

# FÉLÉVES JELENTÉS



2013

QUAESTOR Értékpapírkereskedelmi és Befektetési  
Nyilvánosan Működő Részvénytársaság



**I.****A rendszeres tájékoztatási kötelezettség**

A Tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (Tpt.) a nyilvánosan forgalomba hozott értékpapírok kibocsátói számára rendszeres tájékoztatási kötelezettséget ír elő az alábbiak szerint:

**„Rendszeres tájékoztatás**

54. § (1) A nyilvánosan forgalomba hozott értékpapír kibocsátója a nyilvánosságot rendszeresen tájékoztatja vagyoni, jövedelmi helyzetének, működésének főbb adatairól. A kibocsátó a közzététellel egyidejűleg köteles a Felügyeletet tájékoztatni és gondoskodik arról, hogy az egyes tájékoztatások legalább öt évig nyilvánosan hozzáférhetőek maradjanak.
- (2) A kibocsátó a rendszeres tájékoztatási kötelezettségét
- a) féléves jelentés,
  - b) éves jelentés,
  - c) nyilvánosan forgalomba hozott részvény kibocsátója időközi vezetőségi beszámoló formájában teljesíti.
- (3) Nem köteles féléves jelentést készíteni a helyi önkormányzat, továbbá az olyan, kizárólag hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat nyilvánosan forgalomba hozó kibocsátó, amely értékpapírjainak névértéke legalább százezer euró, illetve a forgalomba hozatal napján az MNB hivatalos devizaárfolyamán számítva ennek megfelelő összeg.
- (4) A kibocsátónak az egyes pénzügyi évek végét követő legkésőbb négy hónapon belül közzé kell tennie az éves jelentését. A helyi önkormányzatnak az éves jelentést a jogszabályban előírt határidőben kell nyilvánosságra hoznia.
- (5) A részvény, illetve a hitelviszonyt megtestesítő értékpapír kibocsátója az adott időszak végét követően mielőbb, de legkésőbb két hónapon belül a pénzügyi év első hat hónapjára vonatkozóan féléves jelentést tesz közzé.
- (6) Nem köteles féléves jelentést készíteni
- a) az a hitelintézet, amelynek részvényeit nem vezették be a szabályozott piacra, és amely folyamatosan és ismétlődő módon csak hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat bocsátott ki, azzal a feltétellel, hogy az ilyen hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok össznévértéke nem éri el a százmillió eurót, illetve a forgalomba hozatal napján az MNB hivatalos devizaárfolyamán számítva ennek megfelelő összeget, és a nyilvános forgalomba hozatalhoz tájékoztatót nem készített,
  - b) az a kibocsátó, amely 2005. július 1. napján már létezett, és amely kizárólag a székhely szerinti tagállam által feltétel nélkül és visszavonhatatlanul garantált, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat bocsát ki.
- (7) A nyilvánosan forgalomba hozott részvény kibocsátója a pénzügyi év első, illetve második hat hónapjában időközi vezetőségi beszámolót köteles közzétenni az adott hat hónapos időszak kezdete utáni hetvenedik nap és a vége előtti negyvenkettedik nap közötti időszakban, az adott hat hónapos időszak kezdete és ezen beszámoló közzétételének napja közötti időszakra vonatkozóan.
- (8) Nem kell időközi vezetőségi beszámolót közzétennie a kibocsátónak, ha legalább a féléves jelentésre vonatkozó követelményeknek megfelelő tartalmú negyedéves jelentést készít és azt közzéteszi a féléves jelentésre vonatkozó szabályok szerint.
- (9) A kibocsátó minden naptári hónap utolsó napjára vonatkozóan köteles közzétenni a részvényeihez kapcsolódó szavazati jogok számát sorozatonként, a saját részvény állományok feltüntetésével, és az alaptőke nagyságát haladéktalanul, de legkésőbb a következő munkanapon.
- (10) A rendszeres tájékoztatásra vonatkozó részletszabályokat a miniszter rendeletben állapítja meg.
- (11) Nem köteles időközi vezetőségi beszámolót közzétenni a szabályozott piacra be nem vezetett nyilvánosan forgalomba hozott részvény kibocsátója.

### Rendkívüli tájékoztatás

55. § (1) A nyilvánosan forgalomba hozott értékpapír kibocsátója rendkívüli tájékoztatás keretében haladéktalanul, de legkésőbb egy munkanapon belül tájékoztatja a nyilvánosságot minden, az értékpapír értékét vagy hozamát, illetve a kibocsátó megítélését közvetlenül vagy közvetve érintő információiról. A kibocsátó a közzététellel egyidejűleg köteles a Felügyeletet tájékoztatni.
- (2) A kibocsátó a hozzá érkezett, 61. § szerinti tájékoztatást haladéktalanul, de legkésőbb két naptári napon belül közzéteszi a Felügyelet egyidejű tájékoztatása mellett.
- (3) A rendkívüli tájékoztatásra vonatkozó részletszabályokat a miniszter rendeletben állapítja meg.

### A rendszeres és rendkívüli tájékoztatás közös szabályai

56. § (1) A kibocsátó megkülönböztetésmentesen és a gyors hozzáférést biztosítva köteles nyilvánosságra hozni a szabályozott információkat, amelyért díjat nem számíthat fel.
- (2) A szabályozott információk terjesztése úgy történik, hogy biztosítható legyen azok lehető legszélesebb nyilvánossághoz – a lehető legrövidebb időn belül – való eljutása a székhely szerinti, a fogadó, illetve a többi tagállamban.
- (3) A kibocsátó köteles megküldeni a szabályozott információt a hivatalosan kijelölt információtárolási rendszer számára, amely megfelel a biztonsággal, az információforrás bizonyosságával, az időpont rögzítésével és a végfelhasználók általi egyszerű hozzáféréssel kapcsolatos minimális minőségi előírásoknak, és azok összhangban vannak az elektronikus irattározási eljárással.
- (4) A kibocsátó a szabályozott információt egyidejűleg a Felügyeletnél is köteles elektronikus úton bejelenteni. A rendszeres és a rendkívüli tájékoztatás körébe tartozó információk hivatalos információtárolási rendszeren történő közzétételét a Felügyelet biztosítja.
57. § (1) A szabályozott információk nyilvánosságra hozatalának elmaradásával, illetve félrevezető tartalmával okozott kár megtérítéséért a kibocsátó felel.
- (2) Ha a kibocsátóról olyan valótlan adat kerül nyilvánosságra, amely az általa kibocsátott értékpapír értékét vagy hozamát érintheti, köteles a valóságnak megfelelő adatok haladéktalan nyilvánosságra hozatalára. A kibocsátó nyilatkozatát az 56. §-ban meghatározott módon és a valótlan adat megjelenésének helyén is közzé kell tenni.
- (3) A felszámolási eljárás, illetve végelszámolás esetén a rendszeres és rendkívüli tájékoztatási kötelezettség a felszámolót, végelszámolót terheli.
58. § (1) Ha az értékpapírt csak Magyarországon hozták nyilvánosan forgalomba, a szabályozott információkat a Felügyelet által elfogadott nyelven kell közzétenni.
- (2) Ha az értékpapír nyilvános forgalomba hozatalára Magyarországon, mint székhely szerinti tagállamban, illetve egy vagy több fogadó tagállamban került sor, akkor a szabályozott információkat:
- a) a Felügyelet által elfogadott nyelven, és
- b) a kibocsátó választásától függően vagy a fogadó tagállamok felügyeleti hatósága által elfogadott nyelven, vagy egy, a nemzetközi pénzügyi piacokon általában használt nyelven kell közzétenni.
- (3) Ha az értékpapírokat egy vagy több fogadó tagállamban hozták nyilvánosan forgalomba, azonban Magyarországon nem, a szabályozott információkat a Felügyelet által elfogadott nyelven, továbbá a kibocsátó választásától függően vagy a fogadó tagállamok Felügyeleti hatóságai által elfogadott nyelven, vagy egy, a nemzetközi pénzügyi piacokon általában használt nyelven kell közzétenni.
- (4) A 61. § szerinti információ egy, a nemzetközi pénzügyi piacokon általában használt nyelven is bejelenthető, illetve közzétehető.
- (5) Az egy vagy több tagállamban nyilvánosan forgalomba hozott, százezer euró, illetve a kibocsátás napján az annak megfelelő névértékű hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokra vonatkozó szabályozott információkat vagy a Felügyelet és a fogadó tagállam felügyeleti hatóságai által elfogadott nyelven, vagy egy, a nemzetközi pénzügyi piacokon általában használt nyelven kell közzétenni a kibocsátó választása alapján.
- (6) Ha a szabályozott információk tartalmával kapcsolatban bíróság vagy választottbíró előtt keresetindításra kerül sor, a fordítás költségeinek viselésére az adott tagállam jogszabályai alapján kerül sor. „

**II.****Felelősségvállaló nyilatkozat**

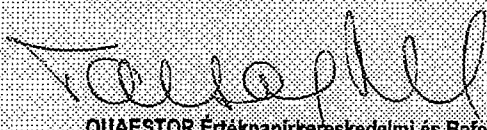
A nyilvánosan forgalomba hozott értékpapírokkal kapcsolatos tájékoztatási kötelezettség részletes szabályairól szóló 24/2008. (VIII.15.) PM rendelet 2. számú melléklet 2.4.1. pontja alapján a Kibocsátó kijelenti, hogy az alkalmazható számviteli előírások alapján, a legjobb tudása szerint elkészített féléves beszámoló valós és megbízható képet ad a Kibocsátó eszközeiről, kötelezettségeiről, pénzügyi helyzetéről, valamint nyereségéről és veszteségéről.

A nyilvánosan forgalomba hozott értékpapírokkal kapcsolatos tájékoztatási kötelezettség részletes szabályairól szóló 24/2008. (VIII.15.) PM rendelet 2. számú melléklet 2.4.2. pontja alapján Kibocsátó kijelenti, hogy a vezetőségi jelentés megbízható képet ad a Kibocsátó helyzetéről, fejlődéséről és teljesítményéről, ismertetve a pénzügyi év hátralévő hat hónapját érintő főbb kockázatokat és bizonytalansági tényezőket.

A nyilvánosan forgalomba hozott értékpapírokkal kapcsolatos tájékoztatási kötelezettség részletes szabályairól szóló 24/2008. (VIII.15.) PM rendelet 2. számú melléklet 2.3.2. pontja alapján a Kibocsátó kijelenti, hogy a féléves jelentést független könyvvizsgáló nem vizsgálta.

A Tpt. 57.§ (1) bekezdése alapján a szabályozott információk nyilvánosságra hozatalának elmaradásával, illetve félrevezető tartalmával okozott kár megtérítéséért a Kibocsátó felel.

Budapest, 2013. szeptember 03.



**QUAESTOR Értékpapírkereskedelmi és Befektetési  
Nyilvánosan Működő Részvénytársaság**  
képviselésében  
**Tarsolyne Rónaszéki Erika**  
Igazgatóság tagja



**QUAESTOR Értékpapírkereskedelmi és Befektetési  
Nyilvánosan Működő Részvénytársaság**  
képviselésében  
**Májér Zsolt**  
Igazgatóság tagja



### III.

## Általános adatok a Kibocsátóról

<b>A TÁRSASÁG CÉGNEVE</b>	QUAESTOR Értékpapírkereskedelmi és Befektetési Nyilvánosan Működő Részvénytársaság
<b>ALAPÍTÓ</b>	QUAESTOR Pénzügyi Tanácsadó Zrt.
<b>ALAPÍTÁS IDŐPONTJA</b>	A Társaság a QUAESTOR Értékpapírkereskedelmi Korlátolt Felelősségű Társaság általános jogutódlással történő átalakulásával jött létre 1996. szeptember 2. napján. A Társaság 1997. január 21. napjáig zártkörű, azt követően nyilvános Részvénytársaságként működik.
<b>CÉGBEJEGYZÉS</b>	1996. november 25. napján a Fővárosi Bíróságon, mint Cégbíróságon került bejegyzésre 01-10-043211 cégjegyzékszám alatt.
<b>ALAPTŐKE</b>	1.047.670.900,- Ft.
<b>A TÁRSASÁG SZÉKHELYE</b>	1132 Budapest, Váci út 30. (Business Center 30)
<b>A TÁRSASÁG IDŐTARTAMA</b>	A Társaság határozatlan időre alakult.
<b>ÜZLETI ÉV</b>	A Társaság üzleti éve megegyezik a naptári évvel.
<b>A TÁRSASÁG TEVÉKENYSÉGI KÖREI A TEAOR 2008 STATISZTIKAI KÓD SZERINT</b>	<b>64.99'08 M.n.s. egyéb pénzügyi közvetítés (főtevékenység)</b> 66.12'08 Értékpapír-, árutőzsdei ügynöki tevékenység 64.92'08 Egyéb hitelnyújtás 66.19'08 Egyéb pénzügyi kiegészítő tevékenység
<b>A HIRDETMÉNYEK KÖZZÉTÉTELÉNEK HELYE</b>	A Társaság a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvényben (Tpt.) meghatározott közleményeit 2007. július 16. napjáig a Napi Gazdaság és a Magyar Tőkepiac című országos napilapokban tette közzé. Ezt követően a Társaság hivatalos közzétételi helye a Társaság <a href="http://www.quaestor.hu">www.quaestor.hu</a> címen elérhető honlapja, továbbá 2007. december 01. napjától a <a href="http://www.kozzetetelek.hu">www.kozzetetelek.hu</a> oldal.  A Társaság a Társasági törvényben meghatározott hirdetményeit, illetve más közleményeit a Társaság honlapján, a Társasági törvényben meghatározott esetekben, a Céglapban teszi közzé.
<b>A CÉGJEGYZÉSRE JOGOSULTAK NEVE ÉS TISZTSÉGE</b>	Tarsoly Csaba, az Igazgatóság elnöke Májer Zsolt, az Igazgatóság tagja, ügyvezető Tarsolyné Rónaszéki Erika, az Igazgatóság tagja
<b>A KÉPVISELET MÓDJA</b>	Kettő igazgatósági tag együttesen.
<b>A TÁRSASÁG KÖNYVVIZSGÁLÓJA</b>	PÉNZZMENTŐ Könyvvizsgáló, Adótanácsadó és Vállalkozási Kft. (székhely: 1037 Budapest, Farkastorki út 54.; cégjegyzékszám: 01-09-264104; MKVK nyilvántartási szám: 000255, MKVK igazolás sorszáma: 000278) A könyvvizsgálatért személyében is felelős könyvvizsgáló: Dr. Rocskai János.
<b>FELÜGYELŐ BIZOTTSÁG TAGJAI</b>	Závodszy Zoltán, a Felügyelő Bizottság elnöke Révész László, a Felügyelő Bizottság tagja Dr. Bakódi Kálmán, a Felügyelő Bizottság tagja
<b>AUDIT BIZOTTSÁG TAGJAI</b>	Závodszy Zoltán Révész László Dr. Bakódi Kálmán

