipnek: Gazprom,

1. ábra
AZ RTS-index alakulása
(1995–1999)



2. ábra

A moszkvai tőzsde forgalma havi bontásban (1997. január–1998. december)



Forrás: Internet, <http://rtsnet.ru>.

Lukoil, EESz Roszszii (központi orosz áramszolgáltató vállalat), Moszenergo, Rosztelekom, Szurgutnyeftyegaz, Narilszki Nikkel, Tatnyefty, Irkutszkenergo. Ezekre a magas likviditás és az aktív kereskedelmi forgalom, az eladási és vételi árfolyamok közötti csekély különbség (0,1-3 százalék), a kereslet és a kínálat kiegyenlítettsége (a vevő/eladói arány 1-2 között változik) volt jellemző. Az adott körbe tartozó vállalatok stratégiai jelentőséggel bírtak a teljes nemzetgazdaság számára.

A blue chipek közül külön kiemelés érdemel a Gazprom. A vállalat a kapitalizáció szintjét tekintve ma is az első helyen áll az orosz cégek között, ugyanakkor a Gazprom részvényeinek piaca speciális: a Gazprom-részvények nem forognak az RTS-rendszerben, csupán a tőzsdén kívüli kereskedelem részesei. A cég vezetése szigorú ellenőrzés alatt tartja a részvényforgalmat, ezt mindenekelőtt a másodlagos piacon forgó részvények adásvételének sajátos szabályaival érik el. A jelenlegi helyzet szerint ugyanis az orosz másodlagos piacon devizakülföldiek gyakorlatilag nem vásárolhatnak Gazprom-részvényt (persze ez nem jelenti azt, hogy ezt korlátozott mértékben ugyan, de ne tennék meg strómanokon keresztül). Ez természetesen nem csökkenti a bel- és külföldi befektetők Gazprom iránti érdeklődését, viszont ebből következően a bel- és külföldi részvényárfolyamok érzékelhető eltérését okozza.

A Gazprom elnöke 1998 májusában, a 15 évre szóló orosz–német gázszállítási megállapodás aláírásával egy időben bejelentette, hogy ezt a kettőséget „belátható időn belül” megszüntetik. Tőzsdei megfigyelők azonban utalnak arra, hogy ez valószínűleg csak azt követően következik be, hogy a Gazprom kimeríti a törvény által számára biztosított maximális külföldi tulajdonhányadra (9 százalék) vonatkozó lehetőséget, azaz amennyiben újabb nyugati Gazprom-részvényemisszióra kerül sor. Reálisan erre a közeljövőben kevés az esély.

A piac információs bezártsága, mindenekelőtt a vállalatok pénzügyi-gazdasági helyzetéről szóló hiteles adatok hiánya még a tőzsdei boom idején sem tette lehetővé, hogy a kisebb befektetők megfelelően eligazodjanak investíciós döntéseik során. 1996–1997-ben a bel- és külföldi befektetők folyamatos növekedési várakozások hatása alatt hozták meg döntéseiket,

ami 1998-ban alaposan visszaütött. Az értékpapírpiac 1996–1997-ben rendkívül erősen függött a külföldi tőkéttől, és ennek megfelelően a bizonytalan külföldiek által generált árfolyam-ingadozás a vállalati részvényeket folyamatosan jellemezte.

Az orosz tőzsde több mint egyeztetendő szárnyalása mögött számos, egymással szorosan összefüggő, rendkívül kedvező körülmény húzódott meg. 1997 februárjában az International Finance Corporation (IFC) első ízben kapcsolta be Oroszországot az általa számított súlyozott befektetési indexbe (*investable composite index*), s az ország súlyarányát 2,9 százalékban határozta meg (Izrael: 1,8 százalék, Marokkó: 0,5 százalék, Szlovákia: 0,1 százalék).

1997-ben az orosz gazdaság adatai kedvezően alakultak, az évek óta tartó visszaesés megállni látszott, az infláció dinamikusan csökkent (1. táblázat). Az orosz kormány elképzeléseivel összhangban visszaesett az állampapírok jövedelmezősége, ami számottevően megnövelte az orosz befektetők érdeklődését a részvénypiac iránt (2. táblázat).

1. táblázat
Oroszország fontosabb makrogazdasági mutatói, 1992–1997
(a megelőző év százalékában)

Megnevezés	1992	1993	1994	1995	1996	1997
GDP	86	91	87	96	94	100
Ipari termelés	82	86	79	97	96	102
Mezőgazdasági termelés	91	96	88	92	93	100
Befektetések	60	88	76	90	82	95
Fogyasztói árak	2608	940	315	231	122	112

Forrás: Orosz Föderáció, Állami Statisztikai Bizottság.

2. táblázat
Az állampapírpiac főbb jellemzői, 1993–1997
(százalék)

Megnevezés	1993	1994	1995	1996	1997
Három hónapos kincstárjegyek részaránya	95,6	81,1	69,0	20,3	30,7
Hat hónapos kincstárjegyek részaránya	4,4	18,9	24,3	71,7	57,3
Más állampapírok részaránya	0	0	6,8	8,0	12,0
Az állampapírpiacról bevont források (ezer milliárd rubel)	0,2	17,2	136,1	400,7	394,8
A kincstárjegyek év végi hozama	330,0	1500,0	320,0	45,0	26,0
Éves infláció	900,0	430,0	126,3	22,3	12,0

Forrás: Az orosz állampapír... [1997], RKB [1998].

1997-ben a *hetek* gazdasági mutatói jól alakultak, csökkentek az inflációs várakozások, a Dow Jones index 1997 májusában, júniusában erőteljesen növekedett, így például június 12-én, egyetlen nap alatt 135 ponttal emelkedett. A nyugati befektetők 1997-ben felfedezték maguknak az orosz piacot, s az év szeptemberére mértékadó becslések szerint a részvénypiaci forgalom 80 százaléka a nagy amerikai és nyugat-európai befektetési alapok megrendelésére történt. Ezt mi sem bizonyítja jobban, mint az, hogy 1997. július, illetve október elején, azt követően, hogy a befektetési alapok zárták az esedékes negyedévet, nyereségük egy részét pótlólagosan a legperspektivikusabb feltörekvő piacokra irányították, s ezek közül az adott időszakban Oroszország tűnt a legreménykeltőbbnek. A 3. táblázat szemléletesen bizonyítja a külföldiek oroszországi aktivitását.

3. táblázat
A legaktívabb befektetési társaságok Oroszországban
(1997. évi adatok alapján)

A társaság megnevezése	Százalékos részarány	A társaság megnevezése	Százalékos részarány
CS First Boston	25,5	ATON	3,2
ING Bank	12,6	Alfa-Capital	3,1
Reneszansz Capital	11,3	Ruszobank	1,8
Trojka Dialóg	9,0	Brunswick	1,7
Garant (Regent European Securities)	5,5	Creditanstalt-Grant	1,2
United City Bank	5,0	Összes többi	20,1
		Összesen	100,0

Forrás: Külföldi befektetési társaságok... [1997].

A fellendülő időszak pozitív fejleményei a rövid idő alatt mintegy 500 tagot egyesítő *Értékpapír-piaci Résztevők Nemzeti Egyesülés* (orosz rövidítés szerint: NAUFOR) növekvő aktivitásának is köszönhetőek. Az egyesülés, bár ez nem szerepelt feladatai között, kezdettől fogva piacszabályozó szerepet is betöltött, és így például az *Euromoney* Oroszország első önszabályozó szervezeteként jellemezte.

