

## Az IMF Kelet-Európáról

Az IMF a közelmúltban jelentést tett köz-zé térségünkről, amelynek legfontosabb megállapítása, hogy a rendszerváltó országok többsége jelentős előrelépést tett a 90-es évek elején jelentkező pénzügyi egyensúlyzavarok felszámolásában.

Régióink országait a Valutaalap két csoportba sorolja annak alapján, hogy mekkora előrehaladást sikerült elérniük. Az első csoportba azok az országok – köztük Magyarország – tartoznak, amelyek a gazdaság legtöbb területén viszonylag jobb mutatókkal rendelkeznek. Lengyelország és Szlovákia komoly eredményeket ért el a költségvetési hiány lefaragásában, Csehországban és Szlovéniában pedig az adott időszakban mindvégig alacsony volt a passzívum. A pénzügyi egyensúly megteremtése irányába az elmúlt időszakban jelentős lépéseket tett Horvátország.

Az első csoport többi tagja azonban az IMF szerint továbbra is jelentős egyensúlyzavarral küszködik. Magyarország is, ahol viszont a tavalyi megszorítások óta a deficit csökkenő irányzatot mutat. Albániában a költségvetés hiánya tavaly a GDP 13 százalékaival volt egyenlő, ez azonban számottevő javulás a 90-es évek elejéhez képest.

A költségvetés területén jól teljesítő országokról az IMF megállapítja: sikerük elsősorban a kiadások korlátozásával és a bevételeknek a bruttó hazai termékhez viszo-

nyítva többé-kevésbé állandó szintjével magyarázható. A második csoportba tartozó államok szintén javítottak helyzetükön, bár a tervgazdaság korszakából örökölt egyensúlytalanságot a rendszerváltás kezdeti időszakában súlyosbította a pénzügyi irányítás szinte teljes hiánya. A GDP-hez viszonyított költségvetési hiány aránya azonban 1995-re 5 százalék körüli szintre csökkent Oroszországban, Romániában, Ukrajnában, Azerbajdzsánban, Kazahsztánban és Üzbegisztánban. A jelentés szerint a legkevesebb eredményt Kirgizisztán és Tádzsikisztán tudja felmutatni. Romániában és a volt szovjet köztársaságok többségében a kiadások csökkentésének kényszere különösen nagy volt a bevételek drasztikus visszaesése miatt. Ezt a Valutaalap jelentése elsősorban az adórendszer piaci alapokra való átalításával magyarázza, amelynek keretében a forgalmi adót a hozzáadott értékadó váltotta fel, a társasági nyereségadó alapja pedig szűkült.

Az IMF szakértői szerint a rendszerváltó országok a költségvetés területén számottevő hasznot húztak a magas inflációból az úgynevezett implicit inflációs adó formájában. Magasabbak voltak a társasági adóból származó bevételek is, mivel a vállalatok nagyobb nyereséget mutattak ki a ténylegesnél a felhalmozódott készletek gyors felértékelése miatt, miközben a leírási kedvezményeket nem indexálták az inflációval.

alkalmazottainak adják el. Az eredeti elképzeléseknek valamennyi érintett bank vezetése ellenállt. Közülük kettőben ráadásul a lengyel állam már nem is százszázalékos tulajdonos, s az azokban tulajdoni hányaddal bíró külföldi cégek – többek között a holland ING bank és az EBRD – is tiltakozást jelentett be. Az új terv szerint a Bank Handlowy és a két nem teljesen állami bankot – a PBR fejlesztési bankot és a Bank Przemyslowo-Handlowy kihagyják a programból. Az utóbbi pénzügyi intézmények kormányterve szerint saját utat választhat a magánosításra.

A további lépéseket a kormány állítólag az érintett pénzügyi intézményekkel közösen fogja eldönteni. A kormányfő a jövőben három-négyhavonta rendszeres konzultációkat tart majd a bankok vezetőivel.

## Kuponos privatizáció

Az igen mérsékelt érdeklődés miatt a bolgár kormány tíz nappal meghosszabbította a tömeges privatizációra való jelentkezés időtartamát. Így a lakosságnak újabb időszak áll rendelkezésére, hogy vagyongjegyeket vegyen, amelyekért cserébe vállalati részesedést szerezhet.

A vagyongjegyek eladását eredetileg május 8-án zárták le. A jogosultaknak azonban mindössze 40 százaléka, 2,6 millió állampolgár élt a lehetőséggel. Az idei esztendő elején elindított magánosítási program keretében valamennyi 18. életévét betöltött állampolgár tulajdonrészt szerezhet a kijelölt 1063 vállalatban, amelyek legalább részben privatizáltak. Ezen vállalatok összértéke mintegy 1,1 milliárd dollár.

A bolgár privatizációs program minden résztvevője 500 leváért (3,5 dollár) 25 ezer leva (180 dollár) értékű vagyongjegyet vehet. Ezt később befektetési alapokban lehet elhelyezni vagy pedig a privatizált vállalatok részvényeire becserelni. Az eddigi vagyongjegy-tulajdonosok 55 százaléka nyugdíjas. Ők a vagyongjegyet kedvezményes áron, 100 leváért vásárolhatták meg.

Szakértők szerint az érdektelenség egyik oka az, hogy a befektetési alapok egyelőre nem álltak fel. A másik ok az lehet, hogy a bolgár állam fenntartja többségi részesedését olyan kulesterületeken, mint az olajfinomítás és az idegenforgalmi üdülőhelyek. Ezekben a területeken tulajdonának mindössze 25 százalékát értékesíti az állam.

## Tőkebeáramlási rekord

A washingtoni székhelyű Institute of International Finance (IIF) legújabb jelentése szerint 1995-ben rekordösszegű, 200,7 milliárd dollár magántőke áramlott be az úgynevezett feltörekvő országok (emerging markets) piacára. A bankok és pénzügyi intézmények alkotta IIF szerint ezt a rekord azért is figyelemre méltó, mert jelzi, hogy a mexikói valutaválság nem rettentette el a befektetésektől a magántőkét.

Viszont a mexikói válság hatásaként értékelhető, hogy az előző évhez képest 1995-

## Újabb bankkonszolidációs terv

A heves tiltakozások miatt a varsói kormány felülvizsgálta korábbi bankkonszolidációs elképzeléseit. Az új változat szerint három pénzügyi intézményt kikerül a központi programból, s így egyetlen tömbben tesznek majd kísérletet a bankok feljavítására és későbbi privatizálására.

Az eredeti kormánytervben az szerepelt, hogy a konszolidálásra váró bankokat két nagy pénzügyi intézmény, a Bank Kasa Opiecki (Pekao) és a Bank Handlowy vezetésével két úgynevezett tőkecsoportba vonják össze, s e csoportokat a feljavítás után magánkézbe adás pedig oly módon történt volna, hogy a csoportokhoz tartozó részvények 51 százaléka egy még csak tervben szereplő nyugdíjalaphoz kerül, a maradékot pedig a bel- és külföldi befektetőknek, illetve a bankok



ben a 31 legfontosabb feltörekvő országban a kötvényfinanszírozás mintegy 50 százalékkal csökkent, s nem haladta meg a 22,8 milliárd dollárt.

Továbbra is növekedtek viszont a részese-dés-szerzést elősegítő befektetések. A részvényekbe fektetett tőke mennyisége tavaly 3 százalékkal bővült, s elérte a 94,6 milliárd dollárt. Az IIF előrejelzése szerint ez a tőkeáramlási, befektetési forma idén várhatóan meghaladja majd a 102 milliárd dollárt.

A washingtoni intézet szerint a tőke kínálat továbbra is bőséges marad, de a befektetők és a hitelezők a korábrinál óvatosabbak döntéseik meghozatalakor. 1990. óta az állami és a magánhitelezők a feltörekvő or-

szágok piacán több mint 200 milliárd dollár értékben bocsátottak ki kötvényeket. Ezek többségének lejáratí ideje öt év, illetve ennél rövidebb idő. Így várható, hogy a következő években a visszafizetések sűrűsödni fognak. Ebből az is következik, hogy jelentős mennyiségű tőke szabadul majd fel a következő két esztendőben újabb kötvények kibocsátására, s ezzel a nettó tőkeáramlás állandó marad.

Az előrejelzés szerint a nem banki hitelezőktől származó nettó tőkeáramlás – elsősorban a kötvényfinanszírozás – idén új erőre kap, s eléri az 1994-ben regisztrált szintet, a 44 milliárd dollárt. Várhatóan visszaesik a banki finanszírozás: az IIF szerint ennek összege idén 50,7 milliárd dollár lesz, míg tavaly meghaladta a 83 milliárdot.

## Az USA a versenyképességi toplista élén

A Lausanne-i székhelyű nemzetközi gazdaságkutató intézet, az IMD ismételtlen megvizsgálta a világ 46 országa versenyképességének alakulását. A toplistán növelte előnyt az Egyesült Államok, amelyet azonban a rangsorban három ázsiai nagyhatalom, Szingapúr, Hongkong és Japán követ. Az intézet szakértői szerint az USA-nak fel kell készülnie arra is, hogy hosszabb távon Kína is a versenytársak közé kerülhet.

Az IMD 230 kritérium alapján állítja össze évenként a listát, amelyből kiderül, hogy melyik ország milyen hatékonyan tudta növelni polgárai jólétét az utolsó 12 hónapban.

Az Egyesült Államok két éve vette át a vezető helyet Japántól: a gazdasági erejét, valamint az új technológiák bevezetését és a pénzügyi szolgáltatások stabilitását, hatékonyságát illetően továbbra is vezeti a listát, míg a nemzetközi kereskedelemben a második helyen szerepel. A svájci intézet szerint az Egyesült Államok a gazdaság kulcsfontosságú ágazati központi szabályozásá-

nak lebontására épülő reformoknak, valamint a legújabb technika és technológia intenzív alkalmazásának köszönhetően tört az élre. Az amerikai cégek nem lehetnek azonban elégedettek a munkaerő képzettségével. Az alkalmazottak szakértelmét illetően az USA csak a 15. helyet foglalja el a világranglistán.

Az első húsz ország között Nyugat- és Észak-Európa államai, valamint Kanada mellett ott található Új-Zéland a 11., valamint Chile a 13. helyen. Tajvan a 18. helyre csúszott vissza. Az Európai Unió déli tagországai ennél mind gyengébben szerepeltek, hiszen mindegyiküket megelőzte Kína.

Térségünkben egy esztendő alatt Csehország öt helyet ugrott előre és 31.-ként Görögországot utasította maga mögé. Lengyelország — Magyarországhoz hasonlóan — két helyet lépett előre és a listán a 43. helyet foglalja el. A 46 országot felölelő versenyképességi lista utolsó helyét Oroszország foglalja el.

## Diverzifikál a Royal Bank

A Royal Bank of Scotland bejelentette, hogy a következő esztendőben számottevően diverzifikálja majd tevékenységét, s arra számít, hogy 2000-ben nyereségének egyötöde már az új üzletágakból származik. A pénzügyi intézet jelenlegi két fő tevékenysége a hagyományos banki üzletág és a bizto-

sítás. George Mathewson vezérigazgató szerint a március 31-ét megelőző hat hónapban a csoport bruttó nyeresége 11 százalékkal növekedett, s elérte a 301 millió fontot. A pénzügyi intézet profitja annak ellenére növekedett, hogy az adott időszakban a Direct Line nevű biztosítási üzletág nyeresége

drasztikusan csökkent. A Direct Line nyeresége egy évtizeden át tőretlenül bővült, az utóbbi 12 hónap alatt azonban 45-ről 5 millió fontra esett vissza. A biztosítási üzletág viszonylag kedvezőtlen eredményeit a Royal vezetése azzal magyarázza, hogy a tél igen kedvezőtlen volt Skóciában és Észak-Angliában. A vezérigazgató szerint a Royal biztosítási üzletága belátható időn belül ismét nyereséges lesz.

A Royal Bank további üzleti sikerekre számít a hitelkártya és a jelzálog üzletágban. A diverzifikálás jegyében bevezetik a letéti termékek és a jelzáloghitel telefoni kereskedelmét, s bekapcsolódnak az Ibos elektronikus fizetési rendszerbe. A tavaly októberben kezdődött pénzügyi év első felében a Royal nyereségében meghatározó szerepet játszott a hagyományos banki tevékenység. Ebben az időszakban a Nagy-Britanniában végzett bankműveletekből származó nyereség 23 százalékkal bővült, s elérte a 246 millió fontot. A Royal amerikai leánycége, a Citizens Financial ugyancsak kedvező üzletmenetről adott számot: hat hónap alatt nyeresége csaknem megkétszereződött, s megközelítette a 97 millió fontot.

## Bankprivatizáció

Az ausztrál kormány megkezdte a többségi tulajdonban lévő Commonwealth Bank magánosítását. Az ország legnagyobb kereskedelmi bankjában az állami részese-dés jelenleg 50,4 százalékos. A bankrészvényekből 4 milliárd ausztrál dollárnyi (3,2 milliárd amerikai dollár) kerül a piacra a magánosítás keretében. Az 50,4 százalékos állami részese-dés 399,1 millió részvényt képvisel. Az első részvényt csomagban egy részvény ára 6 ausztrál dollár volt. A második csomag tőzsdére bocsátására a tervek szerint novemberben kerül majd sor, s a részvények akkori árat majd a keresleti viszonyok alakulásának megfelelően állapítják meg.

Az ausztrál kormány a Commonwealth-tulajdonból 1991-ben értékesített 30, 1993-ban pedig 19,6 százalékat. A privatizáció idei, végső szakasza négy fontos elemből áll. A Commonwealth 100 millió darab részvényt vásárol meg a kormánytól maximum 10,70 ausztrál dollár/részvény áron. A jelenlegi magánrészvényesek számára a kormány ajánlatot tesz, amelynek értelmében számukra is hajlandó részvényeket értékesíteni tulajdoni hányadából. Minden négy részvény egy állami részvény megvásárlására jogosítja fel a jelenlegi magántulajdonosokat.

Gonda György

## BIS-értékelés

A Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) nemrégiben tartotta 66. közgyűlését. A BIS-nek a közgyűlésre időzített éves jelentése kiemeli, hogy a világgazdaságot semmilyen megrázkódtatás nem érte a mexikói valutaválság következtében, de továbbra is fennáll a hasonló regionális válságok kockázata. Ennek oka elsősorban a latin-amerikai bankrendszerek bizonytalanságában keresendő.

A fejlődő államok pénzügyi rendszereinek stabilitása azért fontos a fejlett országok jegybankelnökeinek, mert a nemzetközi pénzügyi piac oly mértékben globalizálódott, hogy egy helyi pénzügyi válság szinte azonnal hatással lehet a többi piacra is.

A BIS éves jelentése megállapítja, hogy a fejlett országok pénzügyi rendszere ugyan stabil, de ennek megőrzése érdekében átszervezésre van szükség. A kormányoknak ennek során kell elhárítaniuk azokat a törekvéseket, amelyek keretében állami támogatások kikényszerítésével kívánják feljavítani a gyengébb bankokat. A magas európai munkanélküliség ugyancsak erős nyomást gyakorol a kormányokra, hogy inflációgerjesztő megoldásokkal lépjenek fel ellene, ez viszont az infláció területén eddig elért eredményeket veszélyeztetné.

A BIS szerint a tavalyi esztendő jelentős javulást hozott a bankok nyereségessége terén. A profitnövekedés általános irányzata ellenére a pénzügyi világ tavalyi sokkjai – Barings, Daiwa, stb. – óvatosságra intenek. A magánbankok költségeiből finanszírozott és leggyakrabban a költségvetési hiány fedezésére szolgáló állami hitelfelvételek kapcsán az éves jelentés arra figyelmeztet, hogy az ügyletekben résztvevők mindegyikének sokkal óvatosabb magatartást kellene tanúsítania. A nemzetközi pénzügyi stabilitást egyaránt alááshatja a közpénzek felületlen felhasználása és az államháztartási hiány magánbankok által történő megmondolatlan finanszírozása.

A bázeli székhelyű BIS közgyűlésén résztvevő mintegy száz jegybankelnök többnyire egyetértett Hans Tietmeyer, a Bundesbank elnökének megfogalmazásával: „Az európai valuták keresztárfolyamai sokkal jobban tükrözik a vásárlóerő-paritáson alapuló árárányokat, mint egy évvel ezelőtt.” A jegybankelnökök különösen az angol font és az olasz líra megszilárdulását tartják kedvező fejleménynek. A központi bankok vezetői abban is egyetértettek, hogy a dollár/márka árfolyama nem nagyon térhet el indokoltan – még felfelé sem – az 1,45–1,50 közötti sávotól.

## Több EIB-hitel Kelet-Európának

Sir Brian Unwin, az Európai Befektetési Bank (EIB) elnöke szerint a pénzügyi intézet a tavalyi 13 milliárddal szemben 1996-ban 17-18 milliárd ECU hitelt folyósít az Európai Unión belül és kívül. Az EIB a tervek szerint növeli a Közép- és Kelet-Európának szánt kölcsönök nagyságát, térségünk várhatóan egymilliárd ECU-t kap idén különböző projektek keretében.