## IV.

### Általános adatok a Részvényről

A RÉSZVÉNY NEVE	QUAESTOR Értékpapírkereskedelmi és Befektetési Nyilvánosan Működő Részvénytársaság <b>Törzsrészvény</b>
ISIN AZONOSÍTÓ	HU0000074000
A RÉSZVÉNYEK FAJTÁI	Dematerializált, névre szóló törzsrészvény A dematerializált részvény elektronikus úton létrehozott, rögzített, továbbított és nyilvántartott, az értékpapírokra vonatkozó külön törvényben meghatározott tartalmi kellékeit azonosítható módon tartalmazó adatösszesség, amelynek nincs sorszáma. Dematerializált részvény esetén a részvényes nevét, valamint az azonosításhoz szükséges egyéb adatait az értékpapír-forgalmazó által a részvényes javára vezetett értékpapírszámla tartalmazza.
A RÉSZVÉNYEK NÉVÉRTÉKE	egyenként 100,- Ft, azaz Egyszáz forint névértékű részvény (1999. január 21. napjától)
A RÉSZVÉNYEK DARABSZÁMA	10.476.709 db
A FORGALOMBA HOZATALI ENGEDÉLY SZÁMA, DÁTUMA	ÁÉTF 20.332/96 1996. november 25.
A RÉSZVÉNYHEZ KAPCSOLÓDÓ JOGOK	A Részvényesek jogait – ideértve az osztalékhoz fűződő jogukat – a Társasági törvény és az Alapszabály rendelkezéseivel összhangban gyakorolhatják. A törzsrészvények szavazatra és osztalékra jogosító részvények, részvényenként 1 db, azaz egy darab szavazatra, illetve a közgyűlés által felosztani rendelt mérleg szerinti nyereség egy részvényre jutó arányos részére (osztalékhoz való jog) jogosítanak.
TŐZSDEI FORGALMAZÁS BEVEZETÉS DÁTUMA	Standard kategória 1997. március 11.
ELSŐ KERESKEDÉSI NAP	1997. március 11.
A RÉSZVÉNYEK DEMATERIALIZÁLT RÉSZVÉNNYÉ ALAKÍTÁSA	A Kibocsátó a Tpt. 408. §-ában foglalt kötelezettségek alapján a részvényeket dematerializált részvényekké alakította át 2004. november 15-én. A dematerializálás folyamatáról részvényeseit hirdetmények útján folyamatosan tájékoztatta. A részvényekhez kapcsolódó jogok az adott részvényes értékpapír számlavezetője által kiállított tulajdonosi igazolás birtokában gyakorolhatóak az Alapszabályban foglaltak szerint.
A RÉSZVÉNYEK ÁTRUHÁZÁSA	A Részvényes, ha korábban a részvénykönyvbe bejegyezték, köteles részvénye átruházását az átruházástól számított 8 (nyolc) napon belül az Igazgatóságnak bejelenteni. A bejelentés alapján a részvénykönyv vezetője haladéktalanul gondoskodik a Részvényesnek a részvénykönyvből való törléséről. A törölt adatnak azonban megállapíthatónak kell maradnia. Ha a Részvényes bejelentési kötelezettségének teljesítését elmulasztja, a Társaság részére a részvény névértékének 0,5 (fél) ezrelékének megfelelő nagyságú kötbért köteles fizetni. A dematerializált részvény átruházása az értékpapírszámlán történő terhelés, illetve jóváírás útján történik. A részvény tulajdonosának – az ellenkező bizonyításáig – azt kell tekinteni, akinek számláján a részvényt nyilvántartják.

## V.

### Gazdasági és pénzügyi adatok

Mérleg

Eszközök

Adatok ezer forintban

Tétel megnevezése	Bázisidőszak 2012.XII.31. (eFt)	Tárgyidőszak 2013.VI.30. (eFt)	Változás (e) Ft	Változás (%)
A) Befektetett eszközök	1 012 431	1 079 698	67 267	6,64%
I. IMMATERIÁLIS JAVAK	7 849	7 148	-701	-8,93%
II. TÁRGYI ESZKÖZÖK	14 582	12 550	-2 032	-13,93%
III. BEFEKTETETT PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK	990 000	1 060 000	70 000	7,07%
B) Forgó eszközök	8 668 041	9 430 407	762 366	8,79%
I. KÉSZLETEK	0	0	0	
II. KÖVETELÉSEK	1 468 414	1 448 835	-19 579	-1,33%
III. ÉRTÉKPAPÍROK	5 951 944	6 638 898	686 954	11,54%
IV. PÉNZESZKÖZÖK	124 783	- 1 342 674	94 991	7,61%
C) Aktív időbeli elhatárolások	189 316	54 069	-135 247	-71,43%
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	9 869 788	10 564 173	694 385	7,03%

Források

Tétel megnevezése	Bázisidőszak 2012.XI.31. (eFt)	Tárgyidőszak 2013.VI.30. (eFt)	Változás (e) Ft	Változás (%)
D) Saját tőke	2 670 683	2 938 881	268 198	10,04%
I. JEGYZETT TŐKE	1 047 671	1 047 671	0	0,00%
II. JEGYZET, DE MÉG BE NEM FIZETETT TŐKE (-)	0	0	0	
III. TŐKETARTALÉK	106 255	106 255	0	
IV. EREDMÉNYTARTALÉK	1 337 915	1 516 757	178 842	13,36%
V. LEKÖTÖTT TARTALÉK				
VI. ÉRTÉKELÉSI TARTALÉK	0	0	0	
VII. ÁLTALÁNOS TARTALÉK	0	0	0	
VIII. MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY (+/-)	178 842	268 198	89 356	49,96%
E) Céltartalék	112 629	8 567	-104 062	-92,39%
F) Kötelezettségek	6 998 148	7 357 809	359 661	5,13%
I. HÁTRASOROLT KÖTELEZETTSÉGEK	0	0	0	
II. HOSSZÚJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	0	0	0	
III. RÖVIDLEJÁRATÚ KÖTELEZETTSÉGEK	6 998 148	7 357 809	359 661	5,13%
G) Passzív időbeli elhatárolás	88 327	258 916	170 589	193,13%
FORRÁSOK ÖSSZESEN	9 869 788	10 564 173	694 386	7,03%

Eredménykimutatás

Sor sz.	Tétel megnevezése	Bázisidőszak 2012.VI.30. (eFt)	Tárgyidőszak 2013.VI.30. (eFt)	Változás (e) Ft	Változás (%)
a)	Bizományosi tevékenység bevételei	343 609	164 960	-178 648	-51,99%
b)	Kereskedelmi tevékenység bevételei	1 419 797	1 795 630	375 834	26,47%
c)	Értékpapír forgalomba hozatali tevékenység bevételei	0	0	0	
d)	Letétkezelési, letéti őrzési tevékenység bevételei	12 357	11 777	-580	-4,70%
e)	Egyéb befektetési szolgáltatási tevékenység bevételei	42 779	35 766	-7 013	-16,39%
1	Befektetési szolgáltatási tevékenység bevételei	1 818 541	2 008 133	189 592	10,43%
f)	Bizományosi tevékenység ráfordításai	11 462	11 277	-185	-1,61%
g)	Kereskedelmi tevékenység ráfordításai	811 800	531 753	-280 047	-34,50%
h)	Értékpapír forgalomba hozatal szervezési tevékenység ráfordításai	0	0	0	
i)	Letétkezelési, letéti őrzési tevékenység ráfordításai	14 712	13 271	-1 441	-9,79%
j)	Egyéb befektetési szolgáltatási tevékenység ráfordításai	565 083	637 607	72 524	12,83%
2	Befektetési szolgáltatási tevékenység ráfordításai	1 403 057	1 193 908	-209 149	-14,91%
	Bizományosi tevékenység eredménye	332 147	153 683	-178 463	-53,73%
	Kereskedelmi tevékenység eredménye	607 997	1 263 878	655 881	107,88%
	Értékpapír forgalomba hozatali tevékenység eredménye	0	0	0	
	Letétkezelési, letéti őrzési tevékenység eredménye	-2 355	-1 494	861	36,54%
	Egyéb befektetési szolgáltatási tevékenység eredménye	-522 304	-601 841	-79 537	-15,23%
I	Befektetési szolgáltatási tevékenység eredménye	415 484	814 225	398 741	95,97%
II	Egyéb bevételek	1 297	1 428	131	10,11%
	Ebből: visszaírt értékvesztés	1 293	1 422	129	
III	Nem befektetési szolgáltatási tevékenység bevételei	1 037	507	-529	-51,07%
IV	Aktívált saját teljesítmények	0	0	0	
V	Anyag jellegű ráfordítások	255 031	295 251	40 220	15,77%
3	Bér költség	18 032	26 791	8 759	48,58%
4	Személy jellegű egyéb kifizetések	5 277	28 005	22 728	430,70%
5	TB járulék	4 482	14 472	9 990	222,90%
VI	Személy jellegű ráfordítások	27 791	69 268	41 477	149,25%
VII	Értékcsökkenési leírás	2 222	3 150	928	41,77%
VIII	Egyéb ráfordítások	42 945	105 295	62 350	145,19%
	Ebből: visszaírt értékvesztés	0	0	0	
IX	Nem befektetési szolgáltatási tevékenység ráfordításai	0	0	0	
A	<b>ÜZLETI TEVÉKENYSÉG EREDMÉNYE</b>	<b>89 830</b>	<b>343 196</b>	<b>253 366</b>	<b>282,05%</b>
6	Kapott (járó) osztalék és részesedés	0	0	0	
	Ebből: kapcsoló vállalkozástól kapott	0	0	0	

Sor sz.	Tétel megnevezése	Bázisidőszak 2012.VI.30. (eFt)	Tárgyidőszak 2013.VI.30. (eFt)	Változás (e) Ft	Változás (%)
7	Részesedés értékesítésének árfolyamnyeresége	0	0	0	
	Ebből: kapcsolt vállalkozástól kapott	0	0	0	
8	Befektetett eszközöknek minősülő hitelviszonyt megtestesítő Ép. árfolyamnyeresége	0	0	0	
	Ebből: kapcsolt vállalkozástól kapott	0	0	0	
9	Kapott kamatok és kamat jellegű bevételek	3 038	3 716	678	22,32%
	Ebből: kapcsolt vállalkozástól kapott	0	0	0	
10	Pénzügyi műveletek egyéb bevételei	12 424	12 423	-1	0,00%
X	Nem forgalmazási pénzügyi műveletek bevételei	15 462	16 140	678	4,38%
11	Befektetett pénzügyi eszközök árfolyamvesztése	0	0	0	
	Ebből: kapcsolt vállalkozásnak adott	0	0	0	
12	Fizetett (fizetendő) kamatok és kamat jellegű kifizetések	299	0	-299	-100,00%
	Ebből: kapcsolt vállalkozásnak adott	0	0	0	
13	Részesedések, értékpapírok, bankbetétek értékvesztése	0	0	0	
14	Pénzügyi műveletek egyéb ráfordításai	9 426	6 704	-2 722	-28,88%
XI	Nem forgalmazási pénzügyi műveletek ráfordításai	9 725	6 704	-3 021	-31,07%
B	PÉNZÜGYI MŰVELETEK EREDMÉNYE	5 737	9 436	3 699	64,47%
C	SZOKÁSOS VÁLLALKOZÁSI EREDMÉNY	95 567	352 631	257 065	268,99%
XII	Rendkívüli bevételek	0	0	0	
XIII	Rendkívüli ráfordítások	55 810	54 310	-1 500	-2,69%
D	RENDKÍVÜLI EREDMÉNY	-55 810	-54 310	1 500	2,69%
E	ADÓZÁS ELŐTTI EREDMÉNY	39 757	298 321	258 565	650,37%
XIV	Adófizetési kötelezettség	3 671	30 126	26 455	720,73%
F	ADÓZOTT EREDMÉNY	36 086	268 196	232 109	643,21%
XV	Általános tartalék képzés, felhasználás	0	0	0	
13	Eredménytartalék igénybevétele osztalékra, részesedésre	0	0	0	
14	Fizetett (jövahagyott) osztalék, részesedés	0	0	0	
G	MÉRLEG SZERINTI EREDMÉNY	36 086	268 198	232 111	643,21%

## VI.

### A Társaság gazdálkodásának elemzése

#### EREDMÉNY

A bizományosi tevékenység bevétele a tárgyidőszakban 164,960 millió forint volt, amely 51,99 százalékkal csökkent a bázisidőszak értékéhez képest. A kereskedelmi tevékenység bevételei veszik ki legnagyobb mértékben részüket a Társaság bevételeiből 1795,630 millió forintos nagyságrendben. A letétkezelési tevékenység bevételei továbbra is alacsony szinten maradtak, Társaságunk nem alkalmaz magas letétkezelési díjakat. Az egyéb befektetési szolgáltatási tevékenység bevétele 16,39 százalékkal csökkent. Összességében a befektetési szolgáltatási tevékenység bevétele 10,43 százalékkal nőtt.

