

„KORAÉRETT” FIATALOK: 15 ÉVESEK A RÉGIÓ TŐZSDÉI

BÉT elemzések, 2006. június

A Budapesti Értéktőzsde tavaly ünnepelhette újkori történetének 15 éves évfordulóját. A jubileum alkalmat adott a múltba való visszatekintésre, hogy felmérjük a megtett utat az államszocialista gazdasági rendszerből – ahol a tőzsdét „burzsoá csökevénynek” tekintették – egy működő tőkepiaccal és tőzsdével rendelkező piacgazdaságba. 2006-ban a Varsói Értéktőzsde ünnepeli 15 éves születésnapját és a jubileum pedig alkalmat teremt arra, hogy a régió két legfejlettebb tőzsdéjének eredményeit nem önmagában, hanem egymással párhuzamosan értékeljük.

Mielőtt azonban megvizsgálánk részletesebben azt a néhány faktort, amelyek alapvetően meghatározzák a tőzsdék sikerességét és fejlettségi fokát, elevenítsünk fel néhány izgalmas momentumot a Varsói Értéktőzsde születésének, és 15 éves fennállásának történetéből.

A kezdetek a Varsói Tőzsde számára sem voltak mentesek kisebb zökkenőktől, hiszen 50 éves szünet után kellett újraépíteni a börzét. Az 1817-ig visszanyúló hagyományok már nem bizonyultak elégséges támpontnak a tervezéskor és a vállalkozást „zöldmezős beruházásként” az alapoktól kellett kezdeni. Az értékpapírpiaç kialakításában francia tőzsdei és értéktári szakemberek nyújtottak nélkülözhetetlen segítséget: így sikerült 1991 áprilisában hivatalosan is részvénytársasági formában megalapítani a Varsói Értéktőzsdét. Az előkészületek tempóját mutatja, hogy a tőzsdeterem felújítása még javában tartott a kereskedés első napján. A festők éppen csak abbahagyták a kereskedés idejére a munkájukat, majd a zárást követően újra felállványozták a termet, hogy befejezzék munkájukat.

Az pedig a sors iróniájaként vagy történelmi elégtételként is felfogható, hogy a frissen megalakult Varsói Tőzsde az azt 50 évvel korábban bezáró Lengyel Egyesült Munkáspárt Központi Bizottságának az épületében kapott helyet, az első tőzsdei kötések pedig a Központi Bizottság korábbi tanácstermében születtek. Az első évben a tőzsdei árakat egy kölcsönbe kapott számítógépen kalkulálták, mivel még nem rendelkeztek saját komputerrel. 1992-ben megduplázták a kereskedés időtartamát, így keddenként és csütörtökönként is lehetett a tőzsdén kereskedni. Megjelentek a tőzsdei elemzők elődei, a „piaci kommentátorok”, akik azt elemezték: vajon kedden érdemes-e vásárolni és csütörtökön eladni, vagy épp fordítva.

A tőzsde Lengyelországban az első jelentős piaci hossz alkalmával került a média és a társadalom figyelmének középpontjába. Erre 1993-ban került sor, amikor a WIG - a Varsói Tőzsde irányadó indexe - egy év alatt 1095 százalékot erősödött, hatalmas befektetői érdeklődést keltve. Lengyel magánbefektetők tízezrei fektettek részvényekbe, az új bevezetések, privatizációk alkalmával pedig hatalmas sorok kígyóztak a sikeres részvény- jegyzés érdekében. A mindenkori rekordot a Bank Slaski részvényeinek nyilvános értékesítése tartja, amelyből nyolcszáz-ezren szerettek volna vásárolni.