Az EIB miniszteri tanácsának ajánlása értelmében a pénzügyi intézet hiteleinek 10 százalékát az unió kívüli országoknak folyósítja. Ennek értelmében az uniós csatlakozásra váró közép-kelet-európai országoknak egymilliárd ECU-t szán csakúgy, mint a mediterrán és észak-afrikai államoknak. Térségünket az EIB elsősorban infrastrukturális és távközlé-

si fejlesztések finanszírozásával segíti. Az Európai Befektetési Bank, amely a világ első számú hitelnyújtó pénzügyi intézete, elsősorban a regionális projektek számára nyújt tőkét, ezzel is elősegítve az európai gazdasági integrációt. A bruttó hazai termékhez viszonyítva Portugália az EIB hiteleinek fő hasznélvezője, abszolút értelemben pedig Olaszország, Spanyolország és Portugália.

Egy nemrégiben kötött megállapodás értelmében az EIB Portugáliában 40 százalékban ad hitelt egy 280 millió ECU értékű földgáztüzelésű erőmű megépítéséhez, 51 millió ECU kölcsönt nyújt egy városi infrastrukturális program megvalósításához és 66 millió ECU-val támogatja a közép- és észak-portugál utak kiépítését.

## Románia és az IMF

Nemrégiben IMF-küldöttség járt Bukarestben, amely a tárgyalások után közölte: Románia mindaddig nem kap hitelt a Nemzetközi Valutaalaptól, amíg nem tesz lépéseket a bankközi devizapiac hatékonyabb működése irányába.

Ismeretes, hogy Románia és a Valutaalap 1995 decemberében állapodott meg a korábbi készenléti hitel kiterjesztéséről. Eszerint az ország idén 270 millió dollárt kapna, 56-70 milliós részletekben. Az első folyósítás februárban lett volna esedékes, de erre azért nem került sor, mert a központi bank korlátozta azt a devizamennyiséget, amit a kereskedelmi bankok és a pénzváltók maguknál tarthatnak.

A hitelkéregek elbírálásakor az IMF számára igencsak fontos szempont a devizapiac normális működése. Ennek fényében nem meglepő, hogy a Valutaalap nemtetszéssel fogadta azt a márciusi rendeletet, amelyben a jegybank 22 bank közül 18-tól megvonta a devizapiaci engedélyt. A Romániában járt IMF-delegáció vezetője leszögezte: a készenléti hitel csak abban az esetben nyitják meg újra, ha Bukarest intézkedéseket hoz a devizapiac hatékonyabbá tételére érdekében. A második hitelrészlet folyósítása júniusban lett volna esedékes, erre azonban ismételtelen nem került sor.

A bankközi piac Romániában március óta pang. A napi forgalom nem haladja meg a néhány tízezer dollárt, miközben az IMF minimum 2 millió dolláros volument tart kívánatosnak és elfogadhatónak. A hivatalos dollár-lej árfolyam mesterségesen alacsony. A Nemzetközi Valutaalap maximum 5 százalékos különbséget lát jónak a hivatalos és a kereskedelmi árfolyam között, tehát ha a jegybank mégis újból életre keltene a bankközi piacot, akkor csak radikális leértékeléssel tudna megfelelni az IMF követelményének.

## Stabilitási célok

Jugoszláviában a szerb, a montenegrói és a szövetségi kormány, valamint a központi bank is kitar az idei évre tervezett gazdaságpolitika és a dinár stabilitásának megőrzése mellett. E kijelentések Zoran Zebics miniszterelnök-helyettes-

## Így írnak rólunk

# A budapesti tőzsde az élre tört

Maradt-e még olcsó vétel Magyarországon? –tette fel a kérdést az International Herald Tribune egy hétfői befektetési tanácsadójában a lap munkatársa. Az amerikai újságíró számos – külföldi, de a magyar tőzsdén és gazdaságban otthonos – befektetési szakembert kérdezett meg és a válasz általában igen volt – némi fenntartással.

### Ajánlatos az óvatosság

Magyarország nem lett második Mexikó, és az év elején a részvények olcsók voltak. Kapóra jött, hogy éppen ekkor csaptak le egyes, Kelet-Európát célbavevő befektetési alapok és bőségesen szórták a pénzt. Azt követően azonban, hogy az árak vagy nyolcvan százalékkal mentek feljebb, már korántsem tűnnek a részvények olyan olcsóknak. Azok, akik figyelemmel kísérik Magyarországot, most óvatosságra intenek – írta a cikk. Idézve az ING Barings egyik szakértőjének igencsak tömör, de alapos elemzését, arra a következtetésre jut, hogy a további gazdasági reformok alakulásától függhet a folyamat további fejlődése.

A társadalombiztosítás erőteljesen terheli a költségvetést, s a jelentés a magyar munkabérek is magasnak tartja, ennek következtében a fogyasztói árak is magasak. Csak akkor következhet be a részvénypiacon további emelkedés, ha a kormány elegendő támogatást tud szerezni magának a népszerűtlen társadalombiztosítási reform megvalósításához – így a megkérdezett elemző.

Egy másik megszólaltatott szakértő, a Daiwa Eurpe képviselőjében úgy látja, hogy most már fogyóban van a „könnyen megszerezhető” pénz, a tőzsdén elérhető profit sem lesz akkora, mint eddig. Ennek ellenére egyes vállalatok részvényeinek esélyeit jónak ítélte meg. Mint sok más kollégája, ő is a Richter Gedeon részvényeket sorolta a legjobbak közé, az ilyen értékelésekben szintén gyakran szereplő Graboplast és – némi meglepetésre – a Zwack részvények mellett.

A harmadik megkérdezett szakértő, a Mercury Asset Management képviselőjében a Richter-részvények mellett az Egis és a Borsodchem, valamint az OTP részvényeit ajánlotta a befektetők figyelmébe. A lap egyébként grafikont is közölt a magyar, a cseh, a lengyel és az orosz tőzsde egy évi alakulásáról, s megállapítja: a budapesti tőzsde az élre tört. Több gazdasági napilap pedig – az orosz választásokat megelőzően s közvetlenül azután is – a BUX indexével igyekezett bizonyítani, hogy a térség országaiban nem keltett különösebb aggodalmat az, hogy Jelcin vagy más valaki lesz-e a továbbiakban a Kreml ura.

### Japánok a színen

A The Wall Street Journal Europe hosszabb írást közölt arról, hogy az európai és az amerikai befektetők után most a japán vállalatok is megjelentek Közép-Európában. A nyitány a lap szerint a Suzuki magyarországi beruházása volt, amely mostanra már elérte a megcélzott sikert, de ezt hosszú szünet követte és csak most válik érzékelhetővé, hogy a japán tőke lehetőséget lát a maga számára a térségben.

A japán tőke eddig az egész régióban mindössze egymilliárd dollárnak megfelelő befektetést eszközölt, most azonban felgyorsult a folyamat. A példák között említi a lap a TDK és a Sony legújabb magyarországi beruházásait, ezek tervezett értéke egymagukban is harmincmillió dollár felett van. A beruházások célja az, hogy az ázsiai vállalatok piacot teremtsenek maguknak ebben a térségben – állapítja meg a lap, idézve a Sony elnökét: Idei úr szerint a beruházók ehhez tíz-húsz éves távlatban gondolkodnak.

A német Handelsblatt terjedelmes, térkép-pel, grafikonokkal illusztrált cikket jelentetett meg arról, hogyan alakulhat a jövőben a külföldi beruházás Közép- és Kelet-Európában. A tekintélyes lap arra a következtetésre jut, hogy a privatizációs hullám elmúltával is folytatódik majd a beruházás, bár a korábban jelentős előnnyel járó

„olcsó munkabér-övezet” immár Kelet felé tolódik.

Magyarország, Lengyelországgal, Csehországgal és Szlovéniával együtt továbbra is előnyben részesül, mint befektetési célterület, mivel megfelelő a politikai és a gazdasági környezet, Magyarország azonban a befektetések terén elmarad majd mind Lengyelország, mind Csehország mögött: az előbbiben ugyanis jóval nagyobb a piac, az utóbbiban pedig fel kell gyorsulnia a privatizálásának, mert e téren ott elmaradtak mások mögött.

Magyarországon nem annyira a bérmunka fejlődik majd, mivel tőle keletre és délre olcsóbb a munkaerő, hanem új technikai központok és helyi alapítású vállalatok jöhetnek létre – vélekedik a német elemzés, az autóipar magyarországi terjeszkedését említve példaként.

### Jobb a minősítés

Az olasz pénzügyi körök lapja, az Il Sole 24 Ore nemrégiben elemzést közölt arról, hogyan sorolja be a legjelentősebb hitelminősítési intézetnek tartott Standard and Poor az egyes országokat, közöttük a térség országait. Nagy előretörésnek tartja, hogy több ország minősítése jelentősen javult, például Magyarország is előre tudott lépni több hitelminősítő intézet listáján. (Az S&P minősítése jelenleg BB+)

A Financial Times az Unió székhelyéről azt az értesülést közölte, hogy a brüsszeli bizottság szerint 2002 lehet a legkorábbi dátum arra, amikor a közép- és kelet-európai országok teljes jogú tagként csatlakozhatnak, s ez alól aligha lesz kivétel az „élcsoport”, vagyis a cseh, lengyel és magyar hármas sem. Erről ugyan még lapunk megjelenése előtt nyilván többet lehet majd hallani az EU firenzei csúcstalálkozóján a társult államok képviselőinek nyújtott tájékoztatón, de a lap olyan elképzeléseket szellőztet meg, hogy német és francia javaslatra valamiféle „fél-állandó” tagságot kínálnak majd fel nekik.

**Kis Csaba**  
Magyar Tudósító Bt.

től származnak, aki szerint a pénzügyi politika a jövőben is restriktív marad, s az alapvető cél a dinár és az árak stabilitásának megőrzése lesz.

A legújabb statisztikák tanúsága szerint a jugoszláv gazdaság a szankciók múlt év végi felfüggesztése ellenére sem lendült fel dinamikusabban. Az idei esztendő első öt hónapjában a termelés 2,2 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Az ipar teljesítménye májusban 3,5 százalékkal maradt el az áprilistól.

Becslések szerint 1991-1995 között a feketekezeskedelem 5 milliárd dollár bevételkiesést jelentett a költségvetés szá-

mára. A veszteség kiszámításakor nem vették figyelembe azokat az elmaradt vámkifizetéseket, amelyeket maga a kormány engedett el.

A jugoszláv statisztikusok számításai szerint a mintegy egymillió főt érintő feketegazdaság 1993-ban, a napi 60 százalékos hiperinfláció idején volt a csúcson, amikor is az évi jugoszláv GDP 54,4 százaléka, 5,7 milliárd dollár ott realizálódott. A hiperinfláció megfékezése, 1994. januárja óta ugyan folyamatosan csökken a feketegazdaság jelentősége, de európai mércével mérve még mindig igen nagy: 1995-ben a feketegazdaság részaránya a GDP 40,8 százalékaival volt egyenlő.

## Szanálási törvény Japánban

A japán képviselőház után a szenátus is elfogadta a csődbe ment hét lakáshitelintézet szanálására vonatkozó törvényt. A tokiói kormány ezzel felhatalmazást kapott arra, hogy 6,5 milliárd dollár közpénzt használjon fel a pénzügyi intézetek szanálására. A gyors fellendülés éveiben felhalmozott bankadósságok gondja azonban a szanálási törvények elfogadásával csak átmenetileg oldódik meg, a szakemberek ugyanis a bajba jutott pénzügyi intézetek körének bővülésére számítanak.

Pénzügyi körök véleménye szerint a későbbi szanálások az állam csak a terhek mintegy felét fogja fedezni az adófizetők pénzéből. Az állam a lakáshitelnyújtó szövetkezetek alapító bankjaival osztja meg a terheket, s ezzel tovább gördíti az adóssággondokat. A bankokat a pénzügyminisztérium 5 milliárd dollár körüli teher vállalására kéri fel. Érdeemes megjegyezni, hogy az alapító bankok száma meghaladja a háromszázat. Az elfogadott hat törvény közül négy a bankszektor szigorúbb ellenőrzésére, a hitelezés feltételeinek szigorítására, a kockázati ala-

pok létrehozására és a bankszanálás módszerére vonatkozik. A kormány felhatalmazást kapott arra, hogy csaknem 50 milliárd dollárral növelje a Betétbiztosítási Társaság tőkéjét.

Szakértők a japán pénzügyi intézetek behajthatatlan tartozásait 350 milliárd dollárra becsülik, ennek az összegnek csak töredéke a hét lakáshitelezet kétes kintlevősége.

Az államügyészség és a rendőrség eddig a kétes hitelek felvevőinél vizsgálódott, újabban azonban a hitelezők által elkövetett törvénytelenségeket is kutatja. A törvényjavaslat elfogadásával egy időben tartottak razziát a legnagyobb lakáshitelezetnél, a Japan Housing Loan cégnél, amely kellő fedezet hiányában 65 milliárd dollár hitelt nyújtott különböző megalapozatlan fejlesztésekre. A pénzt a cég a nyolcvanas évek ingatlanár-robbanásának idején kölcsönözte ki irodák, toronyházak és golfpályák létesítésére. A tervekből azonban semmi sem valósult meg, és a kölcsönök behajthatatlanná váltak.

## Túlköltekező amerikaiak

Az amerikai bankszövetség adatai szerint az utóbbi 14 esztendőben még soha nem késett ennyi amerikai hitelkártyáján lévő tartozások rendezésével mint az idei év első negyedében. A 30 napon túl rendezetlen hitelek aránya a folyósított kölcsönök 3,53 százalékát tette ki. 1995. utolsó negyedében ez az arány még 3,34 százalék volt. Szakértők sze-

rint a kedvezőtlen adatok nem az amerikai gazdaságban uralkodó válságos állapotokra, hanem a kereskedelmi bankok helytelen hitelezési politikájára vezethetők vissza. Arról van szó, hogy az amerikai pénzügyi intézetek tavaly igen agresszív „torozókampányt” folytattak, és sok olyan fogyasztónak is felajánlották a hitelkártyáikat, akik anyagi helyzetük

alapján nem lettek volna jogosultak erre a szolgáltatásra. Ráadásul ha beigazolódna a közgazdászok előrejelzései és a jegybank szerepét betöltő FED a nyáron kamatot emel, a gazdaság növekedése pedig lelassul a második félévben, úgy az eladósodott fogyasztók még nehezebb helyzetbe kerülhetnek.

Elemzők arra is felhívják a figyelmet, hogy a hitelkártya-adósságok mellett a jelzálogtörlesztések területén is egyre növekszik a tartozásaikat csak késedelmesen rendező adósok aránya. E két tényező együttes hatása is jelzi, hogy az amerikai fogyasztóknak hamarosan vissza kell fogniuk hitelignyeiket. Ennek eredményeként viszont nehéz helyzetbe kerülhetnek a korábban túlságosan bőkezűen fellépő bankok az Egyesült Államokban.

## Hitelfelvétel

Mexikó visszatért a nemzetközi pénzügyi piacokra, a J. P. Morgan és a Swiss Bank Corp. által vezetett konzorcium ugyanis 3 milliárd dolláros hitelt nyújt a latin-amerikai országnak. Hírek szerint Mexikó e hitel segítségével 4,7 milliárd dollárt törleszt az USA-val szemben fennálló 10,5 milliárd dolláros tartozásából. A hiányzó 1,7 milliárdot a nemzetközi pénzügyi piacokon szándékozik az ország felvenni. A kereskedelmi bankoktól származó hitelt Mexikó öt évre kapja, kétéves türelmi idővel a tőketörlesztésre.

Elemzők szerint a mexikói kormány ezzel a magas kamatozású amerikai kormányhitelek jelentős részét alacsonyabb kamatozású bankkölcsönökkel váltja fel. Az ország pénzügyi válságának leküzdésére felvett amerikai rendkívüli hitelt eddig a kormány 2,7 milliárd dollárt fizetett vissza, s a következő részlet fizetésének határideje csak 1997 júniusában lett volna esedékes. A mexikói kormány ezzel a lépéssel a kamatszint csökkentésén keresztül igyekszik enyhíteni az ország adósságterheit. Washington a hitel közel felének törlesztéséért cserébe enyhít annak a New York-i bankszámlának a hozzáférhetőségén, ahova a mexikói olajexportbevételek egy része folyt be, a rendkívüli hitelkeret fedezetéül egy mexikói csőd esetére.

A bankszámlán felgyülemlett összeg szolgál részben biztosítékkul a nagy összegű kereskedelmi bankhitelhez. Summers amerikai pénzügyminiszter-helyettes örövendetesnek értékelte a kereskedelmi bankszindikátus kölcsönét, mert ez Mexikó visszatérését jelenti a nemzetközi pénzügyi piacokra.

## Állampapírok

A kincstárjegy-hozamokat tükröző **DWIX** értéke a vizsgált periódusban stagnálást mutatott. Az utolsó előtti héten ugyan 0,02 százalékpontos erősödést tudott felmutatni, ezt azonban a negyedik hét enyhe csökkenése teljes mértékben neutralizálta, így az értéke 24,30 százalék maradt.