A Bizományosi tevékenység ráfordításai összességében szintén csökkenést mutatnak. A kereskedelmi tevékenység ráfordításai mérlegsoron a kereskedési veszteség 34,50 százalékos csökkenése látható, a kereskedelmi tevékenység eredménye 655,881 így millió forint. A forgalom csökkenése ellenére a letétkezelési díjak aggregát értékében - a letétkezelési, letéti őrzési tevékenységért fizetett díjak - kis mértékben növekedtek 861 millió forinttal. Az egyéb befektetési szolgáltatási tevékenység ráfordításainak 12,83 százalékkal, összességében a befektetési szolgáltatási tevékenység ráfordításai közel 209,149 millió forinttal 14,91 százalékkal csökkentek.

A befektetési szolgáltatási tevékenység bevételeinek és ráfordításainak eredőjeként az eredmény 398,741 millió forintot ért el.

Az egyéb bevételek 0,131 millió forintos növekedése nem tartalmaz szignifikáns változást. Az anyag jellegű ráfordítások 40,22 millió forinttal emelkedtek, amely az általános működési költségek valamint az időszakos marketing költségek is nőttek. A személy jellegű ráfordítások 149,25 százalékkal nőttek, amely érték a személy jellegű juttatások növekedését mutatja. Társaságunk állományi létszáma tárgyidőszakban 34 fő, ami növekedést jelent a bázisidőszakhoz képest. Az értékcsökkenési leírás nőtt 41,77 százalékkal a bázis időszakhoz viszonyítva. Egyéb ráfordítások 62,35 millió forinttal növekedett.

Az üzleti tevékenység eredménye 253,366 millió forinttal nőtt.

A nem forgalmazási pénzügyi műveletek bevételei 0,678 millió forinttal nőttek, a magasabb banki állomány miatt.

A nem forgalmazási pénzügyi műveletek ráfordításai 3,02 millió forinttal csökkentek a deviza értékelésből adódó különbözet kapcsán.

A pénzügyi műveletek eredménye 3,699 millió forintra nőtt.

A szokásos vállalkozási eredmény 257,065 millió forinttal nőtt.

Rendkívüli bevétel sem a tárgy sem a bázis időszakban nem volt, rendkívüli ráfordítás 54,31 millió forint értékben történt. Adófizetési kötelezettség 26,45 millió forinttal nőtt.

Az adózott eredmény a fentiek hatására 232,109 millió forinttal nőtt.

#### ESZKÖZÖK

A társaság eszközeinek értéke 7,03 százalékkal nőtt a bázis időszakhoz képest.

A befektetett eszközök értéke 67,26 millió forinttal 6,64%-kal nőtt.

Immateriális javakkal sem a tárgy sem a bázis időszakban nem rendelkezett Társaságunk.

A tárgyi eszközök értéke 0,701 milliárd forinttal csökkent, amely az ingatlanok és kapcsolódó vagyoni értékű jogok értékcsökkenés elszámolása mellett az egyéb berendezések, gépek járművek értékcsökkenési leírásából adódik.

A befektetett pénzügyi eszközökön belül továbbra is csak részesedések szerepelnek, amelynek nagysága minimális mértékben nőtt.

A Társaság forgóeszközeinek értéke 8,79 százalékkal nőtt, melyek közül továbbra is az értékpapírok képviselik a legnagyobb részt. Az értékpapírok értéke meghaladja az 6,63 milliárd forintot.

A pénzeszközök 7,61 százalékos emelkedésén belül a bankbetétek emelkedése a meghatározó.

Társaságunk készlettel nem rendelkezik. A követelések 19,579 millió forintos, 1,54 százalékos csökkenésében több tényező is szerepet játszott, ugyanakkor ezek a szokásos üzletmenetből adódóan változnak. Az ügyféltartozások és a tőzsdei ügyletek elszámolásából eredő követelések állománya csökkent.

## FORRÁSOK

A források változása a bázisidőszakhoz képest 7,03 százalékos növekedést mutat. A saját tőke részaránya így 27,81 százalék ami jó tőkeellátottságot mutat. A társaság saját tőkéje 268,198 millió forinttal nőtt. A tárgyidőszaki féléves mérleg szerinti eredmény 89,35 millió forinttal meghaladja a bázis időszaki féléves eredményt. A saját tőkén belül a jegyzett tőke összege nem változott, a társaság az elmúlt egy év során nem valósított meg sem tőkeemelést, sem leszállítást. Az általános tartalék mérlegsor az eredmény-kimutatásban szereplő általános tartalék összegének hatása látható.

A céltartalékok mérlegsoron 8,56 millió forintos nagyságú céltartalék képzése látható, ami 92,39 százalékos csökkenés a bázisidőszakhoz viszonyítva. A kötelezettségeken belül továbbra is csak rövid lejáratú kötelezettségek szerepelnek.

A rövid lejáratú kötelezettségek 359,661 millió forinttal 5,13 százalékkal nőttek.

## VII.

### A részvénystruktúra, tulajdonosi kör bemutatása

**Az 5%-nál nagyobb Tulajdonosok felsorolása, bemutatása (az időszak végén) a teljes alaptőkére vonatkozóan**

**A Társaság teljes alaptőkéje megegyezik a bevezetett sorozattal**

**RS2. A saját tulajdonban lévő részvények mennyiségének (db) alakulása a bevezetett sorozatra vonatkozóan**

**Kibocsátó neve: QUAESTOR Értékpapír Nyrt.**

**Beküldés dátuma: 2013. augusztus 30.**

	Résztesedés (február 28/29.)		Résztesedés (augusztus 30.)	
	db	% (két tizedes jegyig kérjük megadni)	db	% (két tizedes jegyig kérjük megadni)
Társasági szinten	0	0	0	0
Leányvállalatok <sup>1</sup>	0	0	0	0
<b>Összesen</b>	0	0	0	0

<sup>1</sup> Konszolidációba bevont társaságok.

**RS3. Az 5%-nál nagyobb tulajdonosok felsorolása, bemutatása (az időszak végén) a bevezetett sorozatra vonatkozóan**

**Kibocsátó neve: QUAESTOR Értékpapír Nyrt.**

**Beküldés dátuma: 2013. augusztus 30.**

Név	Letétkezelő (igen/nem)	Mennyiség (db)	Résztesedés (%) (két tizedes jegyig kérjük megadni)
QUAESTOR Pénzügyi Tanácsadó Zrt.	nem	4.418.980	42,18
QUAESTOR Idegenforgalmi és Kereskedelmi Nyrt.	nem	3.529.523	33,69
QUAESTOR Utazásszervező Kft.	nem	680.000	6,49
Twins Szálloda Kft.	nem	705.823	6,74
<b>Összesen</b>			

Amennyiben információval rendelkeznek arra vonatkozóan, hogy a letétkezelőknél lévő mennyiségből valamely személy 5%-ot meghaladó résztesedéssel bír, úgy azt – akár összevontan is – meg kell adni.

Ha több sorozat van bevezetve a Tőzsdére, minden sorozat esetén meg kell adni az adatokat.

**Teljes munkaidőben foglalkoztatottak számának alakulása (fő)**

	Tárgyidőszak eleje	Tárgyidőszak vége
Társasági szinten	18	23

**Vezető állású személyek, és a Kibocsátó működését befolyásoló (stratégiai) alkalmazottak**

Jelleg	Név	Beosztás	Megbízás kezdete	Megbízás vége	Saját részvény tulajdon (db)
IT	Tarsoly Csaba	elnök	1996. 09. 02.	2015. 04. 19.	68
IT	Májer Zsolt	ügyvezető	1996. 09. 02.	2015. 04. 19.	0
IT	Tarsolyné Rónaszéki Erika	tag	1996. 09. 02.	2015. 04. 19.	0
FB	Závodszy Zoltán	elnök	1997. 04. 02.	2014. 04. 30.	680
FB	Dr. Bakódi Kálmán	tag	1997. 04. 02.	2014. 04. 30.	0
FB	Révész László	tag	1997. 04. 02.	2014. 04. 30.	170
Audit	Závodszy Zoltán	tag	2007. 04. 28.	2014. 04. 30.	680
Audit	Dr. Bakódi Kálmán	tag	2007. 04. 28.	2014. 04. 30.	0
Audit	Révész László	tag	2007. 04. 28.	2014. 04. 30.	170

# FÉLÉVES VEZETŐSÉGI JELENTÉS



2013

## I.

# A Társaság üzleti környezete

### Nemzetközi és hazai makrogazdasági folyamatok

#### Egyesült Államok

Optimizmussal indult az újév az Egyesült Államokban, mivel a politikusoknak sikerült megállapodniuk az utolsó percekben a költségvetési kiigazítások kisebb mértékéről és ezzel elkerülni a drasztikus kiadáscsökkentéseket, a sokat emlegetett „költségvetési szakadékot” (fiscal cliff), amely idén recesszióba sodorta volna Amerikát. Januárban az amerikai Képviselőház három hónapra ideiglenesen megemelte az adósságplafont, mellyel időt nyertek. A fogyasztók hangulata minden esetre éves mélypontra zuhant az év első hónapjában a várható adóemelések miatt.

Új elemként megjelent a Fed politikájában, hogy már nem 2015 közepéig irányozta elő a nullához közeli kamatszint (0,00-0,25%) fenntartását, hanem inflációs és munkaerőpiaci adatok alakulásától tette elsősorban függővé. Emellett úgy számoltak, hogy legkésőbb 2013 végéig befejeződhet a jegybank havi 85 milliárd dolláros kötvénnyvásárlási programja.

A foglalkoztatottak száma 157 ezer fővel emelkedett januárban, a munkanélküliségi ráta pedig 7,8%-ról 7,9%-ra emelkedett. A feldolgozóipar teljesítménye 2012 áprilisa óta nem látott szintre javult, a szolgáltatóiparé azonban még gyengén alakult. Az infláció érdemben nem mozdult januárban. A lakáspiaccról többnyire kedvező értékesítési adatok érkeztek, mivel az év elején több használtlakás talált gazdára, s az amerikai újlakás-eladások száma 2008 júliusa óta nem látott szintre emelkedett.

A Fed már februárban erősen megosztottá vált az eszközvásárlási programot illetően. A Fed-kormányzók többsége úgy vélte, készen kell állnia a jegybanknak arra, hogy változtasson a program ütemezésén a makrogazdasági mutatók alakulásától függően. Többségbe kerültek ugyanis azok, akik annak kockázatait emelték ki. Ben Bernanke, a Fed elnöke, szokásos féléves kongresszusi meghallgatásán kiállt az aktuális kötvénnyvásárlási program mellett, azt mondta, a jelenlegi környezetben a monetáris lazítás kedvező hatásai „felülmúlják a költségeket és a kockázatokat”. A Fed-nek megvannak a megfelelő eszközei a monetáris szigorításra, ha eljön az idő.

Március 1-jéig nem sikerült megállapodniuk az amerikai politikusoknak, s életbe léptek az automatikus kiadáscsökkentő intézkedések, amelyek révén 85 milliárd dollárral javult a költségvetés egyenlege az idei évben.