A Varsói Tőzsde 1994-ben nőtte ki gyerekcipőjét: a Tőzsdék Világszövetsége (World Federation of Exchanges) felvette tagjai közé, továbbá ekkortól már a hét minden munkanap-

ján lehetett kereskedni a tőzsdei értékpapírokkal. Az elszámolóházi funkciókat ellátó intézményt szintén ebben az évben választották le a tőzsdéről. 1996-tól bevezették az 5 legnagyobb forgalmú papírra a folyamatos kereskedést és ekkor indult a Nemzeti Befektetési Alap program is, azzal a céllal, hogy az állami tulajdonú cégeket felkészítse a piacgazdaság működésére, a privatizációra, a cégek tőzsdei kibocsátására. A származékos piac 1998-ban indult, a befektetők a Varsói Tőzsde blue-chip indexére, a WIG20-ra szóló határidős kontraktusokkal kereskedhettek. A határidős termékek alkalmasak a tőzsdei ármozgásból fakadó kockázatok fedezésére, azonban a lengyel befektetők már korábban sem a kockázatkerülő magatartásról tettek tanúbizonyságot: ennek megfelelően a határidős piacot tőkeáttételes spekulációkra kezdték használni és így ez a piaci szegmens is dinamikus fejlődésnek indult.

A lengyel piac későbbi fejlődését pozitívan befolyásolta a nyugdíjrendszer 1999-es reformja, az ekkor létrehozott magán-nyugdíjpénztárak ugyanis folyamatosan bővülő keresletet biztosítottak a tőzsdén forgó részvények iránt. A piac további fejlődését az új elektronikus kereskedési rendszer bevezetésével alapozták meg. A rendszert - melyet számos fejlett tőkepiacon használnak, mint például Párizsban, Brüsszelben, Amszterdamban, Chichago-ban és Szingapúrban - a Párizsi Tőzsdétől vásárolta a lengyel börze.

2003-tól kezdődően - amikortól bizonyossá vált a 10 új tagállam felvétele az Európai Unióba - a régiós tőzsdék eddigi leghosszabb emelkedő periódusa kezdődött meg, amit erősített a bizalom és likviditás visszatérése a részvénypiacokra globális szinten, illetve a régióba beáramló friss tőke. Ennek hatására a magánbefektetők is újra beleszerettek a tőzsdézésbe és ismét növekedett az értékpapírszámlák száma, valamint 2004-től európai szinten is kiemelkedő számban jöttek új cégek a Varsói Tőzsdére. 2003-ban megjelent az első külföldi cég is a Varsói Tőzsdén, a Bank Austria Credit Antstallt, 2005-ben pedig tőzsdetagga vált az első külföldi befektetési szolgáltató.

A lengyel tőzsde eseménydús 15 évének rövid története után vegyük sorra azokat a szempontokat, melyek alapján a varsói és budapesti tőzsdék sikerességét és fejlettségét megítélhetjük.

Kapitalizáció

A Budapesti Értéktőzsde részvénypiaci kapitalizációja 2005-ben elérte a 32,5 milliárd USD-t, ami jelentős 15,1%-os emelkedést jelent az előző évi értékhez képest. A Varsói Tőzsde kapitalizációja 93 milliárd USD volt 2005-ben, ami közel háromszorosa a budapestinek, azonban ez magyarázható a két ország méretének eltéréseivel, továbbá a lengyel GDP háromszorosa a magyar értéknek. A Varsói Tőzsde kapitalizációjának bővülése is jelentős, 30%-ot meghaladó mértékben nőtt egy év alatt. A Budapesti Értéktőzsde kapitalizációja a GDPszázalékában 2005-ben 30% fölé emelkedett – ez a közép-kelet-európai régióban kifejezetten magasnak mondható -, ami a magyar tőkepiac viszonylagos nagy súlyára utal. Lengyelországban ugyan ezen mutató értéke 2005-ben szintén elérte a 30%-ot, ami annak köszönhető, hogy az utóbbi években a tőzsde jóval a GDP növekedési üteme fölött gyarapodik. Az új papírok bevezetését illetően a közép-kelet-európai régióban a Varsói Tőzsde toronymagasan az élen állt 2005-ben: 2004-hez hasonlóan több mint 30 tőzsdei bevezetés történt és a bevezetett vállalatoknak csupán töredéke volt külföldi vállalat. A bevezetések magas száma részben a lengyel privatizációs folyamatokkal magyarázható. A másik kulcsfontosságú tényező e tekintetben a lengyel intézményi befektetők és elsősorban a nyugdíjpénztárak jelentős részvénykitettsége. Számszerűsítve ez azt jelenti, hogy a lengyel nyugdíjpénztárak portfóliójuk körülbelül 30%-át részvényekbe fektetik, ami a speciális befektetési korlátoknak köszönhetően szinte kizárólag a Varsói Tőzsdén jegyzett papírokra korlátozódik. Fontos még kiemelni, hogy bevezetések és kive-