A diszkontkincstárjegyek hozamának alakulása két élesen elkülönülő részre bontható, míg az első két hét folyamán a hozamok – ha csökkenő ütemben is, de – emelkedtek, az időszak második felében – a kedvező makrogazdasági adatok megjelenésével párhuzamosan – azonban általános gyengülés volt regisztrálható.

Az **1 hónapos diszkontjegyek** kibocsátásaira is jellemző volt a fenti megállapítás. Az átlagos hozamszint 23,10 százalékos nyitósintje a második aukción már elérte a 24,14 százalékos szintet, ám az utolsó kibocsátásra az elmúlt egy év történelmi maximumán, 23,85 százalékon stabilizálódott. A csökkenő kamatszinttel párhuzamosan a legrovidebb kincstárjegyek iránti érdeklődés is mérséklődött, az utolsó aukció alkalmával mindössze 1,65 milliárd forintnyi kereslet állt szemben az 1 milliárd forintos kínálattal.

Az átlagos kötvényegyenérték-hozam csökkenése a 91 napos kincstárjegyek esetében egy héttel korábban kezdődött el, az első aukció 24,19 százalékos értékéről a vizsgált periódusban 23,97 százalékos szintig süllyedt. A 3 hónapos kincstárjegy iránti érdeklődés fokozódásának lehetünk tanúi az elmúlt négy hét folyamán, miközben az elfogadott ajánlatok sávja 0,22 százalékpontig szűkülte.

A **6 hónapos kincstárjegyek** átlaghozama is gyengült, a 0,14 százalékpontos csökkenés eredményeképpen 24,52 százalékos szinten stabilizálódott.

A **364 napos diszkontjegyek** esetében is hasonló folyamatokról adhatunk számot. Az utolsó kibocsátás alkalmával 0,19 százalékpontot esett az átlagos hozamszint, és így újból megközelítette a lélektani határnak számító 25 százalékos értéket.

## Származékos kincstárjegypiac

A Budapesti Értéktőzsde határidős kincstárjegy-szekciójában lanya üzetmenet volt jellemző, a négy hét alatt a forgalom alig haladta meg az 1 milliárd forintos szintet. Az érdeklődés elsősorban a távolabbi lejáratok felé fordult, miközben az elszámolóárak tekintetében enyhe csökkenés volt regisztrálható. Az érdeklődés és a nagyobb árfolyam-mozgások hiánya elsősorban a befektetők álláspontjával magyarázható, akik a makrogazdaság féléves eredményeihez igazodva kívánják megtenni a megfelelő lépéseket.

## Részvénypiac

Fontos ellenállási korlátokat sikertült a Budapesti Értéktőzsde hivatalos indexének áttörnie. A 2 922,34 ponton nyitó BUX enyhe gyengülés után fokozatosan erősödött a 3000 pontos álmeghatár közelébe, majd gyors emelkedések sorozatát követően történelmi maximumot állított be 3 156,60 ponton. A zárásig tapasztalható korrekció eredményeképpen a negyedik hét végére 3 134,54 pontig süllyedt az index értéke.

A **jegyzett kategória** forgalmának több mint 20 százalékát a **Richter Gedeon** kereskedése adta, amelynek árfolyama a vizsgált periódusban átlépte a lélektani határnak számító 7 000 forintos árfolyamot, sőt néhány kötés erejéig elérte a 7 755 forintos szintet is. Hasonló folyamatok játszódtak le a másik gyógyszergyári részvény, az **Egis** esetében is, amely 10 százalékot meghaladó növekedés után 8 000 forint felé tudott erősödni.

Újra árfolyamemelkedés volt regisztrálható a **Danubius** tekintetében, a szállodaipari társaság papírjának árfolyama ugyan nem közelítette meg az eddigi maximumát, ám a 4 hét alatt 200 forintot erősödött. Ebben nagy szerepet játszott, hogy a Fővárosi Bíróság jogerős ítélete véglegesen rendezte a Gellért Szálló tulajdonjogát a Danubius Rt. javára a KVSZ-szel szemben.

Az **ÁPV Rt.** beleegyezése azt sejteti, hogy a Danubius valamilyen formában visszafizeti azt az 1,3 milliárd forintot a vagyonkezelőnek, amelyet az a privatizáció előtt álló szállodavállalatnak adott kvázi kárpótlásul, és amelyet a Danubius 1992-ben hitelei törlesztésére fordított. A kategória bankpapírja is jelentős emelkedést produkált, az **OTP** részvények árfolyama áttörte a 2 000 forintos határt és 2 150 forinton búcsúztatta az elmúlt négy hetet. A társaságban jelenleg 25 százalék plusz 1 szavazatot birtokló **ÁPV Rt.** a kiszivárgott hírek szerint fontolgatja, hogy részesedését 15 százalékkal csökkenti, amellyel még mindig minősített többséggel rendelkezne.

A tavalyi kibocsátáshoz készített tájékoztató szerint a magánosítással foglalkozó részvénytársaság 1997. január 1-jéig mindenképpen megtartja a jelenlegi részvénytársaságot, ám utána

## Bővül a nemzetközi tőkeáramlás

A Befektetési Alapok Európai Szövetségének jelentése szerint a világ befektetési alapjainak összesített nettó eszközértéke tavaly 21 százalékkal növekedett, s 1995 végére elérte az 5111 milliárd dollárt. Leggyorsabban, 30 százalékkal az amerikai befektetési alapok bővültek 1995-ben. Ez csak tovább erősítette az Egyesült Államok elsőségét a térségben: a világ befektetési alapjainak összesített nettó eszközértékéből 2820 milliárd dollár, vagyis 55 százalék jutott az USA-ra.

Az UNCTAD arról számolt be legújabb jelentésében, hogy 1995-ben 46 százalékkal növekedett a világon a külföldi közvetlen befektetések volumene. A tavalyi 325 milliárd dollárnyi közvetlen befektetés elsősorban a világgazdaság fellendülésének és a nagy nemzetközi fúziós hullámnak volt köszönhető. A nemzetközi működőtőke-mozgásoknak

ugyancsak az Egyesült Államok volt a legfontosabb szereplője. Tavaly az USA-ban 75 milliárd dollár működőtőke áramlott be, a tőke kivitel pedig 97 milliárd dollár volt.

Az UNCTAD értékelése szerint a tőkeáramlás gyors növekedése a nemzetközi nagyvállalatok globalizációjának erősödésére utal. A jelentés külön kiemeli, hogy Kelet-Közép-Európa országai tavaly összesen 12 milliárd dollárnyi működő tőkét vonzottak, kétszer annyit, mint egy évvel korábban. Térségünkbe az UNCTAD szerint a legtöbb működőtőke Magyarországra, Csehországra és Oroszországba áramlott. 1995-ben leggyorsabban az amerikai és a német tőke kivitel növekedett. A tőkeexport bővülése szempontjából harmadik helyen álló Nagy-Britanniában „csak” 50 százalékkal nőtt a tőke kivitel volumene.

## Világbanki hitelek

A Világbank bejelentette, hogy ezentúl maguk a hitelfelvevők határozhatják meg a hitelek valutaösszetételét, aminek nyomán lényegesen csökkenthetik hitelezési költségeiket. Az intézkedés a Világban 300 adósának 2000 hitelszerződését érinti, összesen 145 milliárd dollár értékben.

A hiteleket eddig többnyire egy három valutából – amerikai dollár, japán jen, német márka – álló kosár formájában folyósították. A devizapiaci kockázatok adósok általi kezelését megkönnyítő új döntés alapján a hitelfelvevők július elsejétől egyetlen valutában is felvehetik az új hiteleket. A hiteleket hétféle valutában – az előbbi három mellett még svájci és francia frankban, holland guldenben és angol fontban – is jegyezhetik.

A Világbank persze a jövőben is nyújt hiteleket a korábbi hármas valutakosár

szerinti hármas összetételben is, de a már folyósított, illetve az új valutakosaras hitelek esetében is lehetőséget biztosít szeptember 1-jétől az egyvalutású történő alakításra. Az adósok ez esetben egyvalutású alakíthatják a kosaras hitel le nem hívott részét, de akár a teljes hitelösszeget is.

A Világbank szakértői szerint e változtatásokat az ő oldalukról az tette lehetővé, hogy a korábbinál sokkal szabadabban és könnyebben tudnak pénzhez jutni a nemzetközi pénzpiacokon. A hitelfelvevők oldaláról pedig az, hogy szakemberek egyre inkább rendelkeznek a devizapiaci kockázatok kezeléséhez szükséges szakértelemmel.

Hírek szerint a Világbank munkatársai szeptemberben regionális tájékoztatót tartanak majd az új lehetőségekről a közép-európai térség bankszakemberei számára.

## Külföldi befektetésekről

Az osztrák gazdasági minisztérium kimutatása szerint a kelet-európai országokban a közvetlen külföldi beruházások értéke 1995 végén 37,3 milliárd dol-

lár volt. Ennek egyharmada – 12,7 milliárd dollár – jutott Magyarországra. A gazdasági minisztérium szerint a tavaly befektetett külföldi működőtőké-

nek szintén egyharmad – 4,5 milliárd dollár – került Magyarországra. Ez egy év alatt 237 százalékos növekedésnek felel meg. 20-20 százalékkal, országonként 2,5 milliárd dolláros beruházási értékkel részesedett az összes investícióból Csehország és Lengyelország. Egy esztendő alatt 151 százalékkal – 176 millió dollárral – nőtt a tőkeberuházások értéke Szlovéniában.

Nem változott a beruházások mértéke Szlovákiában és jelentősen csökkent az érdeklődés Albánia, Románia és Bulgária iránt. Oroszországban 67 százalékkal nőttek a külföldi befektetések, de értékük mindössze 2 milliárd dollárt tett ki. A vesztesek közé tartozik Ukrajna, ahol a külföldi beruházások 1993-ban még meghaladták az egymilliárd dollárt, 1994-ben viszont 700 millió dollárra csökkentek, tavaly pedig nem haladták meg a 280 millió dollárt.

Ausztria 1995-ben kétezer kelet-európai vállalatban szerzett részesedést, s összesen 700 millió dollárt ruházott be térségünkben. Az összes tőkeberuházás értéke 1995 végén meghaladta a 3,65 milliárd dollárt. Az előző évek irányzatainak megfelelően továbbra is Magyarországra érkezett a legtöbb osztrák tőke, 290 millió dollár. Ez az összeg a múlt évben külföldre irányuló osztrák beruházások 41 százalékával egyenlő. Lengyelországba 88, Csehországba pedig 87 millió dollár osztrák működőtőke érkezett. A külföldi tőkével finanszírozott projektek száma Romániában a legmagasabb, eléri a 49 200-at. Csehországban 1995 végéig 32 950, Magyarországon 27 900, Lengyelországban 24 100 fejlesztési tervet finanszírozott a külföld. A térség egészében összesen 160 560-at, a volt Szovjetuniót is beleszámolva pedig 203 700-at.

## Privatizációs világrekord?

Az OECD felmérése szerint idén a világ privatizációs bevételei várhatóan minden korábbi rekordot megdöntenek. A számítások szerint a kormányok 1996-ban a magánosításból összesen mintegy 85 milliárd dollár bevételre tesznek szert, szemben az 1994. évi 69,1 és a tavalyi 62,3 milliárd dolláros bevétellel.

1996 első négy hónapjában az OECD-országok összesített privatizációs bevétele 8 milliárd dollár volt, s ez az összeg a esztendő végére valószínűleg eléri majd

## Így írunk rólunk

# Érdeklődnek a magyar bankok iránt

A világ ezer legjelentősebb vállalatának a Business Week legutóbb közzétett listáján hiába keresnénk hazai vállalatot, de még a fejlődő piacú országok külön kétszázás névsorában sem. A Central European Economic Review viszont közölte több közép-európai ország hasonló százas toplistáját. A magyarországi első helyezettek alighanem mindenki gyaníthatja: a MOL, a MATÁV, az MVM... egykori állami monopóliumok, ismerős nevek.

## Érdekes toplista

A lap fel is teszi a kérdést: a gazdasági átalakulás és a 13 milliárd dollárt kitevő külföldi beruházások jó néhány év elteltével semmi sem változott Magyarországon kommunizmus utáni gazdaságában? „A válasz nyomatékos igen: a tulajdon szerkezetében következett be széles körű változás” – írja a The Wall Street Journal Europe melléklete. A listavezető nagyvállalatok ugyan nevükben ugyanazok, de nagyrészt külföldi és hazai beruházók kezébe kerültek át, az állam ellenőrzése a gazdaság felett megszűnőben van s az eredmény minden bizonnyal a jobb menedzsment, a nagyobb versenyképesség lesz.

A toplista azért számos érdekességet mutat. A negyedik helyre ugyanis, a három „rég” nagyvállalat után és a MÁV-ot is megelőzve az Opel Magyarország Járműgyártó Kft került, vagyis egy olyan teljesen új vállalat, amely néhány évvel ezelőtt még nem volt jelen az országban. Az Opel ilyen előkelő helyezése bizonyos értelemben már az ipar szerkezeti átalakulásának előhírnöke.

A Financial Times terjedelmes cikket szentel az új ágazat, a járműgyártás magyarországi fejlődésének. „Magyarország feltúrátja a motort” – írja a brit gazdasági napilap, amely szerint a gépkocsi- és az alkatrészgyártás az egyik leggyorsabban fejlődő iparág.

Példa erre az Audi Győrtől létrehozott motorgyára, amely az FT szerint a világ egyik legkorszerűbb üzeme lesz, már az idén mintegy 300 ezer gépkocsizhoz szállít motort és termelését csaknem fél millióra bővítik, innen még az Audi és a Volkswagen brazíliai üzemeibe is szállítanak majd. A lap ismerteti a többi autógyár és alkatrészüzem magyarországi terjeszkedését is, kiemelve még a nyugat-európai beszállítóknak is érdemes áttelepíteniük az alkatrészek előállítását. Magyarország ugyanis jóval alacsonyabb ebben az ágazatban a munkabér és kevésbé szigorúak a munka törvénykönyvének előírásai, lehet folyamatosan, akár hét napon át napi 24 órában is termelni.

Továbbra is élénk az érdeklődés a magyar bankszféra iránt, elsősorban a német és az osztrák sajtóban. Szinte minden nagyobb német lap beszámolt például a Deutsche Bank magyarországi leányvállalatának megnyitásáról, arról, hogy a banknak nagy tervei vannak a német-magyar kereskedelmi ügyletek finanszírozásában.

## Komoly vevő a láthatáron

Ez a kereskedelem érdekesen alakul: a vezető német gazdasági napilap, a Handelsblatt némi meglepetéssel fedezte fel, hogy a tavalyelőtti, több mint 300 millió dolláros deficit után tavaly már pozitív volt a magyar szaldó, mintegy 54 millió dolláros eltérés mutatkozik Magyarországra javára. A lap ezt a tavaly megvalósított szigorú takarékosági intézkedéseknek tulajdonítja.

Az osztrák lapok több cikket is közöltek arról, hogy az osztrák Creditanstalt komoly vevőnek ígérkezik a Magyar Hitel Bank megvásárlására, mégpedig az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bankkal együtt, valahogy úgy, ahogy az a Budapest Bank esetében történt, amerikai partnerrel. A Der Standard úgy értesít, hogy a konszolidált bank vételára valahol 100-

130 millió dollár körül lesz, s jelenleg csupán már csak egy kérdés tisztázandó: vállal-e az eladó, vagyis a magyar állam garanciát arra, hogy ha „tetemekre bukkannak a pincében”, – vagyis ha kiderül, hogy nem minden rossz hitelt sikerült a banknak eladnia, illetve megszüntetnie, – fedezi az ebből származó költségeket.

A Financial Times egyébként érdekes részletet árult el a privatizálás egy körülményéről: a tanácsadói tisztelet a BZW, a Barclays Bank beruházási részlege nyerte el a CS First Boston előtt, mégpedig azért, mert az amerikai vállalat vezetői nem az Európai Unió állampolgárai. A tanácsadás költségeit ugyanis az EU fedezi a PHARE alapokból és ragaszkodott az „európai” intézményhez.

## Küzdenek a jó helyért

Az osztrák siker az MHB megszerzésében a jelek szerint fontos lenne a szomszédok számára, az Osztrák Gazdasági Kamara ugyanis – ahogy arról ugyancsak a Standard számolt be, – aggódik: Ausztria kezdi elveszíteni korábbi előnyét Magyarországon. Az osztrákok jól rajtoltak, de azóta más beruházók is ráébredtek az itteni lehetőségekre. Bár az osztrákok számára a keleti beruházások terén ma is Magyarország számít az első számú célországnak – az összértéket a kamara 22 milliárd schillingben adja meg – most alaposan meg kell küzdeni a jó helyezésért. Ezt szolgálta Vranitzky kancellár látogatása is, amelyet a bécsi sajtó meglehetősen érdeklődéssel kísért, különösen a debreceni látogatás keltett visszhangot. Az osztrákok szeretnék megnyerni – más vállalatokkal közös konzorciumban – a Csepel-szigeten épülő gázüzemű erőmű építési megbízatását, mert ez másfél milliárd schilling értékű rendeltést jelentene.