Az amerikai feldolgozóipar teljesítményét fémjelző ISM index februárban váratlanul 2011 júniusa óta nem látott szintre kapaszkodott fel. A beruházások élénkültek, a gépiparban hadiipari és repülőgépmegrendelések nélkül 9,5%-kal nőttek a megrendelések 2012 októberé óta, amely 1993 óta a legnagyobb háromhavi emelkedésnek számított. Az adóemelés és a magasabb benzinárak hatását ellensúlyozták a lakásértékesítésekkel származó jövedelmek és a részvénypiacok jó teljesítménye is. Ezek a folyamatok tükröződtek a sorra megjelenő, kedvezőbb makrogazdasági adatokban is. A fogyasztói hangulat 2012 novembere óta a legmagasabb szintet érte el idén februárban. Jelentősen megugrott a foglalkoztatottak száma (több mint 230 ezer fővel), a munkanélküliségi ráta pedig több mint 4 éve nem látott szintre, 7,7%-ra esett vissza. Kedvező építőipari adatokat tettek közzé februárban, nőtt a megkezdett lakásépítések és a kiadott építési engedélyek száma is, utóbbi közel 5 éves csúcsra ugrott. A használt lakások februári értékesítési szintje is 3 éves rekordot ért el.

A Fed márciusban nem változtatott a jegybanki politikán. A kamatdöntési közlemény nyugtázta, hogy a növekedés mérsékelt ütemben folytatódik, de annak üteme a március 1-jétől érvénybe lépő megszorítások miatt vélhetően nem lesz olyan robusztus. A munkanélküliséget a csökkenés ellenére még mindig túl magasnak tartották. Márciusban lehangoló munkaerőpiaci adatokat közöltek, ugyanis csak 88 ezer fővel nőtt a foglalkoztatottak száma, amelyre 9 hónapja nem volt példa. A munkanélküliség azonban ennek ellenére 7,6%-ra tovább csökkent, amely leginkább a munkaerőpiac szűkülésére

utalt. A kiskereskedelmi forgalom márciusban 9 hónapja nem látott ütemben esett vissza, s végül a fogyasztók bizalma is romlani kezdett. Kedvező adatok szinte csak a lakáspiacról érkeztek. A használtlakások ára éves szinten közel 12%-kal emelkedett, az újlakásoké pedig közel 3%-kal.

Áprilisban tovább, 7,6%-ról 7,5%-ra, 2008 decembere óta nem látott alacsony szintre csökkent a munkanélküliség a tengerentúlon, a foglalkoztatottak száma pedig 165 ezerrel nőtt. Emellett a megelőző két hónap adatait is jelentősen felfelé módosították. Áprilisban jól alakult a kiskereskedelmi forgalom, amelynél az alacsonyabb benzinár, s a lakásárak növekedése játszott fontos szerepet. Az adatokból az látszott, hogy az adóemelések nem vették el a fogyasztók kedvét. A Conference Board fogyasztói bizalmi indexe váratlanul 5, a Michigani Egyetemé pedig hirtelen 6 éves csúcs közelébe emelkedett. A megkezdett házépítések áprilisban ugyan megtorpantak, több mint 2 éve nem látott visszaesést mutattak, de a kiadott lakásépítési engedélyek száma 2008 júniusa óta nem látott mértékben nőtt. Várt felett emelkedett áprilisban az újlakások értékesítési üteme is. Éves alapon az inflációs ráta 1,1%-ra mérséklődött áprilisban a márciusban mért 1,5%-ról. Ezzel 2010 novembere óta a legalacsonyabb szintet érte el, az energiaárak várt feletti csökkenésének és az élelmiszerárak enyhe emelkedésének köszönhetően.

Vegyesek lettek a májusi munkaerőpiaci adatok. A foglalkoztatottak száma bár a várakozások feletti ütemben, 175 ezer fővel nőtt, a munkanélküliségi ráta váratlanul 7,5%-ról 7,6%-ra emelkedett. A bizalmi indexek is felemás képet mutattak, a Michigani Egyetem mutatója 6 éves csúcsról fordult le, a Conference Board indexe viszont 5 éves csúcs közelében maradt. A feldolgozóipari beszerzési index meglepetésre 49 pontra esett vissza májusban, amelyre 2012 novembere óta először volt példa és ezzel 2009 júniusa óta nem látott mélypontot ért el. A kormányzati kiadáscsökkentések és a külpiacok gyengébb teljesítménye miatt átmenetileg megtorpant a növekedés. Az autók iránti kereslet azonban élénk maradt, emellett a lakáspiac fellendülése is támogatta még a gazdaság teljesítményét. 5 éves csúcsra emelkedett az újlakások eladási szintje májusban, emellett az előző három hónap adatát is felfelé korrigálták, még pozitívabb képet festve az amerikai lakáspiacról.

Újabb monetáris lazítást nem jelentett be a Fed a május 1-jei kamatdöntő ülésén, de közölte, hogy hajlandó változtatni a kötvényszerző ütemén a gazdasági teljesítménytől függően. Ezzel a kijelentéssel tulajdonképpen egyértelművé tette, hogy a kivárást tartja kézenfekvőnek. A három héttel később publikált jegyzőkönyvből kiderült, továbbra sincsenek közös állásponton a testületben a kötvényszerző üteméről. Május második felében Ben Bernanke Fed-elnök megdöbbenő kijelentést tett, amikor elmondta, hogy szóba jöhet a pénznyomtatás lassítása akár a nyári hónapokban, ha a gazdaság fundamentumai tovább javulnak.

Az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed június 19-i ülésén jelezte, hogy felkészültek a pénzpumpa ütemének lassítására az év vége felé, sőt 2014 közepére akár le is állhatnak vele, ha minden jól alakul. A Fed azzal számolt, hogy a gazdaság az év második felében talpra állhat és kijelentette, hogy kevesebb már a gazdasági növekedést fenyegető kockázat. A stáb szerint a beérkező gazdasági adatok összhangban vannak a Fed előrejelzéseivel, ezért nincs szükség a masszív, korlátlan pénznyomtatásra, sőt, ha a gazdaság a jegybanki várakozásoknak megfelelően teljesít, akkor kiszámítható, fokozatos ütemben fogják leállítani a likviditásnövelő programot 2014-ben. Bár nem derült ki, hogy pontosan mikorra tervezik az első csökkentést a mennyiségi lazításban, de a kötvénypiaci szereplők idén őszre kezdték beárzni azt.

Június végén kiderült, hogy az előzetesen becsült 2,4-2,5%-nál jóval alacsonyabb, mindössze 1,8% volt az amerikai gazdaság bővülésének üteme az idei első negyedévben, korábban a fogyasztás két éve nem látott ütemű 3,2%-os emelkedését mutatták ki az állami és vállalati beruházások csökkenése mellett, de kiderült, hogy az csak mindössze 2,6%-kal bővült. A 2%-os jövedelemadó-emelés ugyanis 4 éve nem látott mértékben csökkentette a jövedelmeket, a megtakarítási ráta 2,3%-ról 2,5%-ra nőtt.

Júliusban már szinte kizárólag jó hírek érkeztek a tengerentúlról, ami a makrogazdasági statisztikákat illeti. Az idei második negyedévben előzetesen 1,7%-os gazdasági növekedésről számoltak be, igaz, az első negyedéves ütemet 1,1%-ra lefelé korrigálták. A GDP-növekedés oroszlánrészét képező fogyasztói kiadások emelkedésének üteme 2,3%-ról 1,8%-ra lassult, de a vállalatok növelték kiadásait, az export pedig már pozitívan járult hozzá a növekedéshez. Az Amerikában előállított javak és szolgáltatások iránt lényegesen megugrott a kereslet a második negyedévben. A heti friss munkanélküliek száma közel 5 éves mélypontra esett, a foglalkoztatottak száma közel 200 ezer fővel nőtt, a munkanélküliség 7,4%-ra csökkent. Azoknak a fogyasztóknak az aránya, akik már legalább fél éve munkanélküliek, 40%-ról 37%-ra csökkent. Mindazonáltal a fogyasztói bizalmi indexek 5-6 éves csúcsok közelében maradtak. A márciustól érvénybe lépő adóemelések és a hozamemelkedések ellenére, töretlen maradt a lakosság optimizmusa, amelyet nagymértékben támogatott a lakás- és

részvényárak felfutása, illetve az, hogy a benzinárak 4 havi csúcsról csökkenésnek indultak. A lakásárak 2006 márciusa óta nem látott ütemben nőttek, az újlakások értékesítése 5 éves csúcsot ért el. A jövedelmi helyzetüket sokkal pozitívabban ítélik meg az amerikai családok. A feldolgozóipar teljesítménye váratlanul 2 éves csúcsra emelkedett júliusban, de nagyot ugrott a szolgáltatási ipari aktivitás is. Az infláció váratlanul emelkedni kezdett, méghozzá február óta nem látott mértékben.

Az amerikai jegybank szerepét betöltő Fed végül júliusi kamatdöntő ülésén a várakozásoknak megfelelően nem módosította politikáját, a kamatdöntési közlemény nem adott új információt, ill. támpontot a befektetőknek. Az amerikai jegybankárok közölték, nincsenek meglepedve a 2% alatti inflációval, de egyértelműen a gazdaság további élénkülésére számítanak. A kamatdöntési közleményben viszont nyomatékosították, hogy addig nem nyúlnak a kötvényvásárlási programhoz, amíg a munkaerőpiaci helyzet jelentősen, látványosan nem javul és megvan annak kockázata, hogy erősödik a defláció. Ben Bernanke Fed-elnök júliusban a Kongresszus előtt azt hangoztatta, hogy ő maga azért óvatos, nem sűrgeti a pénznyomtatás leállítását, a kamatemelés még messze van, s nincs köbe vésvé az, hogy le kell állítani a pénzpumpát, ezért a hónap elejétől a dollár komoly veszteségeket könyvelt el, s csak hónap végére kezdett ismét erőt gyűjteni. Az EUR/USD árfolyam 1,28 közeléből egészen 1,33-ig tudott emelkedni (+3,9%), a 10 éves amerikai hozamok pedig a július 8-án regisztrált 2,75%-os két éves csúcsról 2,46-2,50% közelébe ereszkedtek, s csak a hónap végére kapaszkodtak fel ismét 2,7% közelébe. Ben Bernanke Fed-elnök elmondta, hogy megvan annak a kockázata, hogy a szigorúbb költségvetési politika a következő néhány negyedévben a vártnál nagyobb mértékben lassíthatja a gazdaságot, de az államadósság-plafon újabb megemlése körül bizonytalanság is okozhat feszültséget. A Fed elnöke sokkal inkább a kockázatokról beszélt júliusban, mintsem a gazdaság jó teljesítményéről. A munkaerőpiaci helyzet messze nem kielégítő Bernanke szerint, ugyanis az aktivitási ráta csökkenésének tudható be a munkanélküliségi ráta javulása.

Az amerikai pénzügyminisztérium a megszorítások következtében javuló államháztartásról tájékoztatta a befektetőket, júniusban már többletet ért el a büdzsé. A költségvetési hiány idén 5 éves mélypontra apadhat. Mindennek következményeként negatívról „stabilra” javította az Egyesült Államok kiváló (Aaa) adóskockázati besorolásának kilátásait a Moody's.

## Eurozóna

Az év első hónapjában még többnyire optimizmus uralta az euró piacát, hiszen az Európai Központi Bank (EKB) 2012 nyarán beharangozott kötvényvásárlási programja tartotta a lelket a piacban, erősítette a bizalmat, és sikeresen letörte a kötvénypiacot érő spekulációs támadásokat. Januárban a jegybank bejelentette, hogy a kereskedelmi bankok megkezdik a mintegy 1000 milliárd eurónyi 3 éves kölcsön visszafizetését. Január végén 137 milliárd eurónyi kölcsön visszafizetéséről érkeztek hírek, amely csaknem kétszerese volt a piaci várakozásoknak, s utalt egyben a bankrendszer jobb egészségi állapotára. Az EKB a januári ülésen oszlatni kezdte a kamatcsökkentéssel kapcsolatos várakozásokat is. A német gazdasági-üzleti bizalom annak ellenére kezdett erősödni az év elején, hogy a német kormány az idei évre vonatkozó GDP-előrejelzését 0,8%-ról annak felére, 0,4%-ra rontotta. A ZEW indexe 3, az Ifo indexe 1 éves csúcsot ért el. A német Bundesbank közölte, hogy Németország elkerülheti a recessziót, sőt már az év elején pozitív fordulatot vehet a gazdaság, de sajnos Európa legnagyobb gazdasága is megérezte a leszakadó periféria gyengélkedését. A január vége felé érkező gazdasági adatok azonban nem adtak messzemenő optimizmusra okot, hiszen a munkanélküliség 11,9%-ra, rekord magasságba, 1995 óta nem látott szintre emelkedett, s kiderült, hogy az eurozóna gazdasága a tavalyi utolsó negyedévben 0,6%-kal esett vissza.