Az egyesülés néhány hónap alatt egyesítette a tíz legnagyobb orosz régióban működő tőzsdére bejegyzett vállalkozást, az amerikai PORTAL-rendszerhez hasonlóan szervezte és szervezi ma is a részvények tőzsdéi és tőzsdén kívüli adásvételét, továbbá az orosz régiókban tevékenykedő vállalkozások aktívabb bekapcsolásáért fiókintézeteket tart fenn többek között Szentpétervárott, Novoszibirszkben, Jekatyerinburgban, Volgográdban, Nyizsnij Novgorodban és Rosztovban.

Visszaesés napról napra – az összeomlás anatómiája

1997. szeptember végén még semmi sem utalt a közeledő viharra, a hongkongi világgazdasági fórumon az IMF és a Világbank szakértői – teljes összhangban az EBRD és a hitelminősítők véleményével – 1998-ra 3,5-5 százalékos gazdasági növekedést prognosztizáltak Oroszországban. Ennek hatására, mint láttuk, a moszkvai értéktőzsde indexe soha nem látott magasságokba emelkedett.

1997. október 28-án kitört a távol-keleti valutaválság, a részvényárfolyamok zuhanni kezdtek, alig három hét alatt az RTS-index 570 pontról 350 pont alá csökkent. Ezzel párhuzamosan novemberben a forgalom is jelentősen visszaesett, s 1183 millió dollár értéket ért el. A külföldi befektetők pánikszerűen kezdték elhagyni az orosz piacot.

1998 novemberében a részvénypiaci szereplők egy teljesen új jelenséggel is szembesültek: a Dow Jones és az RTS-index addigi szoros együttmozgása egyik napról a másikra megtört. 1997. szeptember 23. és október 31. között a két index korrelációja még 0,82 volt, novemberben viszont csak 0,12. Ettől az időszaktól kezdve az oroszországi tőzsde eseményeit elsősorban a belső tényezők alakították. Ez természetesen nem jelenti azt, hogy a külső körülményeknek ne lett volna szerepük, ám azok hatása 1997 decembe-re és 1998 augusztusa között az orosz gazdaság belső sajátosságai által felerősítve és eltorzítva jelentkezett.

Az ázsiai valutaválság hatására megtorpant a távol-keleti országok gazdasága, ezzel párhuzamosan pedig csökkent ezen országok energiahordozó, alapanyag- és félkész ter-

mék importigénye, ami az orosz gazdaságot tragikusan érintette. Ennek érzékeltetésére megvizsgálunk néhány jellemző adatot.

A 4. táblázat mutatja, hogy az orosz exporton belül az alapanyagok és félkész termékek minimálisan az összkivitel 80 százalékát adják, ezen belül is az energiahordozók közel 50 százalékos részarányal szerepelnek. Az 5. táblázat jelzi, hogy 1997 negyedik negyedévében, amikor az orosz tőzsdén első ízben volt visszaesés, az orosz export számára meghatározó jelentőségű energiahordozók árai – az egyetlen szén kivételével – nemhogy csökkentek, hanem szerény mértékben növekedtek. Az őszi-téli exportár-növekedés azonban valószínűsíthetően jóval alatta maradt az előzetes várakozásoknak. A külföldi befektetők, párhuzamosan az első nagy ázsiai válsággal, rádöbbsentek, hogy az orosz gazdaság sokkal sebezhetőbb, mint azt korábban hitték.

4. táblázat

Az orosz export árucsoportok szerinti megoszlása, 1994–1997
(százalék)

Megnevezés	1994	1995	1996	1997
Élelmiszer-ipari és mezőgazdasági termékek	4,2	3,4	3,7	3,0
Műanyagok és elektromos áram	44,1	40,8	47,2	46,2
Vegyipari cikkek	8,2	9,9	8,5	8,1
Fa- és papíripari cikkek	3,9	5,6	4,1	4,3
Ruha- és cipőipari termékek	2,0	1,4	1,1	1,5
Fémek és ötvözetek	27,4	28,7	25,8	24,5
Gépek és közlekedési eszközök	8,3	9,9	9,4	9,9
Más termékek	1,9	0,3	0,2	2,5
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0

Forrás: Orosz Föderáció, Állami Statisztikai Bizottság.

5. táblázat

Az orosz exportárak dinamikája, 1997–1998
(dollár/tonna)

Megnevezés	1997				1998	
	első	második	harmadik	negyedik	első	második
	negyedév					
Kőolaj	129,8	108,9	112,7	115,6	89,0	80,0
Benzin	173,9	152,8	144,1	159,0	149,2	107,1
Dízelolaj	168,6	146,0	139,8	142,7	106,7	102,5
Fűtőolaj	71,1	72,0	71,1	72,0	52,8	54,8
Földgáz (dollár/millió m ³)	84,4	85,1	80,0	77,8	71,3	69,2
Szén	40,5	39,0	36,0	31,3	31,9	28,8

Forrás: GRF [1997]–[1998], *Russia: Foreign...* [1998].

Ahhoz, hogy érzékeltessük, a nyersanyagárak alacsony szintje hogyan hatott a vállalati gazdálkodásra, bevezetjük az exporthatékonyság fogalmát. Az exporthatékonyságot a fob paritáson figyelembe vett, az orosz jegybank hivatalos árfolyamán rubelbe konvertált exportár, valamint a szállítási és más költségekkel megnövelt belföldi nagykereskedői ár (áfa és fogyasztási adó nélkül) százalékában adjuk meg. A 6. táblázat mutatja, hogy az

export hatékonysága valamennyi meghatározó energiahordozó esetében jelentősen romlott, de a legdrámaibb zuhanás értelemszerűen a tőzsdén is nagy szerepet játszó kőolajexportőr-cégek esetében következett be.

6. táblázat
Az orosz export hatékonysága, 1997–1998
(százalék)

Energiahordozó	1997				1998	
	első	második	harmadik	negyedik	első	második
	negyedév					
Kőolaj	197	170	172	172	145	129
Benzin	51	54	49	54	51	38
Dízelolaj	72	58	52	57	40	40
Fűtőolaj	102	80	90	96	62	66
Földgáz	203	207	193	191	182	179
Szén	136	117	114	105	100	91

Megjegyzés: a táblázatban a 100 százalék azt jelenti, hogy az export és a belföldi értékesítés hatékonysága megegyezik.

Forrás: GRF [1997]–[1998], *Russia: Foreign...* [1998].

1997 decemberében a kedvezőtlen tendencia időlegesen megfordult. A nyugat-európai és az amerikai piacok lassan megnyugodtak (a Dow Jones index november 28. és december 4. között 255 ponttal emelkedett), december 3-án Csernomirgyin miniszterelnök kijelentette, hogy a kormány és a központi bank „teljességgel kézben tartja az orosz pénz- és értékpiacon helyzet alakulását”. A külföldi befektetési alapok az első pánik elmúltával ismét elkezdték növelni vásárlásaikat, részben a szokásos év végi zárás keretében, részben pedig megkísérelték alacsonyabb áron visszavásárolni a drágábban eladott orosz vállalati részvényeket is. Ennek eredményeként 1998 január elejére az RTS-index ismét 400 pont fölé emelkedett.