zetések kapitalizációjának nettó egyenlege 2005-ben a Varsói Tőzsdén megközelítette a 9 milliárd USD-t. A Budapesti Értéktőzsdére 2004-ben 1 társaság részvényeit vezették be, míg a kivezetések száma 2004-ben 4 volt. 2005-ben 3 társaság távozott a Budapesti Értéktőzsde parkettjéről. Sajnálatos tény, hogy a bevezetésekkor, illetve a kivezetésekkor a nettó egyenleg - 70 millió USD körül alakult, amin némiképpen enyhíthet a GKM által létrehozott alap, amely a tőzsdeképes vállalatok tőzsdei megjelenésének könnyítését tűzte ki célul. A Budapesti Értéktőzsdén 2005-ben a 10 legnagyobb vállalat együttes kapitalizációja elérte a 95,5%-ot, ami jelentős koncentrációra utal. Ugyanezen ráta a lengyel tőkepiacot nézve már sokkal árnyaltabb képet mutat: a koncentráció mértéke csupán 65,1% volt.

Részvénypiaci forgalom

A részvénypiaci forgalmat illetően mindkét régióbeli tőzsde rendkívüli teljesítménnyel büszkélkedhet. 2004-ről 2005-re a Budapesti Értéktőzsde részvénypiacának éves forgalma 86%-kal 24 milliárd USD-ra, a Varsói Tőzsde forgalma pedig 87%-kal 30 milliárd USD-ra nőtt. Jelentő koncentrációt figyelhetünk meg a Budapesti Értéktőzsdén, ahol a tíz legnagyobb vállalat együttes forgalma 2005-ben elérte a részvénypiac forgalmának 96,2%-át. Ugyanezen érték a lengyel tőzsdén csupán 68% volt. Ez azt jelenti, hogy több nagy forgalmú papír forog a tőzsdén. A kapitalizáció forgási sebességében – amit a forgalom és a részvénypiaci kapitalizáció hányadosaként kapunk – is jelentős különbség mutatkozik a két régióbeli tőkepiac tekintetében. A Budapesti Értéktőzsdén a kapitalizáció forgási sebessége 2005-ben elérte a 74%-ot, míg ugyanez a Varsói Tőzsdén csupán 39% volt.

Derivatív piac

A kilencvenes évek közepén elinduló magyar, illetve lengyel derivatív piacok napjainkig látványos fejlődést értek el, bár a kereskedett termékek, illetve a piacok szerkezete látványos eltérést mutat. Egyrészt Magyarországon szélesebb a határidős termékpaletta, másrészt a magyar piacon a legnagyobb forgalmú termékek a határidős devizakontraktusok, míg Lengyelországban főként határidős részvényindex-termékben kereskednek.