Az EKB a várakozásoknak megfelelően nem változtatta meg a 0,75%-on álló irányadó rátát február eleji ülésén. Az ülést követő sajtótájékoztatón viszont Mario Draghi, az EKB elnöke pesszimista kijelentéseket tett a gazdaság várható teljesítményével, ill. az infláció várható alakulásával kapcsolatban, amelynek következtében az EUR/USD árfolyam az 1,35 feletti szintekről esésnek indult és az európai fizetőeszköz bő 1%-kal gyengült a fő devizákkal szemben átlagosan. Draghi elmondta, hogy az infláció mérséklődött és a következő hónapokban akár 2% alá is süllyedhet. Európában az év első felében még gyenge gazdasági teljesítményt várnak, inkább az év második felében számítanak élénkülésre. Az EKB kormányzótanácsa februárban úgy látta, több a „lefelé mutató” kockázat. A hitelezés továbbra is visszafogott, a hitelpiac gyenge, ami jelzi, hogy egyrészt magasak a kockázatok, másrészt a gazdasági szereplők az egyéni anyagi helyzetük rendezésével vannak elfoglalva. A gazdasági és üzleti hangulatra vonatkozó indikátorokból azt olvasták ki, hogy a gazdasági szereplők bizalma relatíve alacsony szinten stabilizálódott.

Borúsabbnak látta az Európai Unió (EU) idei évét az Európai Bizottság (EB), a frissített téli előrejelzésében. A februári friss számok szerint már nem 0,1, hanem 0,3%-os gazdasági visszaesést prognosztizáltak az idei évre, 12,2%-ig emelkedő

munkanélküliség mellett. A német gazdaság kapcsán a korábbi 0,8% helyett, csupán 0,5%-os GDP-növekedést becsülték, Olaszországban, Spanyolországban, Portugáliában, Görögországban, Cipruson, Szlovéniában és már Hollandiában is recessziót vizionált a Bizottság.

Végül beborult a hangulat a pénz- és tőkepiacokon, amint lassan megérkeztek az olasz választási eredmények. Egyértelműen patthelyzet alakult ki, miután az alsóházban a Berlusconi-vezette balközép koalíció győzött, de a felsőházban nem tudott fölénybe kerülni. A politikai csatározások megrázták az euró piacát, amely 1,30 közelébe gyengült az amerikai dollárral szemben. Többen arról kezdtek beszélni a befektetői körökben, hogy az olasz gazdaságpolitika instabillá válhat, amely könnyen lehet egy újabb válságfejezet Európában.

Az EKB márciusi ülésén nem közölt sok új információt, ami a kamatpályát, vagy a monetáris politikát illeti, de mivel borúsabb gazdasági előrejelzésekkel rukkolt elő, így az euró folytatta a lejtmenetet, különösen a dollárral szemben. Az idei évre 0,1-0,9% közötti gazdasági visszaesést jósolt a jegybank stábjá, 2014-re viszont már 2%-os növekedést is elérhetőnek vélt. Az idei esztendőre 1,2-2,0% közötti inflációval számoltak márciusban, 2014-re pedig 0,6-2,0% közötti átlagos áremelkedéssel.

A márciusi bizalmi és hangulati felmérésekben már megjelentek az olasz és a ciprusi pénzügyi-politikai helyzettel kapcsolatos aggodalmak. A német Ifo üzleti hangulat index például 5 hónapja először esett vissza. Március elején még nem rendeződött a ciprusi kérdés. Március közepén azonban az EU-IMF-EKB trió (trojka) megállapodott a ciprusi kormánnyal arról, hogy néhány napra zárolják a bankbetéteket, s cserében Ciprus az eredetileg tervezett 17 milliárd euró (a GDP 100%-a helyett), csak mindössze 10 milliárd euró (a GDP 58,8%-ának megfelelő) mentőövet kap. Az EU a ciprusi bankbetétesek megadóztatását és a társasági adó emelését várta el. A bankbetétes megadóztatása kapcsán hosszas egyeztetések folytak, még Oroszországban is, a ciprusi parlament azonban elutasította az első terveket. A március végén elfogadott javaslat szerint az ország második legnagyobb bankját, a Laiki-t felszámolták, s az ott lévő 100 ezer euró alatti betéteket áthelyezték a legnagyobb bankba, a Bank of Cyprusba. A 100 ezer eurónál nagyobb, nem biztosított bankbetéteket befagyasztották, s ezekből fizette ki Ciprus a mentőövhöz szükséges 5,8 milliárd eurós önrészt. Nem kedvezett a piaci hangulatlak, hogy az Euróccsoport elnöke azt mondta, hogy a ciprusi helyzet megoldása „mintaként szolgálhat” más nagyméretű bankrendszerrel rendelkező eurozóna tagállamok jövőbeli megmentésében is.

Egyre több jel utalt arra, hogy a német gazdaság egymaga nem képes kihúzni az eurozónát a recesszióból. Áprilisban váratlanul 4 havi javuló teljesítmény után romlott mind a feldolgozóipari, mind a szolgáltatóipari mutató. A német magánszektor teljesítménye 2012 novembere óta először esett vissza. A szolgáltatóipari index 6 havi mélypontra került, a feldolgozóiparé pedig 4 havi mélypontot ért el. Az új megrendelések már két hónapja csökkennek, a feldolgozóiparban az idei évben addig a legnagyobb mértékben estek vissza a megrendelések.

Az EKB áprilisi ülésén is a 0,75%-on álló alapkamat tartását jelentette be. Az eurozóna gazdaságának gyengélkedése, a ciprusi fejlemények és a megoldatlan olasz belpolitikai helyzet ellenre sem nyúltak a kamatszínhez. Az infláció a várakozásoknak megfelelően tovább mérséklődött az eurozónában, a gazdasági növekedéssel kapcsolatosan viszont már egyértelműen pesszimista kijelentéseket tett a jegybankelnök, amikor azt mondta, hogy az év elején folytatódott a gazdaság gyengélkedése, s a gazdasági növekedést az év második felében „számos” lefelé mutató kockázat fenyegeti. Korábban úgy ítélte meg az EKB stábjá, hogy az eurozóna gazdasága az év második felében lassan élénkülhet.

Az eurozóna áprilisi előzetes inflációja minden várakozást meghaladóan 1,7%-ról 1,2%-ra csökkent. 2010 februárja óta nem mértek ilyen alacsony értéket, amely igazolta az EKB pesszimizmusát és várakozásait egyaránt. A kamatcsökkentéssel kapcsolatos várakozások felerősödtek, s az euró újabb veszteségeket könyvelt el. A munkanélküliség 12% fölé, új történelmi csúcsra szökött fel az eurozónában, amely szintén növelte a feszültséget.

Sajnos április elején sem haladtak az olasz kormányalakítási tárgyalások, majd az államfőválasztás sem hozott eredményeket április közepén, így a patthelyzetet elkerülendő, újabb 7 évvel meghosszabbította az olasz törvényhozás Giorgio Napolitano mandátumát. Enrico Lettát, a balközép Demokrata Párt alelnökét bízta meg a kormányalakítással az államfő. Letta és 21 fős nagykoalíciós kormánya április végén letette a hivatali esküt, a pénzügyminiszteri posztra Fabrizio Saccomanni jelölték, aki a Banca d'Italia főigazgatója volt.

Az eurozóna gazdasága – mint kiderült – 0,2%-kal esett vissza az első negyedévben a tavalyi utolsó negyedévhez mérten. Ezzel már 6. negyedéve zsugorodik az euroövezet gazdasága, ami a leghosszabb visszaesésnek számít az euró

bevezetése óta. A német GDP 0,3% helyett csak 0,1%-kal bővült, a francia gazdaság pedig recesszióba fordult (-0,1%). Az EB újonnan elkészített prognózisa szerint 2013-ban 0,4%-kal zsugorodhat az euroövezet gazdasága, jövőre viszont már 1,2%-kal nőhet. Ezek jóval gyengébb számok, mint amelyeket korábban becsültek. Májusban az eurozóna inflációja 1,4% volt. Az élelmiszerek, az alkohol és a dohánytermékek drágulása húzta feljebb a mutatót. A szakatlanul hosszú téli időjárás visszafogta a német gazdaságot is az első negyedévben, azonban az ipari megrendelések és a termelés is a vártnál kedvezőbben alakultak, a 2 évtizedes mélypontra lévő munkanélküliség pedig támogatta a fogyasztást is. A német vállalatok üzleti bizalmi indexe májusban váratlanul 3 hónapja nem látott szintre emelkedett.

Az EKB a várakozásoknak megfelelően május eleji ülésén 0,75%-ról 0,50%-ra, történelmi mélypontra csökkentette az irányadó rátát, de mindezt az ún. kamatfolyosó szűkítése mellett tette, vagyis egyelőre nem szállította le negatív tartományba a betéti kamatlábat. Az alacsonyabb inflációs nyomás, a gyengébb gazdasági teljesítmény és az alacsony hitelpiaci dinamika lehetővé tették a kamatvágást. A kamatdöntési közlemény továbbra sem volt optimista, sőt az EKB elnöke kijelentette, hogy készen állnak többet is tenni a növekedésért, amennyiben szükséges. Megállapították, hogy az európai gazdaság lassulása széleskörű, már a stabilabb centrumot is elérte, azokat az országokat, amelyeknek azelőtt nem voltak különösebb növekedési problémái. A felülvizsgált adatok is végül megerősítették az eurozóna recessziójának további mélyülését. Az export és a beruházások is visszaestek. Az OECD májusban az idei évre Európában 0,6%-os gazdasági visszaesést jósolt, jövőre pedig csak 1,1%-os növekedést prognosztizált.

Május végén azonban fordulatot vett a gazdaság, sorra érkeztek a kedvező statisztikák az eurozónából. Kiderült, hogy valamennyi tagállam feldolgozóipara jól teljesített májusban. Igaz, a mutatók továbbra sem lépték át az 50 pontos értéket, de jelezték, hogy a gazdasági visszaesés mértéke 2012 februárja óta a legkisebb. A német, a holland, az osztrák és olasz indexek 3-4 havi csúcsra kapaszkodtak, a francia mutató 13, a görög 23, a spanyol pedig 24 havi csúcstól döntött. Kissé beáramította az optimizmust, hogy a deflációs nyomás még érezhető volt, mivel a beszerzési és a termelői árak is csökkentek, de összességében úgy tűnt, hogy 4 hónap hanyatlás után végre magához tért az eurozóna feldolgozóipara.

Az EKB rekord alacsony szinten, 0,50%-on hagyta az irányadó rátát a júniusi ülésén. A döntés széleskörű konszenzussal született és egyben megfelelt a piaci várakozásoknak is. A jegybank stábjának friss előrejelzéseket készített, amely nagyjából megegyezett az OECD számaival. Mario Draghi EKB-elnök közölte, hogy a jegybanki politika alkalmazkodni fog a gazdaság gyenge teljesítményéhez, az infláció változékony maradhat (csökkenhet a fogyasztás visszaesése miatt és emelkedhet is az adóemelések és az energiaárak emelkedése nyomán). Az idei évre 1,4, jövőre pedig 1,3%-os átlagos inflációt becsültek.

Az uniós pénzügyminiszterek június második felében hosszú tárgyalások után végül megállapodtak a bankszanálási mechanizmusról, ami a bankunió felé vezető út második lépését jelenti. A bajba került bankok megmentésében a részvényesek mellett a 100 ezer euró feletti bankbetétekkel rendelkezőknek is ezentúl részt kell vállalniuk, így már nem áll fenn az, hogy a betétesek soha nem veszítik el megtakarításaikat. Az új szabályok 2018-tól lépnek életbe, s a banki kötelezettségek 8%-áig terjednek. A tagországoknak szanálási és betétgarancia alapot kell képezniük a fedezett betétek 1,3%-ára.

Az EKB júliusi ülésén a várakozásoknak megfelelően rekord alacsony szinten, 0,50%-on tartotta az irányadó kamatlábat. Nem változtatta meg sem a 0,00%-os betéti, sem pedig az 1,00%-on álló hitelkamatlábát sem. Mario Draghi az EKB elnöke viszont a kamatdöntést követő sajtótájékoztatóján elmondta, fenntartják a laza monetáris politikát, amíg csak szükséges, sőt az irányadó ráta jó ideig megmaradhat a jelenlegi alacsony szinten, de akár a jelenleginél alacsonyabb szintekre is süllyedhet. Az EKB eddigi gyakorlatában nem utalt a kamatszint várható jövőbeli alakulására, így ez meglepte a befektetőket. Az EKB elnöke a sajtó kérdéseire válaszolva sem árulta el, pontosan milyen időtávon maradhat fenn az alacsony kamatszint, de az iránymutatásba (forward guidance) kétségkívül beleszótt a további kamatsökkentés lehetőségét, arra az esetre, ha az eurozóna gazdasága gyengén teljesít. Kilépési stratégián nem gondolkodtak el a kormányzótanács tagjai, s jelezték, hogy fenn kívánják tartani a pénzbőséget. A hiteldinamika és a munkaerőpiac gyenge, ezért jelentős inflációs kockázatokról továbbra sem tartanak.