Az igazi bajok azonban csak ezután kezdődtek. A Standart & Poor's 1997 decemberében Oroszország hitelbesorolásának romlását prognosztizálta. 1998 januárjában az OPEC-tagországok átlagosan 10 százalékkal növelték kőolaj-kitermelési kvótáikat. 1998. január 1-jén, az eredeti terveknek megfelelően, három nulla levágásával megtörtént a rubel denominálása, s ezt követően a kormány deklarálta, hogy minden eszközzel igyekszik fenntartani az 1 dollár = 6 rubel árfolyamot – a későbbiekben ez végzetesnek bizonyult.

1998 január első napjaiban olyan hírek láttak napvilágot az orosz sajtóban, hogy a külföldi befektetési alapok év végi vásárlásai nemcsak az 1997. szeptemberi, illetve júniusi mértéktől, hanem az azoknál is kisebb várakozásoktól is elmaradtak. Január első felében az orosz tömegtájékoztató eszközök bő terjedelemben foglalkoztak az orosz adóködex soron lévő tervezetével, amely az értékpapír-műveleteket is új adókkal sújtotta volna.

Január 23-án a brit sajtóban több cikk is a frissen denominált rubel elkerülhetetlen leértékeléséről adott hírt, ugyanezen a napon, január 23-án a kőolaj világpiaci ára az azt megelőző 45 hónap legalacsonyabb szintjére esett vissza. Mindezek hatására valóságos pánik tört ki a tőzsdén, s még aznap az RTS-index 300 pont alá esett.

Válaszlépésként az orosz jegybank január 30-án 36-ról 42 százalékra emelte a refinanszírozási kamatlábát. Ennek hatására a részvényárfolyamok előbb stabilizálódtak, majd növekedésnek indultak, míg az állampapírok hozama valamelyest visszaesett.

Ezzel szinte egyidejűleg február 3-án a Moody's, február 12-én pedig a Fitch IBCA

jelezte, hogy csökkenteni készül a hosszú lejáratú orosz államkötvények minősítését. A helyzet bizonytalan voltát mutatja, hogy a Thomson Bank Watch viszont február 6-án megerősítette Oroszország *B+* besorolását, február 17-én pedig az előzetes terveknek megfelelően megkezdődött a Rosztelekom részvényeinek kereskedelme a New York-i tőzsdén, s szintén terv szerint, február 20-án az IMF igazgatótanácsa a soron lévő hitelrészlet átutalása mellett döntött. Az orosz jegybank, reagálva a „kedvező fejleményekre” a refinanszírozási kamatlábat február 13-án 42 százalékról 39 százalékra, majd február 27-én 36 százalékra csökkentette. A дума március 4-én negyedik olvasatban véglegesen jóváhagyta az 1998. évi költségvetést.

A tőzsdei árfolyamok lassan emelkedtek, amihez hozzájárult, hogy a Fitch IBCA elemzői „meggondolták magukat”, s megerősítették Oroszország *BB+* besorolását. A növekedési várakozásokat némiképp beárnyékolta, hogy a posztszovjet térség iránt nagyobb fenntartásokkal viseltető Moody's március 11-én az ország hitelminősítését *Ba2*-ről *Ba3*-ra rontotta. Március 20-án bejelentették a Rosznyefty részvényeinek árverésen történő értékesítését, ami szintén stabilizálólag hatott a piacra. Február végétől március 23-ig a Dow Jones index és az RTS-index ismét együtt mozgott.

1998. március 23-án a tőzsdei hangulat- és árfolyamhullámzásra valószínűleg érzéketlen és a helyzet súlyosságát láthatólag alábecsülő Jelcin felmentette a már több mint öt éve hivatalban lévő Csernomirgyin-kormányt. A Kirijenko-kormány hivatalba lépéséig terjedő egy hónapos interregnum alatt a tőzsdei árfolyamok kisebb kilengésekkel stagnáltak. A meggyőződéses monetaristaként ismert ifjú kormányfő hivatalba lépését követően rövid néhány napos növekedés kezdődött, amit megtört az 1998. április végén kirobbant indonéz válság.

A májusi munkaszüneti napokat követően olyan esés kezdődött a tőzsdén, amit már nem lehetett megállítani. Május 8-án felügyeleti biztost neveztek ki az egyik legnagyobb orosz magánbank, a Tokobank élére, ezzel szinte párhuzamosan az дума sikerrel leküzdötte az elnöki vétót, s törvényt fogadott el, amelyben 25 százalékban korlátozta a legnagyobb orosz áramszolgáltatónak, az 1996 második féléve–1997. év tőzsdei sikervállalatainak, az EESZ Roszszijinak külföldi tulajdonhányadát. Az orosz és a nyugati szaksajtó egybehangzó vélekedése szerint a külföldiek tulajdonhányada a cégben 1998 májusában jóval meghaladta a 25 százalékot, s félve a következményektől, azonnal pánikszerű eladások kezdődtek. Az RTS-index zuhanni kezdett, s hosszú hónapok után először, május 27-én 200 pont alá esett (RTS-index = 187,23).

Ezzel párhuzamosan mind a Moody's, mind a Fitch IBCA rontotta az orosz bankok hitelbesorolását, s végül a sokáig kitartó Standart & Poor's június 9-én *BB-* -ről *B+* -ra mérsékelte a rövid lejáratú államadósságok besorolását. Május–június folyamán valamennyi orosz blue chip besorolása *BB-* -ről szintén *B+* -ra változott.

Addig, amíg 1998 első hónapjaiban a makrogazdasági mutatók szerény mértékű javulása folytatódott, márciustól–áprilistól a romló pénzügyi helyzet hatása már jelentkezett a reálgazdaságban is. A kőolajipari cégek helyzetének megrendülésével drámai módon csökkent a költségvetés adóbevétele (7. táblázat).

A Kirijenko-kormány intézkedései hatástalanok maradtak. Két lényeges kérdésben ugyanis nem történt elmozdulás. A kormány tovább védte a nemzeti valuta árfolyamát, amely 1998 nyarára oly mértékben túlértékeltté vált, hogy „mentése” jóval meghaladta volna az ország lehetőségeit, illetve a szavakon kívül semmilyen lényeges intézkedés nem történt a külföldi befektetők megrendült bizalmának helyreállítására.

A következmények azonnal jelentkeztek. Hiába szöktek az égis a kincstárjegyek kamatai május–júliusban (évi 40 százalékról előbb 100, majd 200 százalékra), a befektetők már nem a részvénytőzsdéről kivont pénzek kötvénypiacon történő felhasználásával, hanem az investíciók kivonásával válaszoltak. A bizalom teljesen elveszett, s már semmilyen kamatigérvények nem tudták a befektetőket visszatéríteni.

7. táblázat
Kőolajexportőrök adóbefizetései, 1998. január–június
(millió dollár)

Vállalat	Tervezett adóbefizetés	Tényleges adóbefizetés
Lukoil	672	24,3
Szidanko	740	2,2
Onako	215	0,5
Szlavnyefty	341	3,8

Forrás: Kőolajexportőrök... [1998].