**Kiss Csaba**  
Magyar Tudósító Bt.

a 60 milliárdot. (1995-ben az OECD-országokban összesen 46,5 milliárd dollár privatizációs bevételt regisztráltak.) Az OECD szerint az állami vállalati tulajdon visszaszorításában meghatározó a távközlési cégek magánosítása. Kedvező az idej privatizációs fellendülés számára, hogy a világgazdaságban viszonylag szilárd makrogazdasági körülmények uralkodnak.

Az idej privatizációs lista élén Németország áll, amely a tervek szerint 17 milliárd dollár értékben kínál állami vállalati tulajdoni hányadokat. Ebből az összegből a Deutsche Telekom távközlési óriásvállalat önmaga 10 milliárd dollárral részesedik. Franciaországban 1995-ben a tervezett 11 milliárd helyett csak 5,7 milliárd dollárnyi állami vagyont sikerült értékesíteni, az idej célkitűzés 4,5 milliárd dollár. Olaszországban a tavalyi magánosítási bevételek elérték a 7,2 mil-

liárd dollárt, idén a kincstár valószínűleg 6,3 milliárd dollár bevételre tesz szert a privatizációból. Az OECD szerint 1996-ban Nagy-Britanniában 6,4, Japánban 6,3, Ausztráliában pedig 4,9 milliárd dollár állami vagyont értékesítenek. Az OECD-n kívüli térségekben a tavalyi 5,5 milliárdról várhatóan 25 milliárd dollárra növekszik idén a privatizációból származó bevétel.

Az OECD elemzése megállapítja, hogy az állami cégek részvényeinek megvásárlásában mind nagyobb szerepet játszanak a nemzetközi befektetők és a befektetési alapok. 1993-ban és 1994-ben részesedésük 33, tavaly viszont már 50 százalék volt a privatizációban. A párizsi székhelyű szervezet szerint a következő években a privatizáció világszerte tovább gyorsul, a bővülő kínálat azonban kedvezőtlenül hathat a bevételek alakulására.

## Terjeszkedik a VISA

A századik ország csatlakozásával a VISA/Plus International ATM pénzkidó hálózata folytatja piaci terjeszkedését. A cég közleménye szerint már az indiai-óceáni Seychelle-szigetsorpon is megjelentek a bankjegykiadó automaták. A közelmúltban a Hongkong Bankkal folytatott együttműködés részeként a VISA/Plus a világon elsőként biztosított lehetőséget nemzetközi ATM-tranzakciók lebonyolítására Vietnamban. A kelet-közép-európai, a közel-keleti és az afrikai térségben a VISA/Plus kártyatulajdonosai ma közel 7200 bankjegykiadó automatából juthatnak készpénzhez. Ezekben a térségekben az automaták száma egy év alatt 122 százalékkal növekedett.

Egy évtizede a VISA/Plus ATM-hálózata átlagosan 700 ezer tranzakciót dolgozott fel havonta. Idén májusban az ATM-tranzakciók száma 45,3 millió volt, amely 6400 százalékos növekedést jelent a hálózat elindításakor érvényes adatokhoz képest.

A VISA a világ legnagyobb fogyasztói fizetőrendszere, amely 20 ezer tagbankkal, 13 millió kártyaelfogadó hellyel és 464 millió kártyával rendelkezik szerte a világon. A VISA működteti a világ legnagyobb ATM-hálózatát, a VISA/Plus is. Érdemes megjegyezni, hogy a cég nemrégiben saját home page-et is indított az Interneten.

## Bosznia bankrendszere

A négy éven át tartó háborúban a bosnyák ipari és mezőgazdasági termelés szintje a háború előttinek 10 százalékára esett vissza és az ipari tőke – a Reuter hírügynökség szerint – szinte teljesen eltűnt. A bankrendszer hasonló helyzetben kénytelen szembenézni. Az állami tulajdonban lévő nyolc bank reménytelenül eladósodott, ugyanakkor a több mint tíz újabb alapítású magánbank jól működik, de alultőkésített. A gazdaság újjáépítése és a jelenlegi állapotok a nemzetköz szervezeteket arra ösztönözik, hogy minden gazdasági segítséget

megadjanak a szilárd gazdasági jövő biztosításához. A magánbankok legnagyobb gondja a tőkehiány, aminek enyhítésére egyelőre források sem állnak rendelkezésre. Két kisebb bankot tavaly be kellett zárni, mivel nem tudták elérni a központi bank által minimálisan előírt 2,5 millió márkás tőkenagyságot. A BH Banka, amelyet 1990 novemberében bosnyák üzletemberek egy csoportja alapított, a maga 20 millió márkás tőkéjével az ország legnagyobb magánbankja.

Gonda György

## Átszervezés a CS Holdingnál

A svájci CS Holding elnöke nagyszabású átszervezést jelentett be, amelynek keretében négy pénzintézetbe tömörítik a csoporthoz tartozó társaságok tevékenységeit. A változások a csoport nevét is érintik, a holding a jövőben Crédit Suisse Group néven tevékenykedik.

Az átszervezés során a Svájcban mostanáig kereskedelmi banki tevékenységet végzett Crédit Suisse és a Swiss Volksbank összevonásra kerül, s a jövőben Crédit Suisse Volksbank néven működik majd. A tervek szerint az összevonás nyomán mintegy 3500 dolgozót bocsátanak el a fiókhálózatból. A csoport nemzetközi lakossági bankja – amely első sorban a tehetősebb magánügyfeleket szolgálja ki – a Crédit Suisse Private Banking lesz, a vállalati ügyfelek vagyont pedig a Crédit Suisse Asset Management kezeli majd.

A CS First Boston befektetési bankot összevonják a Crédit Suisse bankkal, s a közös befektetési és vállalatfinanszírozási pénzintézet a Crédit Suisse First Boston nevet viseli majd. Jegyzett tőkéje 8,5 milliárd dollár lesz, amellyel ebben az üzletágban a J. P. Morgan után a második helyet foglalja el a világon.

Zürichben azt is bejelentették, hogy az alapvető üzletágakra való összpontosítás érdekében a csoport több ipari befektetését is értékesítik. A 3500 fős svájci létszámcsökkentés mellett külföldön 1500 munkahelyet kívánnak megszüntetni az átszervezéssel.

Az átszervezés költségeinek fedezésére egymilliárd svájci frankos tartalékot képeznek az év végére. A csoport élén új vezérigazgatói posztot hoznak létre, amelyet a Swiss Reinsurance biztosítótársaság eddigi vezetője, Lukas Mühlemann fog betölteni. Rainer Gut, a csoport elnöke hírek szerint megtartja posztját.

Az átszervezés célja a pénzintézetek viszonylag gyenge jövedelmezőségének javítása. A várakozások szerint az átszervezés a következő két-három évben több mint kétmilliárd frank költségsökkenést eredményez. Az átszervezési tervek bejelentése után a CS Holding részvényeinek árfolyama mintegy 11 százalékkal nőtt.

## Állampapírok

Az elmúlt hónap során a diszontkincstárjegy-hozamokat tükröző **DWIX** folyamatos csökkenést mutatott, a heti 0,02 százalékpontos gyengülés eredményeképpen a periódus végére egészen 24,26 százalékra mérséklődött az index értéke.

A vizsgált időszakban a kincstárjegyhozam töretlen csökkenésének lehetünk tanúi, ez alól csupán az utolsó 28 napos kincstárjegyek aukciója jelentett kivételt. Ez azt mutatja, hogy a makrogazdaság fokozatos stabilizációja, és a megjelent mutatók kedvező volta a befektetői várakozásokban is tükröződik.

Az **1 hónapos diszkontjegyek** esetében a négy hét során a hozamok csökkenésével az érdeklődés is mérséklődött az állampapírok iránt. Az átlagos kötvényegyenérték-hozam a kezdeti 23,96 százalékos szintről a harmadik hétig egészen 23,83 százalékra gyengült, ami egyben a január óta tartó hozamcsökkenés eddigi mélypontját is jelentette. Az utolsó aukción a kereslet némileg meghaladta az előtte tapasztalt szintet, miközben az átlaghozam 0,07 százalékpontot emelkedve elérte a 23,90 százalékos értéket.

A **3 hónapos kincstárjegyek** elsődleges forgalomba-hozatalai is fokozódó túlkereslet mellett zajlottak le, miközben az átlagos hozamszint 24,02 százalékról 23,89 százalékra csökkent, ami mindössze 0,02 százalékponttal magasabb, mint az idei év minimumának számító 23,87 százalék. Az elfogadott ajánlati sáv szűkülése ebben az esetben is megfigyelhető, a periódus végére 0,5 százalékponttal alá esett.

A **182 napos diszkontkincstárjegyek** két aukciója szintén a hozamok csök-

kenését hozta, amiben a második kibocsátáson regisztrált közel háromszoros túlkereslet is szerepet játszott. Az első aukción kialakult 24,52 százalékos átlagos kötvényegyenérték-hozamhoz képest a második alkalommal 0,07 százalékpontos csökkenés volt megfigyelhető, ami azt jelenti, hogy a féléves állampapír hozam újra 24,5 százalék alá süllyedt.

A **364 napos kincstárjegyek** elsődleges forgalomba-hozatala az előbbi trenddel írható le, vagyis az átlagos hozamszint mérséklődött, a kincstárjegyek iránti érdeklődés pedig nagymértékben növekedett. A második aukción kialakult 24,96 százalékos átlagos kötvényegyenérték-hozam az azt megelőző kibocsátáshoz képest 0,07 százalékpontos esést takar.

## Részvénypiac

A Budapesti Értéktőzsde hivatalos indexe, a **BUX** tovább folytatta eddigi diadalútját, a vizsgált periódusban kisebb korrekciók után a 3.000 pont alatti szintről egészen 3.350 pont közelébe emelkedett, vagyis 1 hónap alatt több mint 10 százalékos növekedést produkált.

A **jegyzett kategória** forgalmának közel negyedét a **Richter Gedeon** kereskedése mondhatta magáénak, ami a részvény árfolyam-alakulását figyelembe véve nem is meglepő. A gyógyszergyári papír kurzusa 6.690 forintot indította a periódust, ami egyben az időszak minimumárának is bizonyult. A befektetői optimizmusnak köszönhetően az ár megközelítette a 8.000 forintos szintet is. Az **Egis** esetében is hasonló eseményekről adhatunk számot, érdekes fejlemény azonban, hogy az árfolyam-emelkedés sorrendje eltért az eddigiektől, mivel először a kőbányai cég kurzusa erősödött, amit csak követett az Egis erősödése. A kategória legjobb befektetésének az **OTP** bizonyult,

amelynek árfolyama a tavalyi eredmények megjelenésének hatására közel 50 százalékon emelkedett az elmúlt négy hét során. A beszámoló szerint az OTP bank nemzetközi számviteli szabályok (IAS) alapján összeállított eredménye 200-300 millió forinttal magasabb az előzetes adatközlél. 1

1995-ben a legnagyobb magyar bank magyar számviteli szabályok szerinti kon szolidált adózás utáni eredménye 7 milliárd 181 millió, IAS szerinti pedig 7 milliárd 495 millió forint, vagyis a tavalyi eredményekkel számolva a bank P/E mutatója 10 alatt marad. Mint ismeretes az OTP az idei évre 12,5 milliárd forintos adózás előtti eredménnyel számol, amelynek időarányos részét az első negyedévben teljesítette is (adózás előtti eredménye 4 milliárd, adózás utáni eredménye pedig 3,32 milliárd forintot tett ki).

A kamatok alakulása alapján feltételezhető, hogy a második negyedév is hasonlóan sikeres lesz, így ha a 11 milliárdos konszolidált adózott eredménnyel számolunk, a mostani rekordnak számító 2.650 forintos árfolyamon is csak alig valamivel 6,5 feletti a papír P/E értéke. A társaságban jelenleg 25 százalék plusz 1 szavazatot birtokló ÁPV Rt. a kiszivárgott hírek szerint fontolgatja, hogy részesedését 15 százalékkal csökkenteni, amellyel még mindig minősített többséggel rendelkezne.

A tavalyi kibocsátáshoz készített tájékoztató szerint a magánosítással foglalkozó részvénytársaság 1997. január 1-ig mindenképpen megtartja a jelenlegi részvénytársaságot, ám utána a banktörvény értelmében ennél több értékpapírt közvetlenül sem birtokolhat. A tájékoztató egy más helyen azonban megjegyzi, hogy az állam fenn kívánja tartani stratégiai részesedését. Az esetleges értékesítésel azonban a jelenlegi részvénytulajdonosok bizonyára nem értenének

## Új privatizációs törvény

Az új lengyel privatizációs törvény nyomán felgyorsulhat a magánosítás folyamata az országban, s a tömegprivatizációs program keretében kibocsátott vagyonjegyeket hamarosan bevezetik a tőzsdére.

A varsói kormány szerint a privatizációs törvény hatálybalépésétől elsősorban azért várható a magánosítás felgyorsulása, mert a vállalatok eddig a törvényre várva halogatták privatizációs döntéseiket. Fontos eleme a törvénynek, hogy a dolgozóknak ingyenes részvényt somagot juttat és a befektetők számára lehetővé teszi a részletfizetést. A több mint ötszáz vállalatra kiterjedő tömegprivatizációs törvény eddig nem volt különösebben sikeres, ráadásul elmaradt a külföldi befektetők érdeklődése is.

A vagyonjegyek tőzsdei kereskedelme július 15-én kezdődött meg. A 27 millió felnőtt állampolgárból eddig 15 millió vagyonjegyet jegyeztek elő 20 zloty lefizetése ellenében. A vagyonjegyet a 15 befektetési alap valamelyikénél részvényre lehet cserélni. A vagyonjegyek tőzsdei bevezetése után szakértők a kereslet megnövekedését várják többek között azért is, mert hozzá-

férhetőkké válnak azon nemzetközi befektetési alapok számára is, amelyek csak tőzsdei papírokba fektethetnek be.

A kereslet növekedése nyomán valószínűleg az árfolyam is emelkedni fog. A vagyonjegy ára a tőzsdén kívüli kereskedelemben július elején 100 zloty volt, a tőzsdei árfolyam a szakértők szerint 150-230 zloty között alakul majd. A vagyonjegyek jegyzése egy évig tart és november 20-án zárul le, jövőre lezárul a részvénytcsere, ezután pedig tőzsdére viszik a befektetési alapok részvényeit.

A befektetők érdeklődését számottevően befolyásolja a lengyel gazdaság stabilitásának alakulása. A pénzügyminisztérium az inflációt az idei esztendő végéig 17, 1997 végéig pedig 13 százalékra akarja leszorítani. Ennek a célkitűzésnek a szellemében állította össze a kormánya jövő évi költségvetés irányelveit. Ennek értelmében a kiadások 126,5, a bevételek pedig 115,5 milliárd zloty érték majd el. A 11 milliárdos hiánya a GDP 2,6 százalékával lesz egyenlő a tervek szerint.

## Afrika adósságai

A Világbank szerint az afrikai országoknak meg kell kétszerezniük a gazdasági növekedés jelenlegi ütemét, enélkül ugyanis összeroppannak az adósságtérhek alatt.

A statisztikák tanúsága szerint az afrikai kontinens adósságállománya 1994-ben elérte a 317 milliárd dollárt. Bár a hitelezők és az Afrikai Egységsszervezet vezetői különböző módon képzelik el a kontinens megmentését, abban egyetértenek, hogy a felhalmozódott adósságtömeg hamarosan felemészt minden reményt, hogy Afrika kiemelkedjen a nyomorúságból. Afrika gazdasága évi 3,5 százalékkal növekszik, ugyanakkor a népesség is hasonló ütemben – mintegy 3 százalékkal – bővül.

A Világbanknál úgy vélik: a válság kezeléséhez legalább évi 6-8 százalékos GDP-növekedésre volna szükség. Ezért tárgya-

lásokat kell kezdeni azon országok terheinek könnyítéséről, amelyek lépéseket tesznek gazdaságuk rendbetétele érdekében. A javaslat értelmében azoknak az országoknak az esetében, amelyek költségvetését három éven keresztül rendben találják, a hitelező országok és a nemzetközi szervezetek csökkentenék a hitelkamatokat, sőt bizonyos adósságrészleteket elengednének. Ezen kritériumok alapján a Világbank zimbabwei elnökhelyettese szerint 14 afrikai országnak van esélye a hitelkönnyítésre.

A washingtoni székhelyű szervezet kész 500 millió dollárral hozzájárulni egy adósságkezelő alap felállításához, amennyiben az IMF és a hitelező országok is beteszik a maguk részét. E terv megvalósulásának esélyét csökkenti, hogy Németország ellenzi az IMF aranytartalékainak ilyen célú felhasználását.

## Felvásárlási láz a német bankpiacon

Bankfelvásárlásokról szóló híresztelések terjedtek el a német bankvilágban azt követően, hogy a Deutsche Bank bejelentette: a

tőzsdén keresztül 5,21 százalékos részesedést vásárolt a versenytárs Bayerische Vereinsbankban. Ez utóbbi részvényei a

hír közzétételét követően 10 százalékkal emelkedtek a frankfurti tőzsdén. Elemzők arra a következtetésre jutottak, hogy a túlszűfolt német bankpiac előtt álló egyetlen lehetőség az összeolvadásokkal járó konszolidáció.