A pesszimista hangvételű EKB sajtótájékoztató július elején gyengülő pályára állította az euró számos devizával szemben, a kötvényhozamok Európa-szerte csökkenni kezdtek, a közös fizetőeszköz átlagosan 2%-ot veszített értékéből, majd a hónap második felében ismét erőre kapott. Ennek oka egyrészt az volt, hogy a Fed nyugtatni kezdte a piacokat, másrészt az eurozónából meglepően kedvező makrogazdasági statisztikák érkeztek, így július közepétől a közös valuta ledolgozta veszteségeit és több mint 2%-kal felülteljesítette végül az amerikai dollárt.

Az eurozóna feldolgozóipara júliusban két éve először élénkült, az EB gazdasági bizalmi indexe 15 havi csúcsra emelkedett, az üzleti bizalom pedig már három hónapja erősödött. A recesszió a periférián összességében enyhült. Maradt azonban negatívumok is, hiszen a munkanélküliség 12% felett maradt az eurozónában, a magánszektor hitelfelvétele pedig, mint kiderült 1,6%-kal zuhant júniusban éves szinten, amelyre 1999, az euró bevezetése óta nem volt példa. Az infláció a várakozásoknak megfelelően 1,6%-on stagnált júliusban, így már fél éve mozgott az EKB 2%-os középtávú célja alatt. Összességében a jelek arra utaltak, hogy az eurozóna gazdasága az év második felében valóban élénkülhet, s egyelőre nem mélyül tovább Európában a recesszió.

Az uniós vezetők július 8-án megállapodtak abban, hogy több részletben fogja Görögország megkapni az újabb hitelrészleteket. Júliusban 2,5, milliárd eurót utalnak a hellén államnak, a többi pedig októberben folyósítják majd. Az uniós politikusok többsége szerint Görögországban a kiigazítások lassan haladnak, túlköltekezés van az egészségügyben, reformok kellenének az ingatlan- és jövedelemadók terén, s végre kellene hajtani a tervezett leépítéseket a közszférában, emellett a privatizációból is csak lassan folynak be a bevételek.

Leminősítette Olaszországot a Standard and Poor's (S&P) hitelminősítő intézet júliusban. Az adóskockázati besorolás (BBB+) -ról (BBB)-re süllyedt, negatív kilátások mellett. Az olasz adóskockázat még 2 fokozattal van az ún. befektetésre nem javasolt „bővli” adósszint felett. A gazdaság már a 8. negyedévet tölti recesszióban, a munkanélküliség 1977 óta nem látott szintre emelkedett, a kamatlábak pedig továbbra is meghaladják a válság előtti szinteket. Az olasz gazdaság idén 1,4%-1,5% helyett 1,9%-kal eshet vissza a hitelminősítő szerint, az IMF pedig 1,8%-os gazdasági visszaesést jósolt.

Stabilról pozitívrá javította viszont az S&P hitelminősítő intézet Írország (BBB+) adóskockázati besorolásának kilátásait. A hitelminősítő szerint a gazdaság élénkül és a költségvetési hiány a vártnál sokkal gyorsabban csökken. A hiány lefaragását a stabil politikai helyzet is támogatja. A lakásárak nagy valószínűséggel idén érik el a mélypontot és a következő egy-két évben folyamatosan emelkedhetnek.

A Fitch Ratings londoni hitelminősítő intézet (AA+) -ra rontotta Franciaország adóskockázati besorolását, egyelőre stabil kilátások mellett. A hitelminősítő közölte, hogy amennyiben tovább romlik a gazdasági teljesítmény, emelkedik a munkanélküliség, lassul a gazdaság és nő az államháztartási deficit, akkor újra felülvizsgálhatja az ország adósszintjét.

### **Magyar gazdaság**

Az idei esztendő erős pesszimizmussal indult. A bizalmi indexek csak 2008-ban, a válság mélypontján voltak lejjebb az év eleji szinteknél, így nem volt látható az a szikra sem, amely a költségek vagy a hitelfelvételi kedvet fellobbantaná. A hazai növekedés meghatározó tényezői a beinduló új járműipari és kapcsolódó beszállítói beruházások, az uniós források hasznosulása, illetve a mezőgazdasággal kapcsolatos optimista várakozások voltak. A munkanélküliség tavaly átlagosan 10,9, az infláció pedig 5,7% körül mozgott, a GDP pedig 1,7%-kal esett vissza, akár csak az ipari termelés. A tavalyi utolsó negyedévben 2,7%-os gazdasági hanyatlást mutattak ki.

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) Monetáris Tanácsa (MT) folytatta a tavalyi év második felében elindított kamatvágási sorozatot, így januárban is – a szűk többség döntése eredményeképpen – 25 bázisponttal csökkentette az irányadó rátát, 5,75%-ról 5,50%-ra, amely 2010 decemberében volt utoljára ezen a szinten. Az új jegybankelnök kinevezésével kapcsolatos találgatásokból, valamint a jegybank várható politikájával kapcsolatos nyilatkozatokból januárban sem volt hiány. Január végén kiderült, a jelölt személyét csak március 1-jén nevezi meg a miniszterelnök, egy nappal Simor András mandátumának lejártá előtt. Matolcsy György nemzetgazdasági miniszter nyilatkozatai már az év elején borzolták a kedélyeket, ugyanis elmondta, hogy a jegybanknak „pontosan azokkal” az eszközökkel kellene támogatnia a növekedést, amelyekkel a Fed, az EKB és a Bank of England él, ám leszögezte, hogy a jegybanknak nem feladata a költségvetés finanszírozása.

Közben Orbán Viktor miniszterelnök Brüsszelben úgy nyilatkozott, nem kell új pénzügyi EU-IMF védőháló Magyarországnak. Az IMF külkapcsolatokért felelős igazgatója később megerősítette, felfüggesztik a készenléti hitelmegállapodásról (SBA) folytatott tárgyalásokat.

Januárban váratlanul 4% alá csökkent az infláció. Utoljára 2011 szeptemberében mértek hasonlóan alacsony értéket. A tavalyi év elején végrehajtott áfa-emelés, vagyis egy erős bázishatás következtében lassult a pénzromlás éves üteme. Az ipari termelés 1,4%-kal csökkent.

Február közepén az ÁKK 3,25 milliárd dollár értékben bocsátott ki devizakötvényt Az 5 éves lejáratú kötvényből 1,25 milliárd dollárnyit értékesítettek, 335 bázispontos prémiummal a megfelelő amerikai benchmark felett, míg a 10 éves kötvényből 2 milliárd dollárnyi forrást vontak be, 345 bázispontos felár mellett. Az idén 5,1 milliárd euró értékben lejárató devizaadósság nagy részét 4-4,5 milliárd eurós devizakötvény kibocsátással kívánta finanszírozni az ÁKK.

Az Európai Bizottság (EB) téli előrejelzése lehangelő volt, ugyanis abban az állt, hogy hazánk idén és jövőre is elvételi majd a GDP arányában vett 3%-os államháztartási hiánycélt. Úgy becsülték, hogy idén 2,4 helyett 3,4% lehet a deficit mértéke, de 2014-re is hasonló adatot hoztak ki. Az idei évre 0,1%-os gazdasági visszaesést jósoltak, míg jövőre már 1,3% körüli növekedést.

Február elején szivárogtak ki először az MNB leendő új elnökéről szóló hírek. Ennek kapcsán Matolcsy György neve merült fel, a nemzetgazdasági miniszteri poszt várományosaként pedig Varga Mihályt emlegették. A kormány próbálta cáfolni a híreket, de a forint gyengülni kezdett a spekulációra, mivel Matolcsytól korábban olyan kijelentéseket hallhattak a befektetők, hogy ha ő lenne az MNB élén, akkor a fejlett ipari országok jegybankjainak gyakorlatát követve, rendhagyó, unortodox irányba mozdulna el a monetáris politika.

Az MNB február végén újabb 25 bázisponttal, 5,50%-ról 5,25%-os történelmi mélypontra csökkentette az alapkamatot. Ez volt sorjában a 7. kamatvágás. Simor András, a jegybank leköszönő elnöke elmondta, hogy ismét a szűk többség döntött a kamatszint mérsékléséről. A legnagyobb érvek a kamatvágás mellett már az infláció jelentős januári csökkenése, a gyenge belső kereslet és hazánk recessziós állapota voltak. A gazdaság idei éves növekedési potenciálját legfeljebb 0,5%-ra becsülte Simor, s felhívta a figyelmet arra, hogy a lassan fél éve tartó kamatvágási ciklus ellenére sem tudott élni a hitelezés az adósságok leépítése (mérlegalkalmazkodás) miatt. A monetáris tanács utalt arra, hogy amennyiben a 3%-os inflációs cél mentén alakul az árdinamika, úgy további kamatcsökkentésekre is sor kerülhet. Az MNB várakozásai helyesnek bizonyultak, mivel februárban 2,8%-ra tovább enyhült az infláció, amely immár 7 éves mélypontot jelentett. Az ipari termelés februárban 5,4%-kal csökkent a tavalyi hasonló időszakhoz képest. Az export 1,2%-kal tovább zsugorodott.

Március 1-jén Orbán Viktor miniszterelnök bejelentette, Matolcsy György váltja Simor Andrászt a jegybank élén. A nemzetgazdasági miniszteri posztot Varga Mihály fogja betölteni. Balog Ádám az egyik alelnök, Pleschinger Gyula pedig a Monetáris Tanács 9. tagja lett. Matolcsy György parlamenti meghallgatásán elmondta, hogy törekedni fognak az árstabilitásra és a pénzügyi stabilitásra. A jegybank támogatni fogja a gazdaság talpra állását és a kormányzat politikáját, de emellett a jegybank intézménye független marad.

14 havi mélypontra zuhant a forint március végén (márc. 21-én este) az euróval szemben, amint a Standard and Poor's hitelminősítő intézet hazánk adóskockázati besorolásának (BB) kilátásait stabilról negatívra rontotta, amely újabb leminősítés veszélyét hordozza. Az indoklás szerint a gazdaságpolitika kiszámíthatatlanabb lett, az ellenőrző intézmények függetlensége és hitelessége veszélybe került. Bírálta a hitelminősítő az MNB-ben történő változásokat és az alkotmánymódosítást egyaránt.

Ennek ellenére márciusi ülésén a jegybank – a korábbi menetrendet követve – újabb 25 bázispontos kamatcsökkentést jelentett be, így az alapkamat 5,00%-ra, újabb történelmi mélypontra süllyedt. Ez volt a 8. kamatvágás a sorban és megfelelt az elemzők várakozásának. Matolcsy György, a jegybank új elnöke szakított azzal a gyakorlattal, hogy rendszeres sajtótájékoztatót tartson a kamatdöntések után, ehelyett közleményt adott ki. A forint 304 közelében járt az euróval szemben. A Monetáris Tanács közölte, hogy az infláció az idei év egészében a 3 százalékos jegybanki cél alatt maradhat, míg 2014-ben ismét a célérték közelébe kúszhat. Hazánk kockázati megítélése februárig nagyjából stabil volt, de márciusban romlott. 2013 márciusában az ipari termelés 2,9%-kal csökkent éves alapon. A termelés csökkenése az ágazatok döntő többségére jellemző volt. A kiskereskedelmi forgalom 2,8%-kal mérséklődött. 4 hónapja nem mértek ekkora visszaesést a fogyasztásban.

Az MNB április elején jelentette be, hogy elindítja az ún. Növekedési Hitel Programját (NHP). Az MNB új programja a kis- és középvállalkozásokat (kkv-kat) olcsó hitelhez juttatja egy 250 milliárd forintos keretből (ez az első pillér), másrészt segíti a devizahitelek kiváltását egy szintén 250 milliárd forintos keretből (ez a második pillér). A harmadik pillér keretében a jegybank 1000 milliárd forinttal szeretné csökkenteni a kététes kötvényállományát kb. 3600 milliárd forintra. Ez a lépés az ország sérülékenységét hivatott csökkenteni és a pénzügyi stabilitást erősíteni. Nyugtatta a piacot az, hogy Matolcsy György

kijelentette, nagy kincs a devizatartalék, amelyet nem kívánnak intervenciókon keresztül „elégetni”. Matolcsy felhívta a figyelmet arra, hogy a monetáris politikának 3 célra kell ügyelnie, az első az árstabilitás, a másik a pénzügyi stabilitás, a harmadik pedig – amennyiben az első kettő rendben van – a mindenkori gazdaságpolitika támogatása. Márciusban 2,2%-ra tovább csökkent az infláció.

A Nemzetgazdasági Minisztérium (NGM) április közepén elküldte Brüsszelnek a friss konvergencia-programot. Ebben az ideai éves növekedési prognózist 0,9%-ról 0,7%-ra csökkentette a kormány, míg az inflációs várakozást 5,2%-ról 3,1%-ra vágta vissza. Akkor még pótlólagos intézkedések nélkül is tarthatónak vélték az idei évre kitűzött 2,7%-os GDP-arányos államháztartási hiánycélt. 2014-re viszont a korábbi 2,2% helyett 2,7%-ra emelték a hiánycél prognózist. A konvergencia program 293,1 euróforint árfolyammal számol 3 éves időtávon.