Az állami bevételek, valamint a valutatartalékok folyamatosan apadtak, a rubel helyzete 1998 nyarán többször is megrendült, a Kirijenko-kabinet intenzív, s akkor még sikeresnek tűnő tárgyalásokat folytatott az IMF-fel egy újabb, több mint 20 milliárd dollár értékű hitel odaítéléséről. A hitel első, mintegy 4 milliárd dolláros részletét 1998 júliusában átutalták. A központi bank a pénzt a megrendült kereskedelmi bankok helyzetének stabilizálására, így többek között már lejárt vagy a hamarosan lejáráó követeléseik kiegyenlítésére adta.

Az eredeti céllal ellentétes módon azonban a bankok a pénzen dollárt vásároltak, s azt általában külföldre menekítették. Az IMF-hitel tehát nem, hogy nem érte el a célját, hanem azzal épp ellentétes volt, mivel ahelyett, hogy megerősítette volna a gazdaság helyzetét, tovább rontotta a költségvetés pozícióit.

A helyzet tarthatatlanná vált, a keményvaluta-bevételek alacsony szinten mozogtak, a valutatartalékok kimerültek, a külföldi befektetők bizalma megrendült, a kincstárjegyek hatalmas kamatígérvényeinek beváltási határideje egyre közeledett, a rubel védelméhez elfogytak az eszközök. Ilyen körülmények között hirdette meg az orosz kormány az jegybankkal közösen 1998. augusztus 17-én rövid távú stabilizációt célzó intézkedéseit. Az oroszországi „Bokros-csomag” azonban amilyen gyengén és kapkodva volt előkészítve, olyan következetlenül lett bevezetve.

Az intézkedések két legfontosabb elemeként egyrészt új árfolyam-politikát hirdettek, ennek keretében kiszélesítették azt a sávot, amin belül a rubel lebeghetett, másrészt pedig három hónapos moratóriumot jelentettek be a „pénzügyi befektetések kapcsán keletkezett kötelezettségek” törlesztésére. Ma már látható, hogy adott formájában mindkét intézkedés hibás volt, így eredeti célját nem érte el. A témánk szempontjából fontos tőzsdei árfolyam azonnal zuhanni kezdett, rövid néhány nap alatt visszaesett előbb az 1996. évi, majd az 1995. évi szintre, a forgalom minimálisra csökkent. Az augusztusi 244 millió dolláros forgalom után szeptemberre alig 28 millió dollár, míg októberben 45 millió dollár értékű részvény cserélt gazdát az orosz tőzsdén.

A moszkvai és a budapesti tőzsde kapcsolata az orosz tőzsdei válság időszakában

A magyar és az orosz tőzsde kölcsönkapcsolatát 1998. január–október időszakra, három periódusra osztva vizsgáljuk. 1998. január–április vége között a magyar tőzsde csekély ütemben növekedett, míg az orosz tőzsde – ahogy már bemutattuk – az 1998. januári zuhanást követően lassan stabilizálódott. 1998. május elején megkezdődött a moszkvai tőzsde zuhanása, s végül 1998 október végére az orosz tőzsde a korábbi maximum értékének kevesebb mint egytizedén stabilizálódott. A magyar tőzsde reakciója ebben az

időszakban a moszkvai eseményekkel szoros összhangban volt. 1998 októberét követően a moszkvai tőzsdeindex érdemben nem változott, míg a magyar tőzsdén lassú növekedés kezdődött. A BUX-index alakulását a 3. ábra mutatja.

3. ábra

A BUX-index alakulása, 1998. január–1999. november



Forrás: BÉT.

1998. január–április

1998 első hónapjaiban a világ tőzsdéi, különösen a meghatározó amerikai értékpapírpiacon jelentős növekedést produkáltak, a budapesti tőzsde a januári bizonytalankodást követően a nyugati értékpapírpiaconál szerényebb mértékű növekedést felmutatva április 23-án 9016 ponton érte el a maximumát, majd az indonéziai eseményekkel párhuzamosan csökkent, s 8552 ponton fejezte be a hónapot.

A két tőzsde szoros együttmozgását az adott időszakban közvetett módon több tényező is bizonyítja.

- 1998. január és április között a két tőzsdeindex alakulásának jellemzői igen közel álltak egymáshoz: januári jelentős csökkenés, körülbelül három hónapos enyhe növekedés, illetve stagnálás, április végi zuhanás.

- 1998 első hónapjaiban a nyugat-európai és az amerikai tőzsde növekedett, a magyar gazdaság stabil eredményeket produkált, ennek ellenére a budapesti tőzsdeindex csupán csekély mértékben emelkedett.

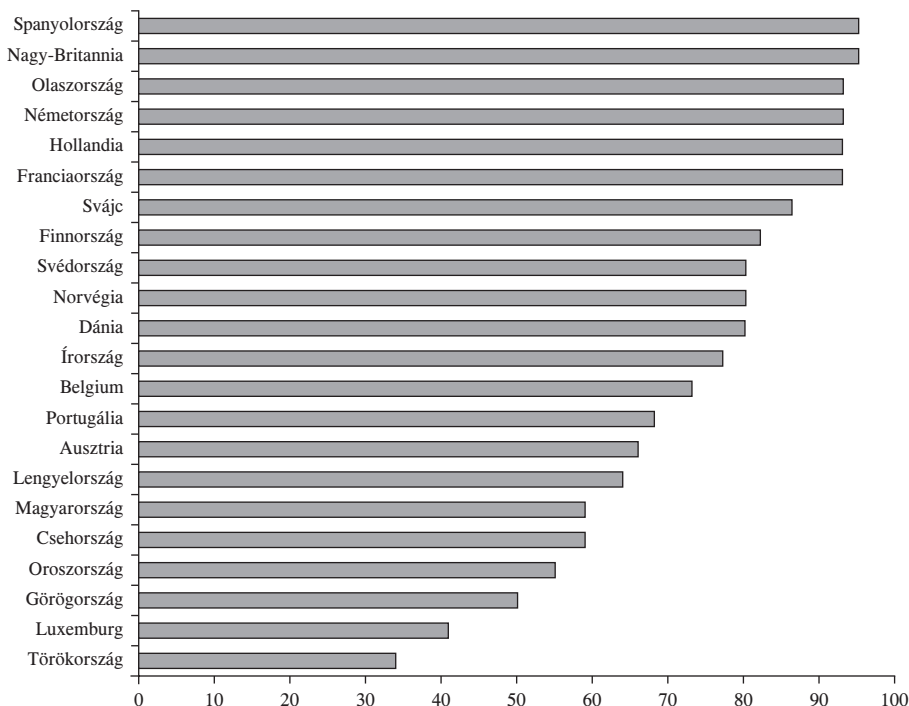
- A két tőzsde együttmozgására valamelyest választ adhat az amerikai befektetési alapok világszerte tapasztalható üzletpolitikája.

A 4. ábrában lévő számok azt jelzik, hogy az amerikai befektetési alapok hány százaléka fektet be az adott országban: például az alapok 95 százaléka jelen volt Angliában és alig 34 százaléka Törökországban. Az 1998. évi adatok alapján az alapok 64 százaléka fektetett be Lengyelországban, 59 százaléka Csehországban és Magyarországon, illetve 55 százaléka Oroszországban.