Egyes szakértők véleménye szerint a Deutsche akár 10 százalékra is növelheti részesedését a Vereinsbankban, mások azonban úgy vélik, hogy csupán egy külföldi pénzintézet hasonló szándékainak meghiúsításáról van szó. Az összeolvadások kapcsán azonban felmerült az is, hogy az Allianz Holding több mint 20 százalékos részesedéssel rendelkezik a Dresdner Bankban és a Bayerische Hypobankban, e kettő esetleges összeolvadása esetén pedig jól jönne a Vereinsbank szövetsége a jelenleg Németország legnagyobb pénzintézetének számító Deutsche Banknak.

A híresztelések és találgatások közvetlen következménye a bankrésztvények iránti kereslet ugrásszerű növekedése volt. E papírok teljesítménye mostanáig alulmúlta a piaci átlagot. Most azonban több elemző is vásárlásra javasolja a két bajor pénzintézet papírjait ami máris megmutatkozik az árfolyam alakulásában. További találgatások szerint a harmadik legnagyobb német pénzintézet, a Commerzbank iránt esetleg egy svájci vevő, a UBS vagy az SBC érdeklődhet.

## Eurokötvény

A Lengyelország által július elején kibocsátott 250 millió márkás eurokötvényt több mint kétszeresen túljegyezték. Ezzel kapcsolatban a Financial Times azt írta, hogy a számottevő vásárlói érdeklődés mögött Lengyelország gazdasági helyzetének javuló megítélése és a kelet-európai eurokibocsátások hiánya állhat.

Az öt éves lejáratú kötvényt a kibocsátás szervezői az irányadó német állampapírok fölé árazták 65 bázisponttal. Korábban többben attól tartottak, hogy a kötvények így túl drágának bizonyulnak, a nagy befektetői érdeklődés következtében azonban a másodpiacon máris 63 bázisponttal süllyedt a lengyel eurokötvény kamatprémiuma. Az elmúlt fél év során Varsó pénzügyi megítélése ugrásszerűen javult: az amerikai állampapírokkal szemben a lengyel dollárkibocsátások kamatprémiuma 185-ről 70 bázisponttal csökkent. A befektetői vélemények kedvező alakulásában jelentős szerepet játszott Lengyelország országgockázatának javulása: több hitelminősítő befektetési kategóriába sorolta Varsó szuverén

## Így írnak rólunk

# Megjelent a Sissi index

Mire figyelt fel az elmúlt napokban Magyarország gazdasági életével kapcsolatban a The Economist? A tekintélyes brit gazdasági hetilap nemrég azt elemezte, hogy Budapesten „olyan esz-köznek tekintik a szexipart, amely esetleg még az államháztartás hiányának lefaragásában is segíthet”. Az írás annak a hírnek kapcsán született, hogy a kormány állítólag augusztusban foglalkozik a prostituáltak „önálló vállalkozóként” történő bejegyzésével s így az utcasarkok és a kamionparkolók „alkalmazottai” adófizető állampolgárokká válnának... A cikkíró ebből arra a következtetésre jut, hogy a magyar kormány „gazdasági kérdésként kezeli a szexipart”.

## Nincs félelem a tőzsdén

Azért természetesen ennél komolyabb hírek is megjelentek Magyarországról mind a The Economist, mind más lapok hasábjain. A brit hetilap a fejlődő piacokkal foglalkozó oldalán például rendszeresen nemcsak a főbb magyarországi gazdasági mutatókat közli, hanem a tőzsdei árfolyamok alakulását is figyelemmel kíséri. A tőzsdei besszról, ha röviden is, több más lap, például a német Handesblatt vagy a svájci neue Zürcher Zeitung is beszámolt, de nem volt olyan jelentés, amely ennek kapcsán valamiféle komolyabb aggodalomnak adott volna hangot.

A The Economist nemrég elemzést közölt arról, hogyan alakul az egyes országokban az úgynevezett „human dimension”. Egy ENSZ tanulmányról van szó, amely az emberi élet körülményeit, feltételeit vizsgálta, meglehetősen bonyolult tényezők összevetésével, az egy főre jutó nemzeti jövedelemtől kezdve egészen az iskolai végzettség arányáig és a szociális ellátottság helyzetéig.

Ez a tanulmány Magyarországot a középmezőnybe sorolta, s érdekesség, hogy a francia napilap, a Le Monde, amely nagyobb cikket szentelt a témának, a cikket illusztráló grafikonjába az úgynevezett „keleti országok” közül egyedül Magyarország adatait látta érdemesnek az említésre. A lap szerint

ugyanis Magyarország azon országok közé tartozik, ahol még mindig igen alacsony a legmagasabb és a legalacsonyabb jövedelmek közötti különbség. Nem biztos, hogy ezt a véleményt a magyar közvélemény is osztaná.

## A fák nem nőnek az égig

A nagyobb gazdasági események nyári szünete idején természetesen kevesebb a Budapestről keltezt hírek, de azért ezekből is kitelne jónéhány oldal. Az Economist például a közép és kelet-európai országok hitelképességét elemezte s szembeállította egyebek között a magyar és a lengyel helyzetet. Míg Varsó az adósságok átütemezését választotta, így csökkentette kötelezettségeit s ezzel könnyebb helyzetbe került, gazdasága gyorsabban fejlődhetett, Magyarország amely minden adósságát pontosan teljesíti, jóval alacsonyabb növekedési rátát tud felmutatni, s ez egyesekben kedvezőtlen benyomást kelt a hitelképességet illetően is.

A Neue Zürcher Zeitung egyik cikke viszont éppen azt emelte ki, hogy Budapestnek sikerül folyamatosan csökkentenie a külkereskedelmi mérleg hiányát, s bár Közép- és Kelet-Európa térségében „a fák nem nőnek az égig”, a növekedés üteme minden bizonnyal másutt is lelassul. Magyarország meglehetősen stabilitást tud felmutatni. A nevezetes bécsi gazdaságkutató intézet, a WIIW egy most közzétett tanulmányában általában azt jósolja, hogy a térségben lassul majd a növekedés üteme, s ez alól nyilván Magyarország sem lesz kivétel.

Nagy érdeklődést keltett a sajtóban a Bundesbank, illetve a gazdasági kamara két jelentése: a nevezetes BUBA megállapította, hogy Németország számára ma Közép- és Kelet-Európa jelentősebb piac, mint az Egyesült Államok. Ennek megfelelően a német külkereskedelem mind nagyobb százalékát jelenti a térség országaival lebonyolított forgalom, amely gyorsan növekszik, s ugyancsak jelentős növekedést mutat fel a közvetlen német beruházások mennyisége is. A listán a külkereskedelmi forgalmat, s főként a beruházásokat illetően Magyarország foglalja el a vezető helyet, s bár a

német lapok nem közöltek részletes, országokra bontott statisztikákat, a Frankfurter Allgemeine Zeitung egy statisztikájából kiderül, hogy az 1990 óta eltelt időszakban – egy esztendő kivételével, amikor Csehország hajszálnyival megelőzte Magyarországot – mindig a nálunk teljesített német beruházások összege volt a legmagasabb.

Svájcban a közép-kelet-európai térséget illető beruházások legismertebb szakemberének Pongrácz Árpádot tartják. Vele készített interjút a Frankfurter Allgemeine Zeitung, elsősorban a tőzsdei befektetések lehetőségéről. Pongrácz véleménye szerint a budapesti tőzsdén még mindig igen kedvező az az arány, amely a részvények ára és a várható profit között mutatkozik. Úgy véli, hogy a jelentősebb nagyvállalatok már most szolid hasznot hoztak s néhány éven belül ez a haszon kifejezetten magas lehet vagyis a beruházóknak érdemes körülnézniük a részvénypiacon, különösen a különböző beruházási alapok számára ajánlja ezt.

## Osztrák sikertörténet

Bécsben is odafigyelnek az ilyen lehetőségekre, ezért jelent meg az adatok, amely a főbb közép-európai értéktőzsdék vezető részvényeinek indexét tünteti fel. A WirtschaftsWoche német hetilap is hírt adott a „Sissi” becenevet kapott index megjelenésére, amelyet híradásában a térség iránt megnövekedett érdeklődés jelének tart.

Annak idején a magyar és az osztrák sajtó is elég sokat cikkezett a nevezetes osztrák papíripari mágán, Prinzhorn magyarországi tulajdonszerzésének sokszor viharos körülményeiről. A bécsi Die Presse most sikertörténetéről számolt be: a Szolnoki Papírgyár, amely szintén Prinzhorn érdekeltségébe tartozik, ez év februárja óta pozitív mérleget mutat fel, termelése jelentősen megnövekedett és bizonyos irodai felhasználású papíripari cikkek közül rövidesen kiválthatja a magyar import több mint felét saját termékeivel.

Kis Csaba  
Magyar Tudósító Bt.

kockázatát. A kibocsátást szervező CS First Boston és a Deutsche Morgan Grenfell szerint jelentős részben ennek tudható be, hogy a németországi vásárlók között – a kötvénycsomag egyharmadát értékesítettek itt – nyugdíjalapok és egyéb intézményi befektetők is megtalálhatók, noha a múltban ezek óvakodtak a kelet-európai államkötvények vásárlásától.

A Financial Times szerint Lengyelország mellett más kelet-európai és egyéb fellendülő piacnak számító országok kötvényei

## Vonzó befektetési célpont

Az ENSZ Európai Gazdasági Bizottságának (EGB) legújabb tanulmánya szerint Kelet-Európa és a szovjet utódállamok kedvelt célpontjai a külföldi vállalatok közvetlen befektetéseinek.

A tanulmányban olvasható, hogy térségünk favoritja több mint 11 milliárd dollár befektetett tőkével továbbra is Magyarország, amelyet Csehország követ 5,6 milliárddal, majd Oroszország következik 5,5 milliárd dollárral. Oroszországban 1995 októbere és 1996 januárja között 14,5 százalékkal emelkedett a közvetlen külföldi befektetések értéke annak ellenére, hogy közben a parlament alsóházában a kommunisták és baloldali szövetségesek kerültek többségbe.

Az EGB felmérésében negyedik helyen álló Lengyelország – 1994-es adatok szerint – 4,1 milliárd dollár közvetlen beruházást vonzott. A lista ötödik helyén szereplő Kazahsztánban a közvetlenül érkező tőke összesített értéke az idei év elején 2,6 milliárd dollár volt. Tavaly a növekedés mértéke 27 százalék volt, a pénz azonban Ka-

iránt is számottevően növekszik a nemzetközi kereslet. Az immár 2740 milliárd dolláros piac kockázatának csökkentésére vezető befektetési bankok elhatározták, hogy klíringházat hoznak létre Emerging Markets Clearing Corporation néven.

Az alapítók – többek között a J. P. Morgan, az ING Barings, a Chase Manhattan – szerint a klíringház várhatóan csökkentheti majd a nemfizetés kockázatát, hosszú távon lefaragja a költségeket, növelve ezzel a piac forgalmát.

zahsztánban kevés iparágba áramlott: a bányászat 45, a cigarettagyártás 37, a fémkohászat pedig 10 százalékban részesedett. Az EGB jelentése még Ukrajnát említi, mint a külföldi befektetések tekintetében ígéretes országot, bár esetében a külföldi érdeklődést erősen csillapítja a bizonytalan államelnökség és a kommunisták uralta törvényhozás csatározása. Ukrajnában áprilisban még nem érte el az egymilliárd dollárt a közvetlenül befektetett külföldi tőke összértéke, de a növekedés üteme 50 százalékos a fél évvel korábbi helyzethez képest, s az összeg négyszerese az 1994 elején regisztráltak.

Jó osztályzatot adnak Kelet-Európának – és Latin-Amerikának – a felemelkedő piacokon jelen lévő nemzetközi befektetési társaságok is. A rájuk bízott pénzt tőzsdéi papírokból fektető alapkezelők úgy vélik: az előnyben részesített két régióba annak ellenére áramlanak viszonylag tekintélyes pénzek, hogy Ázsia sok esetben jobb feltételeket kínál tőzsdéi befektetésekhez, s gazdaságai is stabilabbak.

## Rekordnyereség a Lloyd'snál

A Lloyd's biztosítási piac hároméves kétséssel szokta közölni mérlegét, mert ennyi idő szükséges a kárigények feldolgozásához. A nemrégiben közzétett jelentés szerint a Lloyd's 1993-ban öt egymást követő veszteséges év után csaknem 1,1 milliárd font nyereséget ért el. Ez az összeg a piac 308 éves történetének egyik legjobb eredménye. Az előző öt esztendő alatt a Lloyd's több mint 8 milliárd font veszteséget halmozott fel. Az 1993-as rekordnyereség részben a biztosítási díjak emelésének, részben pedig annak köszönhető, hogy viszonylag kevés katasztrófa történt.

A szanalási terv szerint Equitas néven új

társaságot alapítanak a múlt veszteségeinek viszontbiztosítására és 3,1 milliárd fontot fordítanak ennek költségére. Ez tűnik az egyetlen járható útnak a Nevek számára, akik a biztosítási díj ellenében a károkért egész vagyonukkal felelnek. Ismeretes, hogy sok Név pert indított a biztosítási ügyeket ténylegesen intéző szindikátusok vezetői ellen. Minden jel szerint sikerül megegyezni a „lázadókkal” is, így nem lesz akadálya a szanalási terv megvalósításának.

Elemzők szerint az 1993-as eredmény nem meglepetés, de nem biztos, hogy ez az irányzat megfordulását jelenti. Az 1996-os eredmények messze elmaradnak az előző

három év nyereségétől, és idén a biztosítási díjak ciklikusan csökkentek. Nem tudható, mennyire lesz nyereséges a Lloyd's 1995 után. A Lloyd's vezetői azonban bizakodnak, hogy a szanalási terv helyreállítja a bizalmat a jelenlegi és az új ügyfelek körében, és lehetővé teszi a jövedelmező ügyleteket.

## Befektetési politika

A nemrégiben Bledben megrendezett nemzetközi befektetési konferencia fő megállapítása az volt, hogy Szlovéniának változtatnia kell a külföldi befektetőkkel szembeni eddigi magatartásán, mert ellenkező esetben továbbra is a jelenlegi alacsony szinten marad a tőkebeáramlás. A felszólalók egyetértettek abban, hogy Szlovénia szívesen fogadja a külföldi tőkét, de nem látja szívesen a külföldieket. A volt szocialista országok közül jelenleg Szlovéniában a legmagasabb az életszínvonal, az egy főre jutó bruttó hazai termék a hivatalos adatok szerint 9352 dollár.

A külföldi investíciók viszont csupán az összes befektetések 2,5 százalékát teszik ki, és a GDP 0,8 százalékát adják. Az 1994-es 84 millióról tavaly 150 millió dollárra nőtt a külföldi befektetések összege. Az előrejelzések szerint idén a legjobb esetben is csak stagnálás várható, miután a befektetési „klíma” sok kívánnivalót hagy maga után. A helyzetet jól jellemzi, hogy immár két éve készül a külföldiek pénzügyi tranzakcióit szabályozó törvény tervezete, de az egyelőre még a parlament elé sem került. A meglévő jogszabályok egyenlő bánásmódot írnak ugyan elő a bel- és a külföldi befektetőkkel szemben, ám a bürokrácia továbbra is nehézségeket állít a külföldiek útjába.

A bledi konferencia résztvevői szerint a kormányzat stratégiai célként kellene kezelnie, hogy az országot minden tekintetben vonzóbbá tegye a befektetők számára. Már csak azért is, mert az 1500 céget érintő – 1997 közepén lezáruló – privatizációs program sikeres végrehajtásához a belföldi anyagi erőforrások nem elégségesek. Szakértők állítják: a politikusok nincsenek könnyű helyzetben, mert a lakosság körében nem népszerű az a gondolat, hogy a külföldiek jelenlétét erősíteni kell. Idővel persze elkerülhetetlenek lesznek a változások, hiszen Szlovénia csatlakozni kíván az OECD-hez, valamint az Európai Unióhoz, amellyel nemrégiben írt alá társulási megállapodást. A csatlakozási folyamat során fokozatosan el kell tűnniük a külföldi befektetéseket gátló jogi és bürokratikus akadályoknak.

Gonda György

## Kincstárjegy-aukciók

Az időszak folyamán a diszkontkincstárjegy-hozamokat tükröző három hónapos mozgó átlag értéke folyamatos csökkenést mutatott. A kezdeti 24,28 százalékos szintről a **DWIX** 23,23 százalékra gyengült.

Az állampapírok hozamát leginkább befolyásoló tényező a Magyar Nemzeti Bank által végrehajtott repo-, illetve jegybanki alapkamat-csökkentés volt, amelynek eredményeképpen az egyhetes passzív repo 23,25 százalékra, az egyhónapos pedig 23,75 százalékra mérséklődött, míg a jegybanki alapkamat 25,5 százalékra változott.