Az MNB áprilisi ülésén sem szakította meg a kamatcsökkentések sorát, és a vártak megfelelően 25 bázisponttal 4,75%-ra mérsékelte az irányadó rátát. Ez volt a 9. kamatcsökkentés a sorban, az alapkamat ezzel új történelmi mélypontra süllyedt. Áprilisban 1974 óta nem látott alacsony szintre, 1,7%-ra esett az infláció.

Az Európai Bizottság tavaszi előrejelzésében már javította hazánkra vonatkozó előrejelzéseit. Az idei esztendőre már 0,2%-os gazdasági növekedést jósoltak a télen becsült 0,1%-os visszaeséssel szemben, jövőre pedig 1,3% helyett már 1,4%-os GDP-növekedést jósoltak. Idénre átlagosan 2,6, jövőre pedig 3,1%-os inflációt vizionáltak. A munkanélküliség az idei 11,4%-ról 2014-re 11,5%-ra emelkedhet az áprilisi prognózisok szerint. A költségvetés hiánya idén a GDP 3%-ára, míg jövőre annak 3,3%-ára rúghat a jelentés szerint. Ugyan a deficitszámok kedvezőbbek, mint a téli prognózisban voltak, ám a Bizottság nem látta biztosítottak a hiányszint tartós csökkentését.

A kormány nem sokáig tétovázott, s május első felében új megszorító intézkedéseket jelentett be annak érdekében, hogy Magyarország 9 év után kikerülhessen a túlzottdeficit-eljárás (EDP) alól. A költségvetésben idén és jövőre zárolnak 92 milliárd forintot, a nagyberuházások leállításával további 60 milliárdos megtakarítást irányoztak elő, s közölték, ha ez sem elegendő, akkor adóemeléseket vezetnek be, újragondolhatják a tranzakciós adót, illetve az energiaágazati adókat is. Varga Mihály nemzetgazdasági miniszter szerint, ha megvalósul az online pénztárgép-rendszer és az e-útdíj rendszer, akkor a zárolások is elegendőek lehetnek a GDP-növekedéssel együtt ahhoz, hogy teljesüljön a 2,7%-os hiánycél.

A forint erősödéssel fogadta május közepén az első negyedéves GDP-adatot, hiszen 0,7%-kal tudott bővülni a gazdaság 4 negyedévi sorozatos visszaesés után. Jóllehet éves szinten 1,3 helyett csak 0,9% lett a visszaesés mértéke. Az építőipar kezdett magához témi és a mezőgazdaság kiemelkedően teljesített. A fogyasztás és a beruházások továbbra sem tudtak növekedni. A beruházásoknál sem volt jele éles fordulatnak, a magas vállalati adóterhek pedig csak árnyalják a képet és a foglalkoztatás növekedését fékezik.

Az MNB 10-edjére is, a várakozásoknak megfelelően 25 bázisponttal 4,50%-ra csökkentette alapkamatát májusban. Matolcsy György, az MNB elnöke bejelentette, a Növekedési Hitelprogram első két pillérének keretét összesen 750 milliárd forintra emelik, miután sikeres tárgyalásokat folytattak a bankokkal és az ügyfelekkel. Az első pillérben így 425, a másodikban 325 milliárd forint áll rendelkezésre. Májusban az infláció 1,8%-ra gyorsult, azaz valamelyest kimozdult a 4 évtizedes mélypontról, de a bázishatás és a kormány által elrendelt rezsicsökkentés következtében a jegybank a defláció tartósságára és további kamatvágások lehetőségére utalt.

Május 29-én az Európai Bizottság a hazánk ellen 9 éve folyó túlzottdeficit-eljárás megszüntetését javasolta és közölte, hogy idén 2,7, jövőre pedig 2,9% körül alakulhat a költségvetési hiány.

Június végén menetrendszerűen 11. alkalommal, újabb 25 bázispontos kamatcsökkentést jelentett be az MNB. A jegybank stábja frissítette gazdasági prognózisát, mely szerint 2013-ra 0,5% helyett már 0,6%-os GDP-növekedést várnak, de 2014-re 1,7% helyett 1,5%-os bővülést becsültek. Az inflációs prognózisok is vegyesen alakultak. Az idei évre már 2,6% helyett csupán 2,1, jövőre azonban 2,8 helyett 3,2%-os átlagos éves pénzromlási ütemet számoltak.

Június végén az uniós vezetők az Európai Bizottság ajánlását figyelembe véve megszavazták, hogy többek között Magyarország ellen is megszüntetik az ún. túlzottdeficit-eljárást. Varga Mihály nemzetgazdasági miniszter június közepén több új megszorító intézkedést irányzott elő, mintegy 100 milliárd forintos nagyságrendben. Ennek megfelelően augusztustól

megemelik a pénzügyi tranzakciós illetéket, a vállalatok különadóit, 6%-os EHO-t vezettek be a kamatjövedelmekre, és megemelték a bányajáradékot is. Június utolsó napjaiban a parlament megszavazta az új csomagot.

A forint gyengüléssel reagált júliusban a jegybanki politika változására és a kormány új devizahiteles mentőprogramjának beharangozására. A forint az idei második negyedévben a fejlett-fejlődő piacok devizái között az egyik legjobb teljesítményt mutatta fel, hiszen több mint 3%-kal tudott erősödni a fő devizákkal szemben, de július 16-a, a kormány új devizahiteles mentőprogramjának megszűltetése óta közel hasonló mértékben zuhan, így az euróval szemben 292 közeléből 300, az amerikai dollárral szemben 222-ről 228, a svájci frankkal szemben pedig 235-ről 243-ig szöktek fel a jegyzések. A külföldi befektetők csökkenteni kezdték állampapír állományukat, mivel mind a monetáris, mind pedig a gazdaságpolitikában növekvő bizonytalanságot és kevesebb kiszámíthatóságot láttak, sőt a hozamszinteket kevésbé találták vonzóknak.

A piaci várakozásoknak megfelelően 12. alkalommal, újabb 25 bázisponttal, 4,25%-ról 4,00%-ra süllyesztette alapkamatát a Magyar Nemzeti Bank júliusban, ami újabb történelmi mélypontra felelt meg. Megdöbbenette viszont a befektetőket a jegybank új iránymutatása, mely szerint akár 3,00-3,50%-ig is tovább csökkenhet az irányadó ráta, méghozzá 25 helyett akár 10 bázispontos lépésekkel. Az MNB kijelentette, hogy idén kikerülhetünk a recesszióból, bár a gazdasági teljesítmény még messze elmarad a potenciális szinttől, a munkanélküliség magas, a fogyasztás visszafogott, az inflációs félelmek mérsékeltek. Hazánk kockázati megítélése érdemben nem romlott, jelentős tőkekivonásokra nem került sor, de a jegybanknak óvatosnak kell lennie, mert a befektetői hangulat változókonnyá, törékenyebbé vált. Az MNB stábjában szerint az óvatosságot mutatják a kisebb lépésközök, a kiszámíthatóságot pedig a kamatvágási ciklus folytatása.

Az MNB két ponton is módosította az áprilisban elindított Növekedési Hitelprogramját július végén. Hitelszerződéseket kötni bár továbbra is csak augusztus 29-ig lehet, de a folyósítások időbeli csúszása miatt, a program határideje szeptember 30-ig tolódott ki. A másik fontos változás, hogy a kereskedelmi bankoknak lehetőségük van a devizahitelek kiváltását célzó, a II. pillér keretein belül lehívható forrásokat az I. pillér feltételrendszerén belül felhasználni.

Orbán Viktor miniszterelnök július végén közölte, hogy „nyugodt, higgadt” tárgyalásokat szeretne kezdeményezni a bankokkal elsősorban a lakáscélú devizahitelek 5 éven belüli kivezetéséről. Olyan megoldásokat keresnek, amely nem dönti be a bankrendszer. A szabadfelhasználású hiteleket nem érinti a program. Az érintett hitelállomány kb. 1900 milliárd forint. A kormányzat jelezte, nyitott arra, hogy a terheket megossza a bankszektorral, de a hitelek forintosításában az MNB-nek is juthat szerep, pl. az, hogy devizát biztosít az átváltáshoz. Varga Mihály nemzetgazdasági miniszter leszögezte, hogy szeptember 30-ig, a 2014-es költségvetés összeállításáig készen kell lennie az új devizahiteles mentőprogramnak.

### Hazai részvénytőzsi

2013. első félévében jól szerepeltek a fejlett piaci részvényindexek, a BUX pedig teljesítményével lekörözte a többi régiós indexet.

A hazai részvényindex 4,68%-kal került feljebb, a 2012. év végi 18 173 pontról 19 024 pontra. A vezető részvények közül az Egis szerepelt a legjobban, a kisebbik gyógyszerpapír jegyzése 17 585 Ft-ról 21 910 Ft-ra szökött fel, mely a 240 Ft-os, kifizetett osztalékkal korrigálva jelentős, 25,96%-os emelkedésnek felel meg. Nem panaszkodhattak az OTP befektetői sem, a bankpapír árfolyama 4 150 Ft-ról 4 755 Ft-ra emelkedett, mely a 122 Ft-os osztalékkal korrigálva 17,52%-os nyereséget jelent. A Magyar Telekom árfolyama 375 Ft-ról 340 Ft-ra csökkent, az 50 Ft-os osztalékkal korrigálva azonban 4%-os nyereséget tehettek zsebre a befektetők. A MOL és a Richter árfolyama is csökkent, az olajtársaság jegyzése 17 755 Ft-ról 16 950 Ft-ra esett, mely a 462 Ft-os osztalékkal korrigálva 1,93%-os veszteséget jelent. A nagyobbik gyógyszerpapír árfolyama 36 210 Ft-ról 33 950 Ft-ra esett, mely a 660 Ft-os osztalékkal korrigálva 4,42%-os csökkenésnek felel meg. Ezzel a teljesítménnyel a régiós részvényindexek közül kiemelkedett a hazai, hiszen a lengyel WIG20 2 582,98 pontról 2 245,64 pontra esett, mely 13,06%-os csökkenésnek felel meg, míg a cseh PX 1 038,70 pontról 878,27 pontra zuhan, mely 15,45%-os veszteség. A fejlett piaci indexek jól szerepeltek, a német DAX 7 612 pontról 7 959 pontra, míg az amerikai S&P 500 1 426,19 pontról 1 606,28 pontra szökött fel. A német részvényindex esetében ez 4,55%-os, míg tengerentúli társa esetében 12,63%-os nyereségnek felel meg.

A BUX-kosárban lévő részvények napi átlagforgalma az idei év első felében 9,04 milliárd forintot tett ki, mely meghaladta a 2012. második félévi 8,65 milliárd forintos átlagforgalmat, azonban jóval elmaradt a 2012. első félévi 11,14 milliárd forintos átlagforgalomtól.

A külföldi, nem rezidens befektetők által birtokolt részvényállomány aránya minimálisan nőtt a vizsgált időszakban, a 2012. év végi 66,49%-os arányról 66,56%-ra.

### Nemzetközi részvénypiacok

2013 első félévében jól teljesítettek a fejlett piaci mutatók. A vezető indexek közül a japán Nikkei 225 kiemelkedett a mezőnyből, 31,6%-os szárnyalással. A szigetországban elindított hatalmas költségvetési és monetáris élénkítés megtette hatását, és rengeteg pénz áramlott a részvénypiacokba. Az S&P 500 index is jól szerepelt, a legfontosabb amerikai mutató 12,6%-ot emelkedett az év első hat hónapja során. A Fed kötvénnyvásárlási programjával kapcsolatos bizonytalanság korrekciót indított el május végén, azonban a félév végére új csúcsra tudtak kapaszkodni a tengerentúli indexek. A német DAX index 4,6%-ot emelkedett az első félévben, míg a páneurópai Stoxx 50 index 1%-ot bővült.

A fejlődő piaci indexek azonban nagyon gyenge féléven vannak túl, mivel az amerikai jegybank kötvénnyvásárlási programjának csökkentésével kapcsolatos félelmek hozamemelkedést indítottak el a fejlett piacokon, míg a korábban favorizált, magas hozamú fejlődő piaci eszközökből jelentős tőkeáramlás indult meg. Ez a folyamat nem kímélte a térség borszeit sem. A Hong Kong-i Hang Seng index 8,2%-ot, a kínai Shanghai Composite 12,8%-ot, az orosz RTS mutató 16,5%-ot, míg a brazil Bovespa 22,1%-ot veszített értékéből 2013 első félében.

## II.

### A Társaság céljai, stratégiája, főbb erőforrásai

#### A várható fejlődés

Társaságunk ügyfeleinek jobb kiszolgálása érdekében elindította eQTRADER rendszerét, ahol több mint 10.000 részvény, 200 határidős termék, 10.000 CFD termék, 150 devizapár, spot és opciós arany és ezüst érhető el. Évente több mint 500 ingyenesen elérhető elemzést publikálunk, ezek tartalmát és mennyiségét az ügyfél igények változásának megfelelően alakítjuk.

Társaságunk folyamatosan fejleszti az ingyenes befektetői akadémiáját, amely 2 egész napos oktatást jelent, és 4 egymásra épülő modulból áll. Ennek keretében az érdeklődők megismerkednek a befektetési termékekkel kapcsolatos alapfogalmakkal, technikai elemzésekkel, határidős kereskedelemmel, FX és opciós piacokkal. Ezen kezdeményezésünk egyre népszerűbb a befektetők körében, alkalmanként 150-200 fő részvételével.