Ha elfogadjuk, hogy az alapok a befektetésről szóló döntések esetén komplex módon mérlegelnek, azaz messzemenően figyelembe vesznek minden komponenst az elérhető haszontól a kockázaton át egészen a menedzsment színvonaláig, akkor arra a következtetésre jutunk, hogy Oroszország az 1998. év egészében alig volt kedvezőtlenebb befekté-

4. ábra

Az amerikai alapok európai befektetéseinek megoszlása



Forrás: *Először nézd...* [1999].

tési célpont, mint a három visegrádi ország. Ez azt is jelzi, hogy az alapok döntéseik során valószínűleg mindegyik ország esetében a különböző kritériumok mérlegelésekor közel hasonló végeredményre jutottak, s ez némi magyarázatot adhat a budapesti és a moszkvai tőzsdeindex között megfigyelhető viszonylag szoros korrelációra.

1998. május–október

1998. május elején a moszkvai tőzsde indexe drámai módon zuhanni kezdett, s alig néhány nap alatt az 1997. szeptember végi csúcshoz képest több mint 60 százalékot esett. Az RTS-index katasztrofális alakulása azonnal éreztette hatását Budapesten is. A budapesti tőzsdeindex napok alatt 7000 pontra esett, majd korrekciót követően egészen augusztus közepéig 8000 pont közelében stabilizálódott. Az augusztus 17-i oroszországi pénzügyi válság kirobbanását követően a budapesti tőzsdeindex gyors ütemben süllyedni kezdett, s végül szeptember folyamán a BUX értéke 4000 pont alá került. A magyar tőzsde viszonylagos stabilizációja októberben kezdődött meg.

A következőkben a Budapesti Értéktőzsde indexét alkotó néhány vállalat árfolyamalakulásán keresztül próbáljuk meg bemutatni a moszkvai tőzsde hatását a BUX-indexre.

A helyzet egyértelművé tételéhez a vállalatokat három csoportra osztjuk: 1. a BUX-ot alkotó, jelentős kapitalizációs szinttel jellemezhető, az orosz piacon erősen érdekelt, 2. az orosz piacon közepesen érdekelt, illetve 3. az orosz piacon gyakorlatilag nem érdekelt cégek. (Az orosz piaci érdekelttség meghatározásakor azt is figyelembe vettük, ha vala-

mely cég egy vagy több más szovjet utódállammal viszonylag rendszeres kapcsolatot tartott. Ezt a megközelítést az indokolja, hogy az orosz válság rövid néhány nap alatt végighullámozott a teljes posztsovjet térségen.) Kiindulópontnak a BUX-ot alkotó vállalati részvények 1998. április 30-i, BUX-kosárban elfoglalt súlyát tekintjük, azaz azon részvények árfolyamának alakulását figyeljük, amelyek ekkor legalább 2 százalékos súllyal szerepeltek.

Az orosz piacon erősen érdekelt vállalatok közé csupán a Molt, a Richtert, az Egist, a Graboplastot és az OTP-t soroljuk. A besorolás indokai közismertek. A Mol importálja Oroszországból gyakorlatilag teljes egészében az energiahordozókat, a magyar gyógyszeripar két zászlóshajója termékeinek jelentős részét egészen 1998 augusztusáig az orosz piacon értékesítette, a Graboplast 1994–1998 között többszörösére növelte oroszországi kivitelét, míg az OTP 1996–1998 között számottevő összegeket helyezett ki Oroszországba. Az OTP érintettségét jelzi, hogy 1998-ban a hitelintézetekkel szembeni követeléseken belül az orosz válság hatására a minősített állomány 0,7 százalékra ugrott. Az OTP 1998. január 9-én 70 millió dollár értékű rövid lejáratú export-előfinanszírozási megállapodást kötött a Jukosz Oil Corporation egyik szibériai társaságával, majd ennek visszafizetését követően már a válság kitörése után 12 millió dollár értékű újabb hitelt nyújtott, ezúttal is a Jukosz egyik moszkvai társaságának.

Az orosz piacon közepesen érdekelt cégek közé a következőket soroltuk: TVK, Borsodchem, Rába, Pick, Pannonplast. A TVK 1998. évi exportárbevétele 41,5 millió forint volt, amelyből az orosz válság által igencsak sújtott Közép-Kelet-Európa 11 százalékkal részesedett. A TVK orosz exportja nem számottevő (évi néhány millió dollárra tehető), ezzel együtt a vállalat az vizsgált időszakban rendelkezett önálló moszkvai irodával.

A Borsodchem 1998-ban 51,2 milliárd forint értékű exportot teljesített, a kivitel az összárbevétel körülbelül 73 százalékát volt. Közép-Kelet-Európa adta az exportértékesítés 33 százalékát. Bár a vállalat számára Oroszország csupán periférikus piacnak tekinthető, a felhasznált alapanyagokat tekintve a cég mégis kötődik az orosz (FÁK-) piachoz.

A Rába FÁK-piaci exportja az elmúlt időszakban 5-10 millió dollár/év körül alakult, ami önmagában nem túl jelentős tétel, ugyanakkor az Ikarus-megrendelések visszaesése közvetett módon erősen érintette a céget is. Az orosz piac jelentőségét jól mutatja, hogy a cég 1998. negyedik negyedévi gyorsjelentése megállapítja „a Rába felkészült és folyamatosan felkészül arra, hogy a régió konszolidációjával értékesítési lehetőségeit bővítse”.

A Pick Szeged Rt. gazdálkodását is érzékelhetően érintette az orosz válság: „augusztus végétől hosszabb időre megbénult a kiszállítás... A kiszállítások időszakos leállása a csoport húsexportjánál, illetve a Ringa készítmény exportjánál jelentkezett...” (Kibocsátói gyorsjelentés, 1998. negyedik negyedév).

A Pannonplast 1998. évi árbevétele 17,7 milliárd forint, ebből az export részaránya 37 százalék. A cég Oroszországot nem meghatározó, de fontos piacának tekinti, amit az is bizonyít, hogy 1998-ban – csakúgy, mint jelenleg – önálló irodát tartott fenn Moszkvában, részt vett számos, a térséggel foglalkozó rendezvényen, orosz nyelvű termékkatalógust jelentett meg stb.

Az orosz piacon nem érdekelt cégek közé a Matávot, a Mezőgépet, a Danubiust és a Zalakerámiát soroljuk. A Matáv – a nemzetközi távhívásokon kívül – semmilyen kapcsolatban nem áll Oroszországgal.

A Mezőgép árbevételében az export mintegy 88 százalékos részaránnyal szerepelt, azonban a kivitelben belül elsősorban Nyugat-Európa és Észak-Amerika dominált. Más európai országokba az összexport alig 2,5 százaléka került. A FÁK-térségbe közvetlenül évi néhány darab felújított autóbusz, közvetett módon pedig egyes nyugat-európai és észak-amerikai vevők által megrendelt alkatrészt szállítottak.

A Danubius szállodáiba látogató vendégek körében 1998-ban a külföldiek aránya csaknem 84 százalék volt. Legtöbbször Németországból (23,2 százalék), az Egyesült Államokból (9,4 százalék), Ausztriából (9,1 százalék), Olaszországból (6,4 százalék) és az Egyesült Királyságból (6,1 százalék) érkeztek. A FÁK-térségből érkezett vendégek részaránya nem számottevő, a Kibocsátói gyorsjelentés az orosz válságot mint eredménycsökkentő tényezőt nem említi.