Az **1 hónapos** diszkont kincstárjegyek kibocsátásai fokozódó túlkereslet mellett zajlottak le, miközben az elfogadott ajánlatok szórása csökkent. A legrövidebb futamidejű állampapír hozama az elsőaukciót követően még kis mértékben emelkedett, ám a Nemzeti Bank lépése lefelé nyomta az átlag hozamot. A negyedik héten rendezett kibocsátás alkalmával az átlagos kötvényegyenérték-hozam 23,75 százalékra süllyedt, ami 0,08 százalékponttal volt alacsonyabb, mint az időszak elején kialakult kamatszint.

A **3 hónapos** diszkontjegyek hozama is hasonlóan alakult: a minimális kötvényegyenérték-hozam az aktív repo szintén stabilizálódott, ezzel párhuzamosan a maximális, illetve az átlagos hozam is mérséklődést mutatott, ami az elfogadott ajánlati sáv szűkülését eredményezte. Az átlagos kamatszint 0,14 százalékpontos csökkenést követően 23,80 százalékra süllyedt.

Hasonló tendencia körvonalai rajzóldtak ki a **6 hónapos** kincstárjegyek esetében is. Az időszak során 24,43

százalékgig mérséklődtek a hozamok, miközben az érdeklődés csillapodott a papírok iránt.

A **364 napos** diszkont kincstárjegyek hozama - a rövidebb futamidejű kincstárjegyekkel ellentétben - emelkedést produkált, 24,96 százalékról 25,00 százalékra emelkedett. Az első aukció alkalmával még 48 milliárdnyi igénylés érkezett a 17 milliárdnyi kínálatra, a második kibocsátás során azonban mindössze 3,4 milliárd forintnyi ajánlat került visszautasításra.

## Részvénypiac

A részvénypiac teljesítménye szempontjából két teljesen különböző periódusra bontható a vizsgált időszak. Az első két hét folyamán a **BUX** sorra döntötte meg eddigi rekordjait és július 8-ra megközelítette a 3.400 pontos szintet is. Az első félévet reprezentáló amerikai munkanélküliségi ráták a kereslet közeljövőbeni növekedését vetítették előre, ami egyben az inflációnak is lökést adna. Ezzel párhuzamosan az irányadó amerikai kamatlábak nagymértékben emelkedtek, ami a világ részvénypiacainak megingását okozta. Sorra csökkentek az amerikai, német, illetve francia részvényindexek, természetesen a Budapesti Értéktőzsde hivatalos indexe is veszített értékéből. A július 8-i 3.380, 53 pontos szintről egészen 3.015,28 pontig süllyedt, ahonnan a periódus végére 3.085,16 pontig tornázta vissza magát.

A fentiek a **jegyzett kategória** teljesítményére is rányomták bélyegüket, nagyon kevés részvény tudhat értéknövekedést maga mögött. Ezek egyike az **OTP** papírja, amely 2170 forintos záróra 20 forintos emelkedést takar. A megjelent 1995-ös üzleti jelentés nagyon kedvező képet fest a csoportról: a bank nemzetközi számviteli szabályok (IAS) alapján össze-

állított eredménye 200-300 millió forinttal magasabb az előzetes adatoknál. 1995-ben a legnagyobb magyar bank magyar számviteli szabályok szerinti konszolidált adózás utáni eredménye 7 milliárd 181 millió, IAS szerinti pedig 7 milliárd 495 millió forint, vagyis a tavalyi eredményekkel számolva a bank P/E mutatója 10 alatt marad. Mint ismeretes az OTP az idei évre 12,5 milliárd forintos adózás előtti eredménnyel számol, amelynek időarányos részét az első negyedévben teljesítette is (adózás előtti eredménye 4 milliárd, adózás utáni eredménye pedig 3,32 milliárd forintot tett ki). Minimális mértékben emelkedett a legnagyobb kapitalizációval rendelkező **Mol** árfolyama, amelyről a Nomura újabb elemzést adott ki. A londoni székhelyű társaság információ szerint a világ legnagyobb gázipari vállalata, a Gazprom gázvezetékét készülő építeni Olaszországba, és így megszűnne a Mol eddigi gáz-monopóliuma. A vezeték magyarországi szakaszát egyébiránt a Mol és a Gazprom közös tulajdonában lévő Panrusgas építené, amely egyúttal a hazai igényeket is kielégítené. A Nomura szerint a magyar gázimport zömét két szerződés, az orenburgi és a jamburgi szabályozza. A Mol-Mineralimpex ügylet egy pillanatában az orenburgi szerződés ellenőrzése átesúszott a Panrusgas kezébe, és a Nomura értesülései szerint jövőre a másik egyezmény felülvizsgálata is e vállalaté lesz. A Mol 50 százalékos Panrusgas-részesedése pedig kisebbségivé olvadhat, ha nem fedezi az új vezeték építési költségeinek tőkeemelése formájában rá háruló részét. Szító János, a gázüzletág vezetője szerint a Gazprom mindössze a tranzitdíj erejéig vehetne részt a hazai ellátásban. A dél-, délnyugat-európai gázvezeték megépítésére a Mol kezében van a kijelölés, amit ipari miniszterként még Pál László adott a Molnak, ám utóda, Dunai Imre is megerősítette

## Számozott értékpapírszámlák Ausztriában

Ausztriában augusztus elsejével megszűnt a névtelen értékpapírszámlák nyitásának lehetősége. Ehelyett a pénzügyintézetek bevezették a számozott értékpapírszámla intézményét. Ennél az eljárásnál az ügyfélnek csak egy alkalommal, a számla megnyitásakor kell igazolnia magát, minden további tranzakció egy számra való hivatkozással megy végbe.

A Die Presse ismertetése szerint számlakivonatot ilyen esetben nem küldenek az ügyfélnek, aki a későbbiekben minden személyi adatát és kilétét titokban tarthatja. A letéti bizonylaton ugyanis semmilyen adatot nem tartanak róla nyilván. A számlatulajdonosok azonosításához szükséges információk csak a bankok alkalmazottainak egészen szűk köre számára hozzáférhető. A számla feletti rendelkezés joga aláírás, illetve valamilyen egyezményes kézjegy alapján gyakorolható. Eddig a Bank Austria, a CA és az Erste jelezte számozott számlák megnyitásának lehetőségét.

Az osztrák banktörvény módosítása csak az új értékpapírszámlák megnyitásánál követeli meg a tulajdonos kilétének feltüntetését. A meglévő számlák közül azonban csak azoknál kell közölni a tulajdonos adatait, amelyekre a rajtuk lévőkön felül újabb részvényeket, kötvényeket és befektetési jegyeket helyeznek el.

Továbbra is névtelenek maradnak azok a számlák, amelyekről tulajdonosuk csak elad a rajta lévő papírok közül, vagy csupán az osztalékokat, a kamatokat veszi fel. A törvény továbbra sem teszi lehetővé a számlán lévő befektetési jegyek után fizetett hozamok számlán hagyását és automatikus újrabefektetését, vagyis teaurálását.

Akik élni kívánnak a teaurálás előnyeivel, azok az osztrák bankok közül erre a célra alapított, luxemburgi bejegyzésű részvénytársaságok részvényeinek megvásárlását választhatják.

## IMF-hitel Bulgáriának

A Nemzetközi Valutaalap a nyár közepén „életmentő” készenléti hitelkeretet hagyott jóvá Bulgária számára azzal a céllal, hogy támogassa az ország gazdasági reformprogramjának megvalósítását. Az első 120 millió dolláros részletet még júliusban folyósították Szófiának.

A központi bank elnöke szerint a 20 hónapos kölcsön második részletének összegét is megnövelték, s így Bulgária még szeptember közepe előtt újabb 120 millió dollárhoz juthat hozzá. Az IMF döntése nyomán ugyanakkor megnyílt az út egy 40 millió ECU-s brüsszeli hitelhez is, amelynek folyósítására hamarosan sor kerülhet. A bolgár jegybank emellett számít még szeptemberben egy 120 millió dolláros részletre a Világbank

szerkezet-átalakítási hitelkeretéből. Filipov szerint az a félmilliárd dollár, amelyet Bulgária a következő hónapokban kap, elegendő lesz ahhoz, hogy az ország gond nélkül törlesztthesse középtávon a külföldi hiteleket.

Ismeretes, hogy a balkáni országnak mintegy 9,4 milliárd dollár külföldi tartozása van, és az idei esztendő végéig ebből 530 millió dollárt kell visszafizetnie a külföldi hitelezőknek. Szófiának azonban azért fontos, hogy az újabb külföldi hitelekhez minél hamarabb hozzájusson, mert a törlesztésekből 300 millió dollárt még a nyár vége előtt teljesítenie kell. Július elején az országnak mindössze 600 millió dollárnyi valutatartaléka volt, s a havi kifizetéseket, valamint a

leva árfolyamának stabilizálására fordított összegeket levonva, a hónap végére a tartalékok 100 millió dollár körüli összegre zsugorodtak. A kemény valuta hiánya ugyanakkor már korábban is óriási nyomást gyakorolt a leva dollárhoz viszonyított árfolyamára, amihez hozzájárultak a Valutaalap kívánságára végrehajtott, júniusban már 21 százalékos inflációt eredményező áremelések is.

## Késik az OTC-piac

A választás előtti politikai bizonytalanság és bürokratikus akadályok miatt a tervezett határidőnél később indul a román tőzsdén kívüli (OTC) piac, amelyet egy 15 millió dolláros amerikai program keretében alakítanak ki. Az amerikai segítség a teljes kereskedési és értékpapír-regisztrációs rendszer létrehozását célozza. A programot a tavaszi, majd a nyári határidőre sem sikerült befejezni. Az amerikai NASDAQ mintájára alakítják ki az OTC rendszerét, amelyre mintegy 600 millió részvényt fognak bevezetni. Ezek a papírok négyezer állami vállalat kuponos magánosítása során jutottak 17 millió román állampolgár kezébe úgy, hogy minden felnőtt névelegesen egymillió lej erejéig vehetett magának részt a privatizálandó cégekből.

A tulajdonosok lassan megkapják részüket a Nemzeti Privatizációs Hivataltól, és egyes vélemények szerint az értékpapírok kiküldése novemberben zárul majd le. Elemzők véleménye szerint ennél korábbi határidő azért nem valószínű, mert a kormány aggódna, ha a november 3-i választások előtt kezdődne a kereskedés, így ugyanis katasztrofális mértékben zuhanhat a papír ára. Ezzel szemben – a Reuter szerint – pozitív hír, hogy a kormány szavazathozónak tekinti a privatizációt, bár cinikus vélemények szerint nem érdeke elindítani a kereskedést, mert így rájönnek az emberek, hogy egymillió lejük csak 250 zret ér.

Gonda György

## Így írnak rólunk

# „Kelet-Európában semmit sem lehet elrontani”

A Magyar Nemzeti Bank kötvényei különös megbecsülésnek örvendhetnek. Ez a tekintélyes pénzügyi napilap, a Financial Times megállapítása, s annak kapcsán került a lapba, hogy az MNB július végi, eredetileg 250 millió dollárra tervezett kötvénykibocsátását jelentősen túljegyezték. Már menet közben 350 millióra emelték a kibocsátást, végül 400 millió lett a jegyzett összeg.

### Hazánk a klubban

Az érdeklődés magyarázata a lap szerint kettős: egyrészt az elmúlt hónapokban pangás volt a kölcsönpiacon a kormányzati kölcsönfelvételek elmaradása miatt, most viszont a közép- és kelet-európai térségben megélenkült a kibocsátás. A másik, fontosabb ok – s ez a magyarázata az MNB-kötvények megbecsülésének –, hogy Magyarország immár az OECD tagja, vagyis bekerült a tiszteletreméltó klubba, ez önmagában is emeli a hitelképességet, emellett garantáltan jó fizető, sőt az idén még előtörlesztésre is képes volt.

Egyebekben a magyar gazdaság hírei, nyilván annak következtében, hogy idehaza sem voltak fontosabb gazdasági fejlemények a nyári szabadságok idején, kevesebbet szerepeltek a megszokottnál a nyugati szaklapokban.

A Párizsban megjelenő amerikai lap, az International Herald Tribune viszont terjedelmes interjút közölt Járai Zsigmonddal, a Magyar Hitelbank vezetőjével a bankban végrehajtott nagyszabású átalakításokról, az MHB megváltozott stratégiájáról, a tervezett privatizálásról. A zártkörű tenderen a cikk szerint az ABN-AMRO NV, a Creditanstalt és a Bank Austria számítanak az esélyesek közé. (A cikk nem foglalkozott a magyar bankok egyéb privatizációs terveivel.)

Több lap is közöl elemzéseket általában a közép-európai térség s ezen belül Magyarország gazdasági hely-

zetéről. A The Wall Street Journal Europe a bécsi WIIF, az összehasonlító gazdaságkutató intézet jelentése alapján azt írta, hogy az év első negyedében a térségben Lengyelország került az első helyre a közvetlen külföldi tőkebefektetések terén, Magyarország azonban ugyancsak jól áll. Az intézet szerint az első negyedévben 462 millió dollár volt az országban az ilyen befektetés, és ez 148 százalékos emelkedést jelent az előző év azonos időszakához képest.

Lengyelországban a befektetések összege ebben az időszakban meghaladta az egymilliárd dollárt, és ez igen jelentős növekedés, háromszorosra annak, mint egy évvel korábban. A magyarországinál kisebb volt a növekedés a csehországi és romániai befektetések terén, Szlovákiában, Szlovéniában és Bulgáriában pedig visszacsúszott a kihelyezett külföldi tőke értéke, főként azért, mert a három országban lassú az átalakulás, elhúzódik a privatizáció.

### Óriási léptekkel

A német gazdasági hetilap, a WirtschaftsWoche a térség gazdaságának jövőjéről szólaltatott meg szakértőket, például a Berlin-Bankgesellschaft, a Dresdner Bank és a svájci Vontobel bankház befektetési alapjának képviselőit. A cikk címe önmagában is sokat mondó: „Kelet-Európában semmit sem lehet elrontani”.

Következtetése pedig az, hogy „a Németország közvetlen küszöbén lévő” Magyarország, Lengyelország és Csehország ugyan igen alacsonyról indult, de óriási léptekkel halad a jövőbe. Ennek egyik fontos tényezője a külföldi befektetés, amit viszont nagymértékben elősegít az, hogy a három országban már alkalmas tőzsdei apparátus működik. A budapesti tőzsde egyébként időről-időre szerepel ugyan a szaklapok megfelelő rovatának hírei

között, de a nyári pangás és visszaesés nem váltott ki különösebb kommentárokat.

Visszatérő téma a szaklapokban az Európai Unió kibővítése. Legutóbb a brit gazdasági hetilap, a The Economist közölt erről hosszabb elemzést és vezércikket is. A vezércikkben azt írja, hogy a bővítés az optimisták szerint 2002-re várható, a pesszimisták 2005-öt jósolnak. Azt viszont hasznosnak tartaná, ha a felvételi tárgyalások megkezdését nem halogatnák: a cikk szerint nem kellene még fél évet várni az EU kormányközi konferenciájának befejezése után a tárgyalások megkezdésével.

### Nem aggnak

A hetilap külön cikkben sorolja fel a bővítés mellett szóló érveket, bár utal az ellenérvekre is. Igaz, a cikk mind a tíz társult országot egy kalap alá veszi, s így állapítja meg, hogy bár csatlakozásukkal az EU népessége harminc százalékkal bővülne ugyan, de a tíz országban együttesen a vásárlóerő csak egynegyede az EU jelenlegi átlagának. S ráadásul ezekben az országokban a lakosságnak még mindig egyötöde dolgozik a mezőgazdaságban, holott az Unióban ez az arány jelenleg mindössze hat százalék.

Ennek ellenére a jelenleg leginkább támogatott uniós országoknak nem kellene túlzottan aggnak: a csatlakozás költségei elviselhetőek lennének, a mezőgazdaság támogatásának jelenlegi rendszerét pedig így is, úgy is át kell alakítani az Unióban – vélekedik a brit hetilap.

Érdekesség, hogy az Economist még egy cikkben foglalkozik a bővítési költségekkel: a Stratégiai Tanulmányok Nemzetközi Intézetének tanulmánya alapján azt írja: „a NATO könnyen megengedheti magának a visegrádi négyek bebocsátását”.

**Kis Csaba**  
Magyar Tudósító Bt.

## Infrastrukturális beruházások

A Dresdner Bank legújabb tanulmánya szerint az 1990 óta a közvetlen külföldi tőkebe-fektetések egyik kiemelt célpontjává vált kelet-európai térség a következő években is tartósan magas szintű működőtőke-beáramlásra számíthat. A pénzügyi intézet szerint a következő években számottevően növekszik majd az infrastrukturális projektek – út- és vasútépítések, energetikai beruházások, repülőtéri fejlesztések stb. – iránti külföldi érdeklődés. A súlypontváltással együtt a működőtőke-beáramlás továbbra is a régió gazdasági átalakulásában élen járó három országába, Csehországba, Lengyelországba és Magyarországra fog összpontosulni.