A jövőben tovább forgalmazzuk a QUAESTOR FINANCIAL HRURIRA Kft. által a QUAESTOR Kötvényprogramok keretében kibocsátott, és a Társaságunk által forgalmazott, a befektetői igényekhez igazodó konstrukciójú kötvényeket. Terveink között szerepel egzotikus kötvények forgalmazása.

A jövőben nagy hangsúlyt kívánunk fektetni munkavállalóink képzésére, szakmai fejlődésére, tudásuk folyamatos kontrolljára.

#### A mérleg fordulónapja után bekövetkezett lényeges események

A QUAESTOR Értékpapír Nyrt. Igazgatósága 2013. április 18. napjára összehívta és megtartotta éves rendes Közgyűlését.

A Társaság minden hónap utolsó napján közzétette részvényeihez kapcsolódó szavazati jogok számát és az alaptőke nagyságát.

Minden lényeges esemény közzétételre került a társaság internetes oldalán a közzétételek között, ezek ott megtekinthetők.

#### A kutatás és kísérleti fejlesztés

Jövőbeni fejlesztéseinkkel átgondolt, megfontolt, óvatos politikát folytatunk, ugyanakkor fő profilunkba vágó területeken úttörő szerepet kívánunk vállalni.

#### A telephelyek bemutatása

A QUAESTOR Értékpapír Nyrt. székhelye a Budapest, Váci út 30. szám alatti irodaházban található, telephelyei pedig a 1138 Budapest, Váci út 178. (Duna Plaza) és a 1054 Budapest, Báthori u 4. szám alatt.

#### A vállalkozó által folytatott foglalkoztatáspolitiká

Társaságunknál teljes munkaidőben összesen 23 munkavállaló dolgozik, többségében felsőfokú végzettséggel. A törvényi előírásokból adódóan Társaságunknál különböző munkakörökben dolgozó munkatársak rendelkeznek a munkájuk ellátásához szükséges képzéssel, és szakmai előmenetellel.

A törvényi előírásokból adódóan Társaságunknál különböző munkakörökben dolgozó munkatársak rendelkeznek a munkájuk ellátásához szükséges képzéssel, és szakmai előmenetellel.

### **Környezetvédelem**

A tevékenység jellegéből adódóan a Társaság nem termel, és nem tárol veszélyes hulladékot, a tevékenység során keletkező, környezetre káros anyagok elenyészők.

Társaságunk elektronikus kereskedési rendszerének folyamatos térhódítása által az egy ügyfélre jutó papírfogyasztás csökkenő tendenciát mutat. Különösen nagy hangsúlyt fektetünk a korszerű, kisebb elektromos áramfogyasztású informatikai rendszerek beszerzésének, az elavult rendszerek cseréjének, az energiafelhasználás figyelembevételével.

Nyomtatóink valamint fénymásolóink festékpátrónjait, és az elhasználdott számítástechnikai eszközöket az ilyen típusú veszélyes hulladék kezeléssel foglalkozó, erre szakosodott cég szállítja el, és elvégzi az ártalmatlanítást. Kivétel nélkül energiatakarékos fényforrásokat alkalmazunk. Társaságunk gazdasági folyamatai ezen túlmenően nincsenek kapcsolatban a környezetvédelemmel, a befektetési szolgáltatási iparág nem tartozik a különösebben környezetszennyező tevékenységek közé. Társaságunk által bérelt irodaház kapcsán építészeti probléma (ezáltal Társaságunk hatókörén kívül esik) a környezetszennyezéssel járó ésszerűtlenül kialakított hűtési és fűtési rendszer, amely jellemző az új építésű irodaházak zömére, ugyanakkor ügynökünk fiókhálózatában kialakításra került geotermikus energiával fűtött - hűtött iroda, valamint bizonyos fiókokban kialakításra került a szelektív hulladékgyűjtés.

### III.

## A Társaság működéséhez kapcsolódó kockázatkezelés, kockázatok bemutatása

#### Kockázatkezelési és fedezeti ügylet politika

Társaságunk a törvényi előírásoknak megfelelően méri a keletkező kockázatok nagyságát, ezekre vonatkozó limitrendszereket működtet, jelentési rendszert üzemeltet, ami alapján a Felügyelet felé rendszeres jelentéseket készít. A SREP felülvizsgálat során a Felügyelet a Társaságra nézve nem az ICAAP kereteiben meghatározott a Társaság belső modellje alapján számított magasabb tőkekövetelményt, hanem az alacsonyabb szabályozói tőkekövetelményt is elegendőnek tartotta. A Társaság szokásos évenkénti SREP felülvizsgálata a Vezetőségi Jelentés készítésének idejére esik.

Rendelkezünk a tevékenységeinkhez szükséges személyi és tárgyi feltételekkel, amelyek biztosítása alapfeltétele a tevékenységekre vonatkozó engedélyeknek is.

Rendelkezünk az Igazgatóság által jóváhagyott kockázatkezelési szabályzattal, amely rendelkezik a rendkívüli helyzetek kialakulásakor követendő lépésekről is.

#### Pénzügyi instrumentumok hasznosítása

A befektetési szolgáltatók vonatkozásában egyértelmű szabályozás adja meg, hogy mi minősülhet forgatási célú befektetésnek, valamint milyen részesedés lehet befektetési célú. A befektetési vállalkozás tevékenysége keretében megszerzett értékpapír tulajdonban tartása befektetésnek minősül akkor, ha a megszerzett értékpapír közvetlenül vagy közvetve egy éven túl van a befektetési vállalkozás tulajdonában.

Befektetési vállalkozás csak a befektetési szolgáltatási tevékenységét közvetlenül szolgáló járulékos vállalkozásban, hitelintézetben, befektetési vállalkozásban, árutőzsdei szolgáltatóban, biztosítóban, elszámolóházban, központi értéktárban, tőzsdében, befektetési alapkezelőben szerezhethet befektetési célú részesedést. Társaságunk ezen előírásokat maradéktalanul betartja.

#### Az ár-, hitel-, kamat-, likviditás- és cash flow kockázat

Társaságunk kereskedési könyvet vezet, amelyben nyilvántartja az alapvetően piaci kockázatoknak kitett, a kereskedési portfólióba tartozó befektetési eszközök, áruk pozícióit és az ezekkel kapcsolatos kockázatokat.

A kereskedési könyvben többek között nyilvántartásra kerülnek:

- a befektetési eszközök és áruk olyan pozíciói, amelyeket a befektetési szolgáltató a vételi és az eladási ár különbsége vagy a kamatlábváltozások révén bekövetkező rövid távú nyereség realizálása érdekében szerzett meg, valamint ezeknek a pozícióknak a fedezeti pozíciói (kereskedési célú pozíciók), továbbá az egyéb befektetési szolgáltatás nyújtásakor, különösen befektetési eszközök és áruk adásvételekor a befektetési szolgáltató által szerződésben vállalt kötelezettséghez kapcsolódó bármely nyitott pozíciót, ideértve a bizományos szerződésekből származó kockázatokat is,
- a kereskedési könyvbe tartozó pozíciókhoz közvetlenül kapcsolódó késedelmes teljesítésből, nyitva szállításból, tőzsdén kívüli ügyletekből származó kockázattalállások.

## IV.

### A beszámoló időszakában elért eredmények, valamint a teljesítménymérés mutatói

Társaságunk nyilvánosan működik, ezért a féléves beszámolóban szereplő mérlegadatok szöveges értékelése bármely érdeklődő számára hozzáférhető a közzétételi helyeken.

A Társaság teljesítménye mérési rendszerének alapját a jelenleg a hatályos jogszabályok által előírt mérlegkészítési és beszámolási kötelezettségek teljesítéséhez szükséges pénzügyi adatok, illetve az éves pénzügyi tervezési és kontrolling folyamatok alapján képzett pénzügyi mutatószámok jelentik.

A Társaság 2006 óta tervszerűen és önálló szervezeti egységgel dolgozik stratégiai tervezési, irányítási és beszámolási rendszerének korszerű átalakításán. Döntésének háttérét a Fortune Magazin egy felmérése is alátámasztja, miszerint a vállalatok a hatásosan megfogalmazott stratégiák mindössze 10%-át hajtják végre. Belegondolva a vállalati stratégia készítésének gyakran éveket is igénybe vevő roppant erőfeszítéseibe, ez a szám különösen ijesztőnek tűnik. De mi rejlik a háttérben? A sikertelenség fő oka - a Fortune becslése szerint az esetek 70%-ában - nem a rossz stratégia, hanem annak rossz végrehajtása. Legtöbbet tehát a végrehajtás során tehetünk stratégiánk sikeréért.

Mindezek alapján határozott véleményünk - és a vonatkozó szakirodalom is alátámasztja - hogy a feladat nem a Társaság stratégiájának elkészítése, hanem annak biztosítása, hogy rendelkezzen azzal a szervezettel, motivációval, képességekkel és döntési-, irányítási rendszerrel, „stratégia irányultsággal”, ami biztosítja a stratégiának, a hosszú távú érdekeinek megfelelő folyamatos megvalósítását.

Az elmúlt évben tanulmányoztuk a vonatkozó szakirodalmakat és ajánlásokat. Elemeztük az értékvezérelt marketing által kínált technikákat, a részvényesi és vevőérték biztosítása, a megkülönböztető előnyök kialakítása és közérthetővé tétele érdekében. Vizsgáltuk a válság hatását az egyes stratégiai metodikákkal működő vállalatokra.

Ezen munkafolyamat részeként a Társaság a Robert S. Kaplan és David P. Norton professzorok által kidolgozott „Stratégiai Térkép” módszertan és az arra épülő Kiegészítő Mutatószámrendszerek (Balanced Scorecard = BSC) kidolgozása és bevezetése mellett döntött.

Fontosnak tartjuk, hogy a BSC-nek nem az előre meghatározott tervek betartatása a célja - ez hagyományos kontrolling feladat. A BSC a múlt teljesítményét tükröző pénzügyi mutatókat kiegészítő, a jövő teljesítményeit legjobban befolyásoló kulcsfontosságú tényezőkről pontos információt nyújtó stratégiai menedzsment- (kommunikációs-információs-tanulási) rendszer.

A BSC a szervezet teljesítményét négy szempontból közelíti meg, és rendezi konzisztens alrendszerékké, feltárva a szervezet céljai közötti ok-okozati viszonyt. A BSC a kialakítás mélységétől függően a küldetést és a stratégiát akciókra/folyamatokra, szervezeti egységekre, sőt egyénekre vonatkozó konkrét célokra és mutatószámokra bontja le.

A nézőpontok a következők:

- *Pénzügyi:*
  - Hogyan értékelik a tulajdonosok a szervezetet, illetve milyen üzleti eredményeket ér el a szervezet (pl. lekötött tőke(ROCE), működési profit, pénzáram, forgalomnövekedés, stb.)?
- *Vevők és partnerek:*
  - Milyennek látják ők a szervezetet, illetve miként teremt új értékeket számukra a szervezet (pl. piaci részesedés, márkaismertség, vevőelégedettség, vevőmegtartás, új vásárlók szerzése, kulcsfontosságú partnerek megítélése, stb.)?
- *Működési (belső) folyamatok:*

- Hogyan segítik elő a belső folyamatok a vállalat stratégiai céljainak megvalósulását, azaz milyen területen kell a vállalati folyamatokat ki- és átalakítani, fejleszteni annak érdekében, hogy kiemelt teljesítményt nyújtva fogyasztóinknak elérjük pénzügyi céljainkat. (pl. minőség, reagálás idő, új termékek aránya, költségek, ár, munkakör lefedettség, stb.)?
- *Infrastrukturális háttér (tanulás és fejlődés, információ, emberi erőforrások, szervezet):*
  - Hogyan érhető el a jövőbeni célok, hogyan tökéletesíthető az emberek tudása, milyen beruházásokkal fejleszthetők a különböző rendszerek és eljárások, hogyan biztosítható a stratégiához való igazodás. (pl. alkalmazottak elégedettsége, fluktuációs ráta, képzettségi szint, képességek, információs rendszerek rendelkezésre állása, stb.)?

A BSC mint a stratégia leképzése az egyes nézőpontokon belül mutatókat használ, amelyek azonban lehetnek az eredményt (teljesítményt és nem számviteli értelemben vett eredményt), és az odavezető utat mérő ún. teljesítményozók. Egy jó BSC megfelelő arányban tartalmazza az utólagos eredményességet jelző és azokat okozó előre mutató jelzőszámokat. Így egy jó BSC ok-okozati összefüggéseket tár fel a stratégia célok megvalósulását jelző eredménymutatók, és a teljesítményozók között, vagyis leírja az adott üzleti egység stratégiáját.

A Társaság rendelkezik stratégia térképpel, amelyekből vezeti le éves feladat és akciótervet, valamint jelenleg is dolgozik a stratégiát legjobban leíró mutatószámrendszeren.