A Zalakerámia exportja az összes értékesítés 22,2 százalékát adta 1998-ban, s a vállalat negyedik negyedévi gyorsjelentése szerint „az oroszországi értékesítés jelentéktelen mértékű volt”.

A következőkben a fenti felosztásnak megfelelően nézzük meg a vizsgálatba bevont cégek súlyarányát a BUX-kosárban. A 8. táblázat jelzi, hogy az orosz piacon erősen érdekelt cégek a BUX-kosár súlyának több mint 50 százalékát adták.

8. táblázat

Az orosz piacon érdekelt, BUX-kosárban lévő magyar tőzsdei nagyvállalatok
(1998. április 30-i helyzet)

Vállalat	Súlyarány a BUX-kosárban (százalék)
<i>Az orosz piacon erősen érdekelt</i>	
Richter Gedeon	15,21
Mol	14,57
OTP	14,09
Egis	5,46
Graboplast	2,66
<i>Az orosz piacon közepesen érdekelt</i>	
TVK	7,34
Borsodchem	5,12
Rába	3,08
Pick	2,55
Pannonplast	2,33
<i>Az orosz piacon nem vagy csekély mértékben érdekelt</i>	
Matáv	14,64
Mezőgép	2,78
Danubius	2,63
Zalakerámia	2,03

Forrás: Budapesti Értéktőzsde havi jelentése, 1998. április

A magyar tőzsde mélyrepülése 1998 májusában kezdődött. A következőkben megvizsgáljuk, hogy az orosz piacon erősen érdekelt, közepesen érdekelt, illetve nem érdekelt vállalatok részvényei miként reagáltak a válság kirobbanására. Ehhez megnézzük az adott vállalatok részvényárfolyamainak májusi alakulását.

A 9. táblázat felső blokkja világosan jelzi a tendenciát: az orosz piacon erősen érdekelt valamennyi cég – az egyetlen OTP Rt. kivételével – a BUX-index esésénél lényegesen nagyobb árfolyam-veszteséget szenvedett el. A 9. táblázat középső blokkja azt mutatja, hogy az orosz piacon közepesen érdekelt, de Oroszországgal többé-kevésbé rendszeres kapcsolatot tartó vállalatok részvényeinek árfolyama a BUX-kosarat meghaladó mértékben csökkent.

Az orosz piacon egyáltalán nem érdekelt Matáv árfolyama az orosz tőzsdei válság kirobbanására szinte egyáltalán nem reagált, míg a Danubius és a Mezőgép árfolyama jobban tartotta magát, mint a BUX, egyedül a Zalakerámia árfolyama esett a BUX-nál erősebben.

9. táblázat
1998. májusi árfolyamváltozás

Megnevezés	Hó végi záróárváltozás (százalék)
A BUX index változása	-17,48
<i>Az orosz piacon erősen érdekelt vállalatok</i>	
Richter Gedeon	-20,35
Mol	-23,63
OTP	-9,20
Egis	-28,19
Graboplast	-33,75
<i>Az orosz piacon közepesen érdekelt vállalatok</i>	
TVK	-28,78
Borsodchem	-25,40
Rába	-24,39
Pick	-18,46
Pannonplast	-19,55
<i>Az orosz piacon kevésbé érdekelt vállalatok</i>	
Matáv	-0,97
Mezőgép	-12,73
Danubius	-14,94
Zalakerámia	-29,25

Forrás: Budapesti Értéktőzsde havi jelentése, 1998. május.

A következőkben megvizsgáljuk a vizsgált vállalatok áprilisi és októberi záróárfolyamát. A megközelítést elsősorban az indokolja, hogy a szóban forgó időszakban több fontos esemény is történt:

- augusztus 17-én kitört az orosz pénzügyi válság, s az orosz piaci exportban érdekelt cégek szinte azonnal súlyos helyzetbe kerültek;
- október végére a befektetők lehiggadtak, nagyjából világossá vált, hogy Magyarországot, illetve ezen belül a tőzsdei nagyvállalatokat milyen mértékben érintik a világban és Oroszországban tapasztalható pénzügyi válságjelenségek.

A 10. táblázat felső blokkja jelzi, hogy az orosz piacon erőteljesen érdekelt cégek túlnyomó többsége az átlagnál lényegesen többet veszített értékéből. Ezek közül is az oroszországi exportban kiemelten érdekelt három tőzsdei nagyvállalat: a Richter Gedeon, az Egis, a Graboplast drasztikus árfolyamvesztésedet szenvedett.

A Mol szereplése különleges. A befektetők valószínűsíthetően rövid – néhány napos, hetes – bizonytalankodás után érzékelték azt, hogy az oroszországi energiahordozó-szállítások zavartalanul folytatódnak, és így a Mol gazdálkodását a válság közvetlenül nem érintette negatívan, így a május végi árfolyam gyakorlatilag megegyezett az október végével. Az OTP esetében október végére világossá vált, a bank nem kényszerül céltartalékai növelésére, továbbá az orosz bankok jelentős része, amennyiben erre volt fizikai lehetősége, igyekezett törleszteni hiteleit, valószínűsíthetően ez is hozzájárult ahhoz, hogy az OTP-papírok október végére megerősödtek.

10. táblázat
1998. áprilisi és októberi árfolyamváltozás

Megnevezés	Áprilisi záróárfolyam	Októberi záróárfolyam	Változás (százalék)
BUX index	8 552	5312	-37,9
<i>Az orosz piacon erősen érdekelt vállalatok</i>			
Richter Gedeon	22 600	7140	-68,4
Mol	6 410	4850	-24,3
OTP	10 000	7695	-23,0
Egis	11 000	3970	-63,9
Graboplast	8 000	1530	-80,9
<i>Az orosz piacon közepesen érdekelt vállalatok</i>			
TVK	4 795	2805	-41,5
Borsodchem	7 875	5350	-22,1
Rába	3 300	1680	-49,0
Pick	13 000	9000	-30,8
Pannonplast	8 950	6700	-25,1
<i>Az orosz piacon kevésbé érdekelt vállalatok</i>			
Matáv	1 232	1234	+1,6
Mezőgép	5 500	3145	-42,8
Danubius	5 155	3500	-32,1
Zalakerámia	10 600	2930	-72,4

Forrás: Budapesti Értéktőzsde havi jelentései, 1998. április, október.

Az orosz piacon közepesen érdekelt nagyvállalatok vegyesen szerepeltek, míg a piac-hoz gyakorlatilag nem kötődő cégek közül a Matáv érdemel külön figyelmet, amely az általános visszaesés körülményei között még szerény növekedést is produkált.

1998. november–december

Az 1. ábra tanúsága szerint a moszkvai tőzsde októbertől kezdve rendkívül alacsony szint (50 pont) közelében stagnált, ugyanakkor a budapesti tőzsdén lassú emelkedés kezdődött. Véleményünk szerint a jelenség oka kettős.

A nagybefektetők október végére megnyugodtak, s a jelek szerint az oroszországi válság magyarországi hatását a magyar–orosz forgalomnak megfelelő mértékben és módon vették figyelembe döntéseiknél. 1998. november elejére világossá vált, hogy az orosz piacon erősen érdekelt vállalatok kivételével a többi magyar cég gazdálkodása érdemben nem módosult az orosz válság hatására. Sőt, a válságban erősen érintett cégek – az egyetlen Graboplast kivételével (ennek okai meghaladják jelen tanulmány kereteit) – sokkal jobban szerepeltek, az új feltételekhez rugalmasabban alkalmazkodtak, mint ami az általános s ennek részeként a tőzsdei várakozások szerint augusztusban várható volt.