Tagok

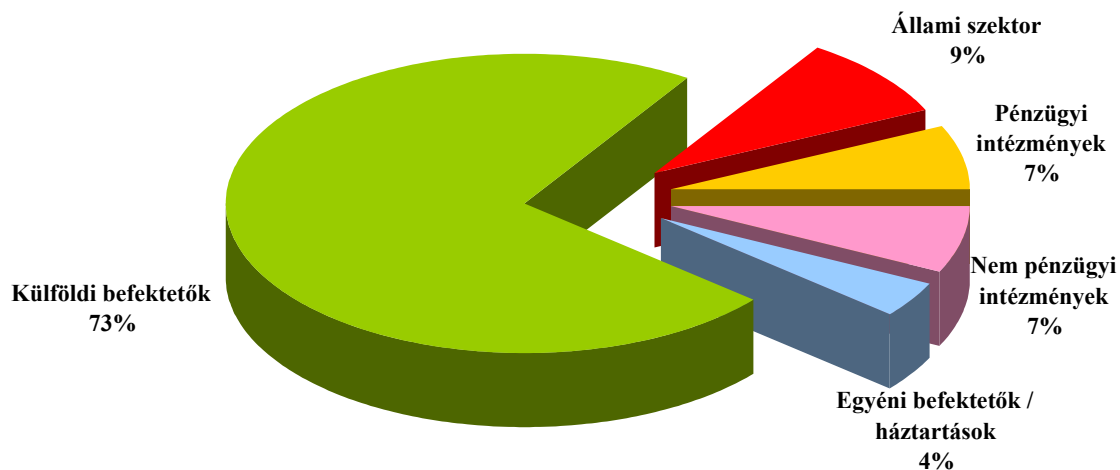
Az uniós csatlakozással Lengyelország és a lengyel tőkepiac is – a magyarhoz hasonlóan – végérvényesen a közös európai piac részévé vált. A csatlakozás azonban csak a jogi korlátok végső lebontását jelentette, hiszen az integráció az infrastruktúra, tagi, illetve a befektetők szempontjából már korábban megtörtént. A Budapesti Értéktőzsde tíz legnagyobb befektetési szolgáltatója a részvénypiaci forgalom több mint 90%-át generálja, ami a prágai koncentráció után a második legmagasabb érték a régióban. A BÉT forgalmának egyenként több mint 10%-át 6 bróker cég adta, a legnagyobb bróker cégek az Erste, a K&H Equities (KBC), a Concorde, az ING Bank, a Cashline, valamint a HVB. A Budapesti Értéktőzsde négy távkereskedője együttesen a forgalomnak csupán 5%-át generálta. A lengyel befektetési szolgáltatók szerkezete hasonló képet mutat a többi régióbeli országéhoz: itt is a külföldi bróker cégek dominálnak, a tíz legnagyobb a forgalom 88%-át generálja. Lengyelországban viszont nagy számban vannak jelen a távkereskedők: a legnagyobbak közül érdemes kiemelni a HVB-t, a Citigroupot, amelyek nem csupán távkereskedőként képviselnek jelentős súlyt a régióban. A statisztikákból az derül ki, hogy a távkereskedők forgalma mégsem számottevő. Ez annak köszönhető, hogy a forgalom, főleg az egyes nemzetközi bankok lengyel leányvállalatainak a kimutatásában csapódik le. A Varsói Tőzsde stratégiájának egyik fő elemeként szerepel a távkeres-

kedők számának további növelése, melytől a likviditás növekedését, illetve további külföldi befektetők és kibocsátók megjelenését várják.

Befektetők

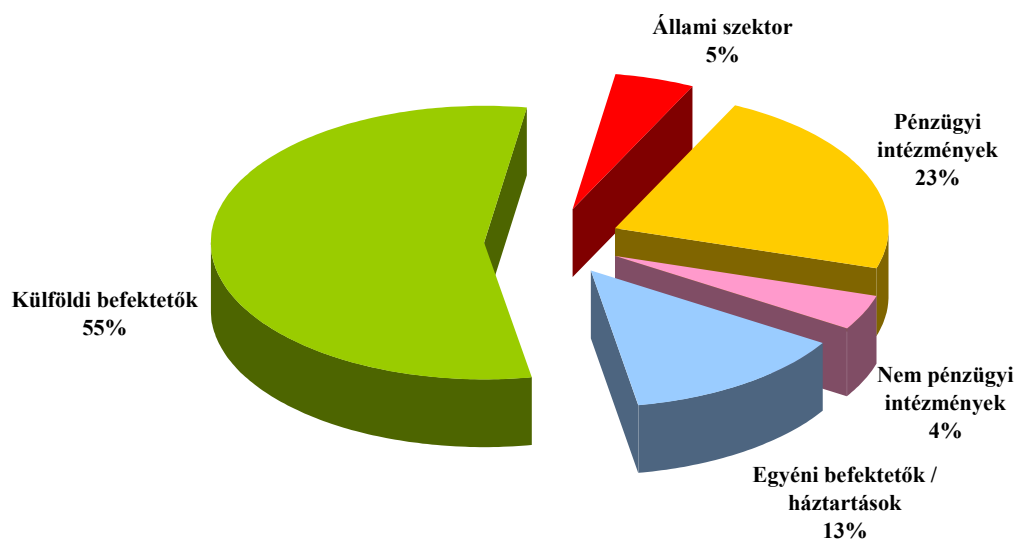
A Budapesti Értéktőzsdén kibocsátott részvényeknek jelentős – hasonlóan a többi régióbeli országhoz – 73%-át külföldi befektetők birtokolják. Rendkívüli elmaradás tapasztalható – és ezzel az utolsó helyre szorul a Budapesti Értéktőzsde – a hazai egyéni befektetők, illetve a háztartások részvénytulajdonosi arányában (4%). A kép jelentősen árnyaltabb és kedvezőbb Lengyelországban, ahol a részvények 55%-át birtokolják külföldiek, és az egyéni befektetők, illetve háztartások aránya eléri a 13%-ot. Mindez kedvező feltételeket is teremt a kisebb lengyel társaságok tőzsdei bevezetéséhez, hiszen ez a befektetői réteg megfelelő keresletet biztosít ennek a szegmensnek is. Lengyelországban az intézményi befektetők is jelentős szerepet játszanak a részvényt piacon: ezek elsősorban a nyugdíjpénztárak, amelyek portfóliójuk 30%-át tartják részvényekben. Ez az arány alacsonyabb a többi intézményi szegmens, a biztosítók és a befektetési alapok esetében.