A Dresdner Bank szerint 1996-ban és jövőre Csehország lesz a működőtőke-beáramlás első számú célpontja térségünkben 3-3 milliárd dollár körüli volumennel. (Csehországba 1995-ben 2,5 milliárd „érkezett”.) Lengyelországba és Magyarországra idén és jövőre egyaránt kétmilliárd dollár áramlik majd be, szemben a tavalyi 1,13, illetve 4,41 milliárd dollárral. A bank elemzése szerint Csehország a következetes piaci reformoknak köszönhetően kerül az első helyre, Lengyelország esetében pedig a gazdaság mérete indokolja a külföldi befek-

tetések emelkedését. Magyarországon a tavalyi nagyszabású energiaipari privatizáció nyomán következik majd be a visszaesés.

1990 és 1995 között a térségbe 30,8 milliárd dollár áramlott be a bank számításai szerint. Ebből az összegből Magyarország 30,6, Lengyelország 19,2, Csehország pedig 18,6 százalékkal részesedett. Oroszország részesedése – ahová az a adott időszakban 2,55 milliárd dollár érkezett – 8,3 százalék volt.

A német bank tanulmánya külön kiemeli, hogy 1995 végén a Magyarországra beáramlott külföldi tőke teljes állománya a GDP közel egynegyedével volt egyenlő. Ez alig marad el attól az eredménytől, amit a kelet-ázsiai országok között az egyik fő működőtőke-beáramlási célpontnak tekintett Malájziában regisztráltak, vagyis a GDP 29 százalékaival egyenlő összeget. Az elmúlt hat év alatt az egy főre jutó külföldi működő tőke Magyarországon 211, Csehországban 107, Észtországban 85, Szlovéniában 50, Lettországon 40, Lengyelországban 30, Szlovákiában pedig 19 dollárt ért el. Összehasonlításképpen: 1991 és 1995 között ugyanez a mutató Malájziában 243, Mexikóban 54, Kínában pedig 16 dollár volt.

## Az EU elsősorban „odahaza” fektet be

Az Európai Unió statisztikai jelentése szerint a 15 tagország többet fektet be egymás országaiban, mint az unión kívüli államokban. Az 1994. évi adatokon alapuló Eurostat-összeállítás arról számol be, hogy az EU-beli vállalatok összesen 37,7 milliárd ECU-t (47,8 milliárd dollárt) fektettek be az unión belül. Ez az összeg 80 százalékkal haladta meg az egyéb külföldi befektetések nagyságát.

Az unión kívüli befektetések összege 21,2 milliárd ECU volt, s ez az érték nagyjából megegyezett az EU-ba külső országokból érkezett 20,9 milliárd ECU értékű befektetésekkel.

Az Eurostat szerint az Európai Unió tagállamainak vállalatai egyre növekvő mértékben fektetnek be Közép- és Kelet-Európában, ahol magasan képzett – és az EU-hoz képest olcsó – munkaerő áll

rendelkezésre. A nagy multinacionális cégek azonban továbbra is előnyben részesítik az unió szegényebb államait, ahol fejlesztési terveikhez jelentős pénzügyi támogatást élveznek, mindenekelőtt az EU központi költségvetéséből.

A tagállamok közül Hollandia és Németország a legnagyobb befektető. Az EU-n belül és kívül eszközölt működőtőke-befektetések összege mindkét ország esetében eléri a 8,3 milliárd ECU-t. Utánuk a rangsorban Nagybritannia következik 3,8 milliárd ECU-vel. Az Európai Unió országaiból származó közvetlen tőkeimport területén Belgium, Luxemburg, Írország és Spanyolország vezet. Az európai és azon kívüli országokból érkező befektetések terén Franciaország a listavezető 9,3 milliárd ECU-vel, a második pedig Spanyolország 8,2 milliárd ECU-vel.

## Megállapodás az IMF-fel

Több hónapos tárgyalások eredményeként a Nemzetközi Valutaalap előzetes megállapodást kötött az Egyiptomban megvalósítandó gazdasági reformprogram főbb pontjait illetően. Az egyezmény lehetővé teszi, hogy a nyugati kormányhitelezőket képviselő Párizsi Klub 4 milliárd dollárt elengedjen az afrikai ország összesen 32,5 milliárd dolláros tartozásából. A Párizsi Klub és Egyiptom 1991-ben megállapodást kötött 10 milliárd dollárnyi adósság elengedéséről, de a hitelező államok 1994-ben úgy döntöttek, hogy az utolsó – 4 milliárd dolláros – részlet elengedését felfüggesztik addig, amíg Egyiptom megállapodást nem köt a Valutaalappal. Kairó és az IMF között két évvel ezelőtt zsákutcába jutottak a tárgyalások, mert az egyiptomi kormány nem volt hajlandó leértékelni nemzeti valutáját, az egyiptomi fontot. Az IMF az azóta eltelt időszak folyamán elsősorban a bürokratikus gazdaságirányítás és a protekcionista politika megszüntetését hiányolta a kairói kormány terveiből.

A közelmúltban elfogadott gazdasági tervben az egyiptomi kormány szerint már nem esik szó a font leértékeléséről. A terv a gazdaság élénkítésére, az életszínvonal emelésére és a munkanélküliség elleni eredményesebb fellépésre összpontosít.

Az egyiptomi iparügyi miniszter szerint a tervezett intézkedések hatására a gazdasági növekedés megkétszereződhet és elérheti az évi 8 százalékot. Évi félmillió munkahely jöhet létre, az ország valutatartalékai pedig a jelenlegi 18,5-ről 22 milliárd dollárra növekedhetnek. Az IMF illetékese szerint az elhatározott reformlépések hozzásegíthetik Egyiptomot, hogy a nehézkes, központilag irányított gazdaság helyett piacvezérelt dinamikus rendszer jöjjön létre.

Az IMF és Egyiptom közötti megegyezés megszületésében nagy szerepe volt az 1991-ben megkezdett reformoknak, amelyek az infláció visszaszorítását és a költségvetési hiány csökkentését eredményezték. A kormány által nemrégiben meghirdetett széles körű privatizációs és exportösztönző program ugyan csak az egyiptomi vezetés eltökéltségét jelzi a gazdasági változások szükségességére iránt.

Várható volt, hogy Dunai Imre lemondása mellett nem mennek el szótlánul a nyugati gazdasági szaklapok. A Financial Times például már közvetlenül a lemondás bejelentése után megállapította, hogy Magyarországon egy éven belül már a második iparügyi miniszter távozik. A lap egyértelműen az energiaár-emelés körüli vitákkal magyarázta a miniszter döntését.

Az energiaszektor tavaly felvásárló nemzetközi befektetők ugyanis arra sürgetik a kormányt, hogy emelje nemzetközi szintre az árakat és váltsa valóra egyéb, korábban vállalt kötelezettségeit is. A kormány azonban nem akarja vállalni ezt az újabb gondot akkor, amikor a reálbér tovább csökken és nagy az elégedetlenség a fájdalmas szociális reformok miatt. A befektetők nem elégedettek ezzel, többen függőben tartják korábbi befektetési terveiket és nem örülnek a kormány által elrendelt felülvizsgálatnak sem. A brit gazdasági lap idéz egy meg nem nevezett külföldi befektetőt is. „Egyáltalán nem vagyunk elégedettek. Az áremelés ugyan népszerűtlen, de ha a kormány visszatáncol ígéreteitől, akkor ez komolyan kikezdeheti a bizalmat. Dunai úr bizonyára igencsak örül, hogy kiszabadul ebből az egyre kényelmetlenebb helyzetből”.

## Elillant nyolc százalék

Hasonló értékelést adott az ügyről a Süddeutsche Zeitung is. A lap úgy véli, hogy Dunai annak idején garanciát vállalt a külföldi befektetők előtt a nyereség biztosítására. Bár az adatokat nem tették közzé, bizonyosnak látszik, hogy nyolcszázalékos nyereséget ígértek a befektetett tőke után. Ehhez viszont radikális áremelés kellene – a német lap idézi, noha nem tekinti „kézspénznek” a korábban emlegetett hetvenszázalékos adatot, úgy vélekedve, hogy Dunai kész lett volna képviselni ezt az álláspontot, ha nem is ilyen mértékű áremelés mellett. Horn miniszterelnök viszont szociális okokból nem tart megvalósíthatónak egy ilyen radikális emelést és a tavaszi 18 százalékot lenne hajlandó elfogadni. Az ugyancsak német Handelsblatt lényegében hasonlóan értékelte a miniszter távozásának okait, s úgy látja,

## Így írnak rólunk

# Dunai hullámok

hogy a drasztikus emelést elsősorban a szocialista parlamenti frakció balszárnya ellenzi, szerintük a lakosságot nem lehet ilyen mértékű árnyövekedéssel terhelni.

## Legnagyobb deficit

Egymás után két számában is foglalkozott a magyar gazdaság helyzetével a brit gazdasági hetilap, a The Economist, s a kép, amelyet bemutatott, korántsem szívderítő, aligha jelent reklámot a befektetni szándékozók számára. Már egy – a fejlődő piacokkal foglalkozó – szokásos rövid elemzésében is azt emelte ki, hogy a térség országai közül tavaly a magyar folyó fizetési mérleg mutatta ki a legnagyobb deficitet, és Magyarországon a legmagasabb az egy lakosra jutó külföldi adósság, itt volt a legmagasabb az adósságnak az exporthoz viszonyított aránya: tartozásai az éves kivitelnek mintegy két és félszeresét jelentik. Igaz, a hetilap azt is elismeri, hogy az ország szomszédaitól eltérően, nem ütemezte át adósságait, eleget tesz kötelezettségeinek. Ráduplázott azután az Economist a következő számban: az 1100. évfordulóról írva úgy látta, hogy a magyarok „komor hangulatban ünnepeltek”, s ennek fő oka a gazdasági helyzet: sokan azt hiszik, hogy országuk a csőd szélén áll.

A gazdaság csak csigalassúsággal tér magához az 1989-et követő visszaesés után, növekedésének üteme, az évi egy százalék, messze elmarad a szomszédok mögött. Igaz, brit befektetők más országokhoz képest csak kisebb mértékben vannak jelen Magyarországon, de a két írás aligha kelti fel érdeklődésüket...

Azért korántsem minden, Magyarországgal foglalkozó gazdasági termé-

szetű írás hangvétele ilyen. A Die Welt például a keleti tőzsdékkal foglalkozó cikkében igen jónak ítélte meg a magyar tőzsde kilátásait, főként azért, mert a tőzsdei kereskedelemben résztvevő magyar vállalatok általában nyereségesek.

A Financial Times a német bankok közép- és kelet-európai jelenlétét elemezve éppen a Bundesbank legutóbbi jelentésére hivatkozva állapította meg, hogy a térség óriási potenciált jelent a német gazdaság számára és ezen belül a német bankok optimisták a magyarországi kilátásokat illetően. A bécsi Standard a „szilárdan külföldi kézben lévő” magyar biztosítási piacot ismertette a három nagy: az Allianz, az Aegon és az EA-Generali képviselőitől közölt nyilatkozatokat arról, hogy jónak ítélik meg kilátásaikat Magyarországon.

A The Wall Street Journal Europe hasábjain az AP-Dow Jones szakírója, Jack Grone elemezte, szakértők megkérdezésével azt, miért járt „hullámvasúton” az elmúlt hetekben a legnagyobb bank, az OTP részvénye a magyar tőzsdén.

## Az OTP tanulsága

A történet tanulsága az, hogy a magyar befektetőknek még tanulniuk kell a játkszám: túlságosan hamar megrettennek. Amikor a részvény árfolyama hirtelen leesett a csúcsról, nem a külföldi befektetők igyekeztek megszabadulni attól, hanem főként a magyarok. A külföldiek ugyanis úgy látják, hogy a részvény hosszabb távon jó befektetés lehet, mert a bank nyeresége növekedőben van, biztosan meg tudja őrizni piaci elsőségét a bankprivatizáció ellenére.

A szakértők egyébként úgy ítélték meg, hogy a cikk keletkezése idején kialakult árfolyam megfelel valós értékének. A magyar befektetők számára az a tanulság, hogy fel kell ismerniük, mi a pillanatnyi probléma, s mi az, ami hosszabb távra is kihathat. S talán érdemes odafigyelniük a tőzsdézésben tapasztaltabb külföldiek magatartására.

**Kis Csaba**  
Magyar Tudósító Bt.

## ABN-AMRO sikerek

Kiváló eredménnyel zárta az első félévet az ABN-AMRO holland pénzintézet. Eredményét csoportszinten a tavalyi év azonos időszakához képest 36 százalékkal növelte, s így a nyereség elérte az 1,7 milliárd holland forintot. Korábban a szakértők 1,5 milliárd holland forint körüli összeg nettó nyereségre számítottak az első félévben.

A pénzintézet jelentése szerint a számottevő nyereségnövekedéshez valamennyi tevékenységi terület – külföldön és Hollandiában egyaránt – hozzájárult. A bank kamatjellegű bevételei 13 százalékkal növekedtek a megemelkedett hitelkereslet és a magasabb hollandiai kamatrések eredményeként. A ju-

talék jellegű bevételek 25 százalékkal növekedtek, elsősorban az aktív nemzetközi értékpapír-tevékenység nyomán. A saját számlás kereskedelemről származó bevételek növekedése 86 százalékos volt, s elérte a 900 millió guldent. Érdeemes megjegyezni, hogy az első félévi eredmények közzététele után az ABN-AMRO részvényeinek árfolyama 3 százalékkal emelkedett a tőzsdéken.

Jan Kalff, a bank elnöke a második félévre is jó eredményeket vár. Véleménye szerint azonban az első félévben regisztrált 36 százalékos növekedés aligha megismételhető, hiszen a bank jövedelmezősége már a tavalyi esztendő második felében is jelentősen javult.

## Tovább terjeszkedik a GE Capital

A General Electric pénzügyi „keze”, a GE Capital (amely a Budapest Bankot is megvásárolta), 1,8 milliárd dollárért felvásárolta a First Colony amerikai biztosítót, amely elsősorban életbiztosításokkal foglalkozik. A bekebelezés nyomán tovább erősödik a GE Capital pozíciója az USA életbiztosítási piacon.

A First Colony igazgatósága a nyár elején döntött arról, hogy vevőt keres a biztosító. Michael Fraizer, a GE Capital befektetésekkel foglalkozó alelnöke szerint cége nem zárja ki a további felvásárlások lehetőségét az ágazatban, jelenleg azonban az első számú feladat a meglévő biztosítási tevékenység kibővítése. A First Colony bekebelezése révén a GE Capital három olyan új biztosítási termékcsoporthoz jut, amelyekkel korábban nem rendelkezett. Ezek közül érdemes kiemelni a nyugdíjbiztosítást. A bekebelezés révén a GE Capital 11 milliárd dolláros aktívához jut, amely szá-

mottevéen javítja versenyhelyzetét az amerikai biztosítási piacon. A GE Capital és a First Colony termékei között viszonylag kevés az átfedés, ezért kezdetben a két céget nem integrálják, a későbbiekben azonban sor kerülhet egy ilyen lépésre.

A GE Capital részvényenként 36,15 dollárt fizet a First Colony tulajdonosainak, és reményei szerint a tranzakció az idei év végére befejeződik. Érdeemes megemlíteni, hogy a GE Capital nemrégiben 960 millió dollárért vásárolta fel a Life Insurance Company of Virginiát. Ez a biztosító az Aon leánycége volt. Egy éve került a GE Capital tulajdonába az American Express életbiztosítással foglalkozó cége, az Amex Life. Érdekes, hogy a GE Capital élénken érdeklődött az American Re viszontbiztosító megvásárlása iránt, a cég azonban időközben a német Munich Re tulajdonába került.

## Terjeszkedik a Munich Re

A világ első számú viszontbiztosító-társaságának számító német Munich Re csoport mintegy 3,3 milliárd dollárért bekebelezi az Egyesült Államok viszontbiztosítási ágazatának harmadik legnagyobb vállalatát, az American Re-t. Az ügyletet már jóváhagyta az amerikai vállalat igazgatótanácsa és fő tulajdonosa, a részvények 64 százalékával rendelkező Kohlberg Kravis Roberts and Co. A Mu-

nich Re részvényenként 65 dolláros árat ajánlott és abban bízik, hogy a tranzakciót még az idei esztendő vége előtt lezárhatja, megszerezve a kisebbségi tulajdonosok, valamint az illetékes hatóságok beleegyezését és jóváhagyását. A felvásárlást a német cég likvid forrásaiból kívánja finanszírozni. A Munich Re már most is jelen van az amerikai viszontbiztosítási piacon ottani leányvállalata ré-

vén. Az ügyletei 80 százalékát belföldön lebonyolító American Re megszerzésével a német viszontbiztosító számottevően erősíti majd pozícióit az óceán túlsó partján. A Munich Re amerikai leányvállalata idén 800 millió márkás, az American Re pedig 2,6 milliárd dolláros bruttó díjbevételere számít. A felvásárlás nyomán a Munich Re viszontbiztosításból származó bevétele 22,5, a csoport teljes forgalma pedig 37 milliárd márkára emelkedik. Münchenben a bevétel növekedés mellett a nyereségesség javulását is várják az amerikai óriásvállalat felvásárlásától.