1998-ban a megelőző évekhez képest kevesebb külföldi működőtőke érkezett Magyarországra, illetve a korábbiakhoz képest megnőtt a multinacionális cégek által repatriált profit volumene is. Az természetesen vitatható, milyen összefüggés van az említett kedvezőtlen jelenségek és a Budapesti Értéktőzsde megingása között, az viszont kétségteljesen, hogy a frissen hivatalba lépett kormány 1998. augusztusi válsággal kapcsolatos nyilatkozatai nem voltak a legszerencsésebbek. Az augusztusi–szeptemberi kormánynyilatkozatok elsősorban arra helyezték a hangsúlyt, hogy Oroszország részará-

nya a magyar exportban alig 4-5 százalék, a magyar gazdaság már levált a posztszovjet térségről, Magyarországot a krízis érdemben nem érinti.

A tények azonban azt mutatják, hogy függetlenül Oroszország ténylegesen csekély szerepétől a magyar kivitelben, a budapesti tőzsde éllovasai közül – az egyetlen Matáv kivételével – minden meghatározó cég többé vagy kevésbé kapcsolódott Oroszországhoz. Ebben a helyzetben valószínűleg a 4 százalékos exportarány hangoztatása mellett (helyett?) arra kellett volna helyezni a hangsúlyt, hogy a kormány a „kialakult helyzetben minden tőle telhetőt megtesz az orosz válság Magyarországot érintő hatásainak enyhítésére, mivel tudja, hogy az orosz gazdaság megrendülése számos nagyvállalatot hozhat nehéz helyzetbe, s több ezer munkahely kerülhet veszélybe”.

Ez a megközelítés azt sugallhatta volna a külföldi befektetőknek, hogy az új magyar kormány tudatában van a helyzetnek, látja a lehetséges következményeket, s lehetőségeihez mérten – legalább erkölcsileg – támogatja a bajba jutott cégeket, amelyek – nem mellékesen – a magyar tőzsde éllovasai. Egy ilyen fellépés talán csökkenthette volna a pánikot, de mindenképpen növelte volna a külföldi befektetők biztonságérzetét.

Élet a halál után

1998 augusztusában, a válság kirobbanásával párhuzamosan az RTS-index szinte azonnal 100 pont alá esett, a kül- és belföldi befektetők minden érdeklődésüket elvesztették az orosz vállalati részvények iránt. A helyzetet hüén jellemzi, hogy 1998. szeptember és 1999. január között, tehát öt hónap alatt az orosz részvénypiac összesített forgalma nem sokkal haladta meg a 200 millió dollárt. Október hónapban az RTS-index történelmi mélypontot produkálva, alig 37 pontos szintre zuhant. Az 1998. évet 59,4 pontos értéken fejezte be, ami alacsonyabb, mint az 1995. évi induláskori érték.

1999-ben azonban az RTS-index január és augusztus között folyamatosan nőtt, s az emelkedést tekintve a moszkvai értéktőzsde ismét a világ élvonalába került. Ezt a *11. táblázat* adatai is bizonyítják.

11. táblázat

Néhány értéktőzsde árfolyam-emelkedése
(1999. január–június)

Ország	Árfolyam-emelkedés (százalék)
Oroszország	72,7
Dél-Korea	56,1
Brazília	46,7
Görögország	44,8
Mexikó	40,0
Japán	30,0
Hongkong	28,5
Lengyelország	25,5
Izrael	22,4
Egyesült Államok	19,5
Csehország	19,1
Egyesült Királyság	6,2
Magyarország	2,8

A hatalmas árfolyam-emelkedés azonban egyáltalán nem jelentette a „régí szép idők” visszatértét. Bár a forgalom volumene jelentős mértékben megnőtt 1999. február és november között, azonban az 1997. évi csúcserőtekek alig egyharmadát tudta csak megközelíteni, ami napi 15-20 millió dollárt jelent, s ez a Budapesti Értéktőzsde átlagos forgalmánál lényegesen alacsonyabb.

A jelentős árfolyam-emelkedés, illetve ezzel párhuzamosan a viszonylag szerény volumenek mögött egymással szöges ellentétben lévő tényezők húzódnak meg. Az orosz tőzsde valódi fellendülése elképzelhetetlen a külföldi befektetők bizalmának legalábbis részleges visszanyerése nélkül. Az orosz kormány azonban, bár saját szempontjából sikeres, de véleményünk szerint mindenképpen rövid távra szóló, szűk látókörű taktikát követett a külföldi hitelezői csoporttal folytatott tárgyalásain. A „kifárasztásos módszer” végül is látszólag sikerre vezetett, s az orosz állampapírokat birtokló nyugati nagybankok többsége elfogadta a visszafizetésre tett orosz javaslatot, amelyet a nyugati szaksajtó egy része sommásan konfiskálásnak tart.

Ezzel együtt 1998 szeptembere és 1999 novembere között az orosz gazdaság állapota a pesszimista várakozásokkal ellentétben viszonylag jól alakult. A következőkben felsorolásszerűen szólunk mindazon tényezőkről, amelyek 2000-ben (valószínűsíthetően csak az év második felétől kezdve) egy tényleges fellendülés alapjai lehetnek.

A 12. táblázat adatai azt mutatják, hogy az 1998. szeptemberi mélypontot követően az ipari termelés már októbertől kezdve hónapról hónapra nőtt.

12. táblázat

Az ipari termelés alakulása
(a megelőző hónaphoz képest, százalék)

Időpont	Növekedés
1998. szeptember = 100	-
1998. október	+4
1998. november	+3
1998. december	+2
1999. január	+2
1999. február	+1
1999. március	+1

Forrás: *The Russian Bear ...* [1999].

Az ipari termelés 1999. márciustól, míg a mezőgazdasági júliustól kezdve meghaladja az 1998. év adott hónapjának szintjét (13. táblázat).

A rubel 1998. augusztus és december között elvesztette értékének körülbelül 75 százalékát (augusztus 1.: 1 dollár = 6 rubel; december 31.: 1 dollár = 20 rubel), ez viszont rendkívüli mértékben megnövelte az orosz vállalatok versenyképességét, s drámai módon javította az export hatékonyságát. A versenyképesség növekedése ugyanakkor a vállalatokat a befektetések szinten tartására, majd szerény növelésére ösztönözte. Addig, amíg a lakossági jövedelmek 1999 áprilisában a megelőző év áprilisához képest 20 százalékkal csökkentek, a vállalati befektetések alig 1,6 százalékkal mérséklődtek, s júliustól kezdve már a befektetések növekedése figyelhető meg.

Ahogy az 4. táblázat mutatja, az orosz exporton belül az energiahordozók közel 50 százalékos részaránnyal szerepelnek. A kőolaj világpiaci ára 1999 januárja és novembere között mintegy 2,5-szörösére nőtt, ami az állam devizabevételeit, a költségvetés pozícióját, valamint a vállalatok nyereségességét is javította.