Részvények tulajdonosi szerkezetének megoszlása: Magyarország



Forrás: WFE, 2003

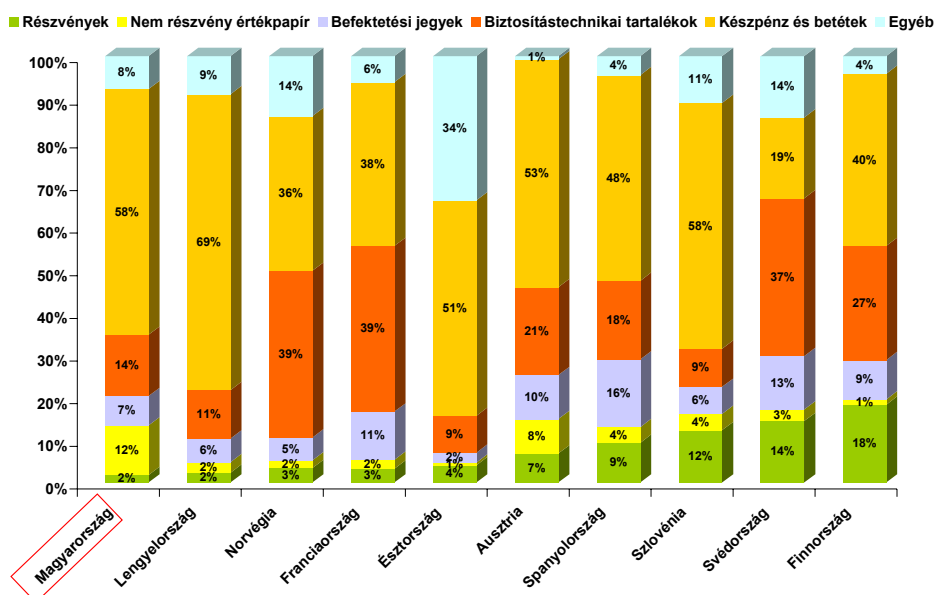
Részvények tulajdonosi szerkezetének megoszlása: Lengyelország



Forrás: WFE, 2003

A lakosság pénzügyi eszközeit vizsgálva jelentős elmaradás tapasztalható az összes középkelet-európai országban, különös tekintettel Magyarországon a fejlett piacgazdaságokhoz képest. Magyarországon és Lengyelországban is a lakosság megtakarításainak csupán 2%-át tartja részvényekben, továbbá a befektetési alapokra fordított megtakarítások is rendkívül alacsonyak, 6-7% körül alakultak 2004-ben. A két országban megfigyelhető továbbá a készpénz-állomány rendkívül magas volta, amely igen fejletlen pénzügyi kultúrára utal.

Pénzügyi eszközök relatív megoszlása országonként 2004



Forrás: EUROSTAT, 2004

Készítette: Tóth Zoltán /BÉT/, Végh Richárd /BÉT/