13. táblázat

Az ipari és a mezőgazdasági termelés alakulása Oroszországban
(1999. március-október)

Hónap	Ipari termelés	Mezőgazdasági termelés
	a megelőző év azonos hónapjának százalékában	
Március	100,4	94,8
Április	100,6	96,9
Május	106,0	97,9
Június	109,0	97,8
Július	112,8	102,4
Augusztus	116,0	101,3
Szeptember	120,2	99,1
Október	110,3	105,2

Forrás: OF Központi Bank [1999].

14. táblázat

Az Orosz Föderáció költségvetésének 1999. első félévi végrehajtása
(a GDP százalékában)

Megnevezés	1998 első féléve	1999 első féléve	IMF-célkitűzés 1999-re
Bevételek	10,7	12,4	12,1
– ebből: adóbevétel	9,1	10,7	10,4
Kiadások	15,0	14,9	14,4
– nem kamat jellegű kiadások	9,6	10,5	10,1
– kamatjellegű kiadások	5,4	4,4	4,2
Elsődleges többlet	1,1	1,9	1,9
Hiány	-4,3	-2,4	-2,3

Forrás: Stanley–Witter [1999].

Jelentős mértékben javult a költségvetés végrehajtásának helyzete. Az 1999 első félévi adatokat a 14. táblázat mutatja.

Az IMF 1999 első félévében többségében elégedett volt az orosz kormány politikájával, s ennek eredményeképpen 600 millió dollár értékű kölcsönről született döntés.

Bár Oroszországban az év során már aktív választási kampány folyt, s mind a decemberi parlamenti választás, mind a 2000. évi elnökválasztás résztvevői felsorakoztak a „startvonalnál”, s egyik botrány követte a másikat, a belpolitikai helyzet azonban összességében stabil maradt. Eltérően 1995–1996-tól, a soron következő választásoknak ma már elsősorban nem az a tétje, hogy „a reformok folytatódnak vagy a kommunisták visszajönnek”, hanem sokkal inkább az, hogy a különböző centrista irányzatok közül melyik befolyása lesz mérvadó.

1999 augusztusáig úgy tűnt, hogy függetlenül a külföldi állampapír-tulajdonosokkal történő tárgyalások nem éppen civilizált módjától, mind a bel-, mind a külföldi befektetők bizalma lassan-lassan visszatért, s az orosz értékpapíri piac újabb komoly fellendülés előtt áll. A kedvező fejleményeket alig érintette Nyugat és Oroszország között a NATO koszovói szerepvállalása kapcsán kiéleződött ellentét.

Az 1999. őszi moszkvai robbantások, majd az azt követően elindított csecsenföldi hadjárat nagyban hűtötte a pozitív várakozásokat. Az összkapen nem változtat az sem,

hogy néhány hetes visszaesés-stagnálás után az RTS-index ismét növekedésnek indult, s 1999 novemberében stabilan 100 pont fölötti értéket mutatott, majd a centrista erők decemberi győzelmét, illetve Jelcin elnök szilveszteri lemondását követően 2000 januárjában az index megközelítette a 200 pontot. Ez az érték az 1998. májusi helyzetnek felel meg, tehát még a nagyarányú növekedés ellenére is több mint 60 százalékkal elmarad az 1997. októberi csúcstól.

Értékelve az 1997-es fellendülést, az 1998-as összeomlást, valamint az azt követő időszak eseményeit, megállapítható, hogy az oroszországi részvénytőzsvásár tényleges és tartós megerősödéséhez számos tényező egybeesésére van szükség. Ezek közül ma az tűnik a legfontosabbnak, hogy a parlamenti választásokon többségbe került centrista erők és a fölényes többséggel, már az első fordulóban megválasztott *Vladimir Putyin* hatékony intézkedésekkel, minél rövidebb idő alatt helyreállítsák a nemzetközi pénzvásár megrendült bizalmát. Ehhez sok egyéb mellett az is szükséges, hogy az orosz vezetés mihamarabb találjon civilizált megoldást a csecsen problémára.

A gazdaságban, szigorú költségvetési és monetáris politika mellett, féltetve a nemzeti büszkeséget, amely 1996–1998-ban a nemzeti valuta árfolyamának stabilizálására koncentrált, el kell kerülni a rubel felértékelődését. Az új orosz elnöknek a kormánnyal és az új orosz parlamenttel együttműködve fontos – rövid távon akár érzékeny veszteséget okozó – gesztusokat kell tenni a külföldi befektetők bizalmának visszanyerésére. Amennyiben mindezek teljesülnek, úgy az új „aranykor” sem kizárt, ha nem, a makrogazdasági mutatók javulása ellenére is folytatódhat a stagnálás.

Hivatkozások

- ALFA BANK [1999]: The Outlook for the Russian Market 1999-2000. Alfa Bank, banki kiadvány, augusztus, Moszkva.
- AZ OROSZ ÁLLAMPAPÍR... [1997]: Az orosz állampapírpiac. Kommerszant Rating, szeptember 2.
- BRK [1997]: Partfelmie Inveszticii. Bank Rosszijszkij Kredit, banki kiadvány, Moszkva.
- BRK [1998]: Rosszijszkij Finanszovij Rinok: Analiticeszkij Obzor. Bank Rosszijszkij Kredit, banki kiadvány, Moszkva.
- BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDE [1998–1999]: Havi jelentés, 1998. április, május, október, 1999. november.
- ELŐSZÖR NÉZD... [1999]: Először nézd a menedzsmenet! Népszabadság, február 8.
- GRF [1993]–[1998]: Sztatiszticeszkij Zbornyik, 1992–Sztatiszticeszkij Zbornyik, 1997. Goszkomsztat RF, Moszkva.
- GRF [1994]–[1999]: Rosszija v Cifrah, 1993–Rosszija v Cifrah, 1998, Goszkomsztat RF, Moszkva.
- KASIN, V.–SZIMONOV, V. (1997): Razvityie Inveszticionnoj Sztituacii Regionov Rosszii. Az Ekspertnij Insztitut kiadványa, Moszkva.
- KŐOLAJEXPORTŐRÖK... [1998]: Kőolajexportőrök adóbefizetései. Novoje Vremja, 52. sz.
- KÜLFÖLDI BEFEKTETÉSI TÁRSASÁGOK... [1997]: Külföldi befektetési társaságok Oroszországban. Kommerszant Rating, december 26.
- OF KÖZPONTI BANK [1999]: Vazsnyejsie Obscsie Ekonomicseszkie Pokazatyeli v 1999 godu. Honlap: <http://www.cbr.ru>
- RÉTHI SÁNDOR [1997]: Hogyan tovább orosz értékpapírpiac? Világgazdaság, október 31.
- RÉTHI SÁNDOR [1998]: Moszkva: tőzsdecsapások. Népszabadság, június 4.
- RKB [1998]: Russia's Equities Market: 1997. Annual Report, Rossijszkij Kredit Bank, banki kiadvány, Moszkva.
- RTS-RENDSZER [1999]: RTS-index statisztika, honlap: <http://www.rtsnet.ru>.
- RUSSIA: FOREIGN... [1998]: Russia: Foreign Economic Relations. All-Russia Market Research Institute, Moszkva.
- SACHS, G. [1999]: From Russia with Love: 10 Reasons to Buy. Russia Today, június 24.
- STANLEY, M.–WITTER, D. [1999]: Russian Strategy, Moszkva, szeptember.
- THE RUSSIAN BEAR... [1999]: The Russian Bear – Dead Bear Walking? Troika Dialog, Moszkva.