Az American Re részesedése az USA viszontbiztosítási piacon – amely egyébként az ágazat világforgalmának mintegy felét képviseli – meghaladja a 10 százalékot. A Munich Re az amerikai piacon 3-5 százalékos részesedéssel rendelkezik. A tranzakció jelentős bevételt hoz a főtulajdonos és annak befektetői számára. A Kohlberg Kravis Roberts 1992-ben 1,4 milliárd dollárért szerzett 64 százalékos tulajdoni hányadot az American Re-ben. Az American Re a tavalyi esztendőt 88 millió dollár veszteséggel zárta. Nettó nyeresége 1994-ben 97,5 millió dollár volt, és ugyanekkora profitot ért el az idei esztendő első felében.

Gonda György

### Bármit is akar Ön megvédeni MI TUDJUK, HOGYAN.

A tűz- és behatolásjelző rendszerek elismert, nemzetközileg sikeres specialista a svájci Cerberus AG. magyar leányvállalata, a Cerberus-Hungária Kft. átfogó problémamegoldást kínál Önnek: Egy olyan, az Ön valós kockázataiból kiinduló védelmi koncepciót, amelyet tapasztalt szakembereink dolgoznak ki, és amelyet magas színvonalú, saját fejlesztésű és gyártású rendszereinkkel valósítunk meg. A Cerberus 54 éve védi az életet és az értéket. És így fog tenni a jövőben is.

#### A Cerberus tanácsot ad:

Specialistáink segítenek pontosan meghatározni az Ön egyedi biztonságtechnikai igényeit.

#### A Cerberus tervez:

és megoldási változatokat, valamint részletes biztonságtechnikai koncepciót dolgoz ki.

#### A Cerberus telepít:

és felelősséget vállal az egyes tevékenységekért, a projektvezetéstől a kulcsrakész átadásig.

#### A Cerberus instrukciókat ad:

Minden biztonsági rendszerhez hozzátartozik a teljes dokumentáció átadása és a munkatársak teljes körű oktatása.

#### A Cerberus karbantart:

A szakszerű karbantartás, a berendezés és a szoftver periodikus átvizsgálása és modernizálása biztosítja, hogy a berendezés hosszú távon működőképes és megbízható maradjon.

### Cerberus-Hungária Kft.

1031 Budapest, Nímród u. 3.

Tel.: 250-8685, 250-8686, fax: 250-8687



Cerberus az élet és az értékek védelmében.

## Kincstárjegy-aukciók

A vizsgált időszakban a kincstárjegyhozamok gyorsuló ütemű csökkenésének lehettünk tanúi, amit az MNB által két lépésben végrehajtott 1 százalékos repokamat-mérséklés váltott ki.

A jegybank ezzel a lépéssel kívánta elérni a felduzzadt repoállomány radikális csökkentését, mivel ezek a pénzek kivonulnak a gazdasági vérkeringésből, és jelentősebb kiadásokat jelentenek a Nemzeti Banknak.

A hozamok esésével párhuzamosan a DWX gyengülése is felgyorsult, a periódus elején regisztrált 24,19 százalékos szintről 24,03 százalékiig süllyedt.

Az *1 hónapos diszkontjegyek* aukciói erősödő túlkereslet mellett zajlottak le, miközben az átlagos kötvényegyenérték-hozam 23,71 százalékról 24,19 százalékra csökkent.

Hasonlóan alakult a *3 hónapos kincstárjegyek* átlaghozama is, a vizsgált 4 aukció során ugyanis több, mint kétszeres túlkereslet mellett 23,80 százalékról 23,23 százalékiig gyengült.

A *6 hónapos állampapírok* iránt is fokozott érdeklődés mutatkozott, amely az átlagos kötvényegyenérték-hozam 0,4 százalékpontos mérséklődésében öltött testet. Az utolsó kibocsátás alkalmával az elfogadott ajánlatok átlagosan 24,03 százalékos szinten lettek kielégítve.

A *12 hónapos diszkont kincstárjegyek* elsődleges forgalomba hozatala során első alkalommal még 0,06 százalékpontot erősödött az átlaghozam, ám a második aukción már nagymér-

tékű (0,66 százalékpontos) redukció jellemezte az átlagos kötvényegyenérték-hozamot.

## Részvénypiac

A vizsgált időszak a Budapesti Értéktőzsde teljesítménye alapján két, szignifikánsan eltérő részre osztható. Július 22-től augusztus elejéig az árfolyamok nagymértékű esésének lehettünk tanúi, a *BUX a* 079,5 pontos nyitóértékéről egészen 2865,47 pontig süllyedt. Az augusztusi periódus, a kedvező amerikai híreknek köszönhetően sokkal kedvezőbben alakult, a BÉT hivatalos indexének értéke – a kisebb korrekciótól eltekintve – folyamatosan erősödött, és augusztus 16-ra elérte a 3171,44 pontos szintet.

Árfolyamértéken a legtöbb üzlet a *Richter Gedeon* részvényeire születt, amelynek árfolyama a nyitóérték 6600 forintos szintjéről a periódus végére 7590 forintig emelkedett. A jelentős erősödésben minden bizonnyal a pozitív hangvételű féléves beszámoló megjelenése állhat. A kőbányai társaság az első hat hónap során 6,5 milliárd forintos adózott eredményt realizált, amelyben nem szerepelnek rendkívüli tételek. Az adatok szerint a második negyedévben kisebb volt ugyan az árbevétel, de ezzel együttvéve is az első fél év forgalma forintban 34, dollárban számolva 9,6 százalékkal haladta meg a tavalyi év első felének számait. A belvárosi értékesítés volumene is hasonló ütemben bővült, ami annál is inkább figyelemre méltó, mert az idei, 19 százalékos áremelést csak május elején hajtotta végre a Richter. A kőbányai cég fő piaca továbbra is Kelet-Európa, ott is főleg a FÁK országai, ahol a tavalyi 31,4 millió dollárról 33,5 millió dollárra növelte gyógyszereladásait. A hazai 9 százalékos piaci részesedés megtartása mellett, 88,6 millió dolláros féléves exportot

ért el a társaság, aminek jót tett az erős dollár. A gyógyszeróriás üzemi eredménye 64 százalékkal múlja felül az ugyancsak erős tavalyi adatokat, miközben a pénzügyi eredmény szinten maradt.

A jegyzett kategória bankrészvényével, az *OTP*-vel is élénk kereskedés folyt. A papír kurzusa a periódus első felében 2190 forintról 1875 forintig gyengült, ám az ezután következő hossz 2250 forintig lökte vissza az árfolyamot. Az emelkedésben azonban a megjelent féléves gyorsjelentés is nagy szerepet játszott, amely szerint az OTP-csoport konszolidált adózás előtti eredménye 6,6 milliárd forint, míg az adózott profit 4,8 milliárd forintra rúgott az idei év első felében. Az előbbi 71,7 százalékos, az utóbbi pedig 81 százalékos növekedést takar a tavalyi év azonos időszakához képest. Az eredménynövekedésben nagy szerepet játszott, hogy a hitelállomány minősége nagymértékben javult, így a céltartalék-képzési szükséglet 4,1 milliárdról 2,6 milliárdra csökkent. Jó hatással volt a profit alakulására a kamatolló szétnyílása, amelynek következtében második negyedéves kamatbevételek 42 százalékkal múltak felül az 1995 második negyedévében regisztrált értéket. A bank összes eszközei a fél év végén 1130 milliárd forintra rúgtak, ami nominálértéken 15,8 százalékos emelkedést jelent, reálértéken viszont 6,3 százalékos csökkenést. Az összes bevétel 19,1 százalékkal 35,7 milliárd forintra nőtt, ezt azonban meghaladja az összes nem kamat jellegű kiadás 20,8 százalékos emelkedése, így a társaság üzletei eredménye mindössze 14,3 százalékkal bővült, ami 8,8 milliárd forintra volt elég.

A legnagyobb hazai gyógyszergyár, az *Egis* részvényeinek árfolyama a vizsgált időszak végén 8670 forint volt, amely 615 forinttal haladta meg a periódus elején regisztrált szintet. A napvilágot látott gyorsjelentés szerint az első hat hónapban az export

## BIS-jelentés a hitelpiacokról

A bázeli Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) az idei esztendő első negyedére vonatkozó jelentése megállapítja, hogy a nemzetközi hitelpiacon folytatódott a japán bankok visszavonulása, részesedésük tíz év óta a legalacsonyabbra, 24 százalékra zsugorodott.

1988-ban az ázsiai szigetország bankjainak részesedése a nemzetközi hitelpiacon még 38 százalék volt. Visszaszorulásuk egyik fő oka az, hogy a pénzügyvilág mindinkább elfordul a jentől – csakúgy mint a dollártól – és inkább német márkában hiteleznek a nemzetközi bankok. Ezt az is bizonyítja, hogy 1995 végére az európai banksoportok a hitelpiac 58 százalékát fedték le, vagyis tíz esztendő alatt 17 százalékkal növelték piaci részesedésüket. A nemzetközi hitelnújtásban 1985-ben Európában a francia banksoportok álltak az élen, mostanra azonban a német pénzügyintézetek vették át az első helyet.

Ami a nemzetközi adóssághövelvények piacát illeti, az idei második negyedévben rekordot döntöttek a fejlődő országok. A BIS szerint összesen 20 milliárd dollár értékben bocsátottak ki kötvényeket, az összeg kétharmadát latin-amerikai államok kölcsönözték. Fegyelmre méltó, hogy a nemrégiben még komoly pénzügyi válsággal küszködő Mexikó szinte teljesen eltűnt a hitelfelvevők piacáról.

A BIS statisztikái szerint a kelet-európai kibocsátású kötvények 18,4 milliárd dollárt kitevő forgalmából Magyarország 81 százalékban részesedett, tehát a nemzetközi kötvénypiacokon térségünk államai közül hazánk továbbra is a legaktívabb. A BIS azonban arra számít, hogy a nem távoli jövőben más kelet-európai adós országok – elsősorban Lengyelország, Szlovákia, Lettország és Litvánia – aktivitása is számottevően növekszik majd a nemzetközi tőkepiacon.

## Barterszigorítások

Szigorú intézkedések várhatók az orosz vámhivatal részéről a közeljövőben a barterkereskedelem visszaszorítása érdekében. Erről nyilatkozott nemrégiben az Állami Vámbizottság egyik vezetője. Az erről szóló határozatot – amely november 1-jén lép életbe – Jelcin elnök augusztus második felében írta alá.

A barterkereskedelmet szabályozó elnöki dekrétum a külkereskedőket arra kötelezi, hogy a kivitt áruval azonos értékben, az exportot követő 180 napon belül termékeket importáljanak. Ha kötelezettségüknek nem tesznek eleget, büntetést kell fizetniük.

Ezt a lépést az tette szükségessé, hogy számos bartermegállapodás esetében az exportért cserébe nem érkezett áru Oroszországba. 1995-ben ennek költsége elérte az 1,1 milliárd dollárt. Az illetékes hatóságok régóta aggodalommal figyelik a barterkereskedelem alakulását, amelyet a tőkemenekítés egyik álcázott formájának tartanak. 1995-ben

a barterkereskedelem értéke 4,9 milliárd dollár volt, az orosz export mintegy 8 százaléka. Az exportált termékek értékét gyakran szándékosan alábecsülik, így nem kizárt, hogy a cserekereskedelem értéke az orosz exporton belül a hivatalosan regisztrálnál magasabb. Az alábecslés egyébként is kibúvót jelent a barterkereskedők számára, a hatóságok már foglalkoznak a megfelelő ellenlépések kidolgozásával.

Ismeretes, hogy a barter mindig is fontos szerepet játszott a szovjet külkereskedelemben. 1991-ben és 1992-ben Jelcin számos rendelettel liberalizálta a külkereskedelmet, s ezek új lendületet adtak a barterkereskedelemnek, mivel Oroszország a pénzügyi válság végrehajtásához nem rendelkezett megfelelő banki háttérrel. Szakértők véleménye szerint ez az állapot már nem áll fenn, az orosz bankrendszer már nem lehet hivatkozási alap a barterkereskedelem növekedésére.

## Növekednek Kína valutatartalékai

A kínai központi bank kormányzója bejelentette, hogy július végén az ország valutatartalékai elérték a 90,8 milliárd dollárt. Összehasonlításképpen: ugyanebben az időpontban Tajvan valutatartalékai 86,1 milliárd dollárra rúg-

tak. A központi bank szerint nagyon valószínű, hogy Kína valutatartalékai az idei esztendő végére elérik majd a 100 milliárd dollárt. Ebben az esetben a rangsorban Kína a második helyre kerül majd Japán mögött, s meg-

előzi Németországot és Tajvant. Szakértők véleménye szerint a kínai valutatartalékok növekedése további feszültségeket okozhat az USA és Kína egymással folytatott kereskedelmében. Ebben az irányban hat, hogy májusban az USA kereskedelmi hiánya először volt nagyobb a kínai relációban, mint a Japánnal lebonyolított forgalomban.

A kínai valutatartalékok növekedésében számottevő szerepet játszik a működőtőke-beáramlás. Az idei esztendő végére a külkereskedelmi mérleg várhatóan aktív lesz Kínában, de valószínűleg jócskán elmarad a tavaly mért 16,7 milliárd dolláros többlettől.

Egy esztendő alatt Kína valutatartalékai a statisztikák tanúsága szerint 24 százalékkal növekedtek. Ez hozzájárult a jüan erősödéséhez is: a kínai nemzeti valuta az elmúlt két esztendőben mintegy 5 százalékkal értékelődött fel a dollárral szemben.

Peking többek között a valutatartalékok kedvező alakulása következtében jelentősen stabilizálta a jüant, amelynek egységes árfolyamát 1994-ben vezették be. Az egységes árfolyamra való áttérés következtében a jüan akkor 30 százalékkal értékelődött le a dollárhoz képest. A kiemelkedően magas kínai valutatartalékok miatt a nemzetközi pénzügyi intézményekre és szervezetekre egyes országok részéről erős nyomás arra kéri például a Világbankot, hogy Kínát ne tekintse fejlődő állammak, s emiatt Peking ne juthasson hozzá az úgynevezett puha (feltételű) hitelekhez.

## Befektetési alapok

Hírtügnökségi jelentések szerint a lengyel nemzeti befektetési alapok egy része szeretné egymás között kicserélni a sok vállalatban birtokolt csekély részesedését. A csere nyomán az egyes alapok kevesebb cégből, de nagyobb arányban részesednének, ami kezelhetőbbé tenné e cégek irányítását és vonzóbbá az alapokat a befektetők szemében.

A lengyelországi tömeges magánosítás során 512 vállalat 60 százalékos részesedését osztották fel 15 nemzeti befektetési alap (NIF) között. Minden befektetési alapnak 33 százalékos ellenőrző részvénycsomagja van 34 különböző cégben, az alapok azonban a többi vállalatból 2 százaléknál is kisebb részesedést kaptak. Az elaprózott résztulajdon bevezetésének az volt a célja, hogy több lábra állítsa az alapokat. Így kívánta a kormány a privatizációnak megnyerni a vállalatokat, mondván: egyetlen alap sem jut túl nagy ellenőrzéshez, illetve befolyáshoz. A

## Így írunk rólunk

# Áldozat a politika oltárán

Több olyan esemény is volt a magyar gazdasági életben, amely felkeltette a nemzetközi gazdasági sajtó figyelmét a közelmúltban. A legtöbb figyelmet az energiaárak emelésének elhalasztása keltette. Foglalkozott ezzel mások mellett a Financial Times, a The Wall Street Journal Europe (WSJE) a Handelsblatt és több más lap is.

A WSJE például felvetette: az áremelés elhalasztása „politikai játszma” lehet a koalíciós kormány részéről. Ez segít abban, hogy megtartsák az inflációra vonatkozó célkitűzést és talán elkerüljék a szociális feszültségeket akkor, amikor a kormány kezd sebességet váltani, az 1998-as választásra készülve. De ez az előny rövid életű lehet, s a döntés azt jelentheti, hogy a kormány kész feláldozni a gazdasági megfontolásokat a politikai haszon oltárán – vélekedik a lap kommentárjában.

### Kettős kár

A kár kettős: egyrészt feldühíti a beruházó külföldi vállalatokat, másrészt – és politikai szempontból ez lehet lényegesebb – az áremelés elkerülhetetlen, az energiaár akkor csúcsmagasságra jut s minél közelebb kerül ez az időpont a választásokhoz, annál kellemtlenebb kihatása lehet a kormány számára.

A Financial Times már a döntés egyéb kihatásait is elemzi: egyebek között azt, hogy visszaesik az érdeklődés az energetikai iparban privatizálásra felajánlott vállalatok és a MOL részvényei iránt is. A lap úgy látja, hogy az idei év legnagyobb magyar privatizációs ajánlatát, a MOL-részvények 12-18 százaléknak piacra dobását el kell halasztani az áremelés elmaradása miatt. Ez a döntés megrázta az olyan stratégiai befektetőket – írják –, mint a

német RWE és a Bayernwerk, az Electricité de France, a Gaz de France és az Italgas, amelyek tavaly csaknem kétmilliárd dollárt fizettek ki helyi energiaszolgáltató vállalatok részvényeiért.

Amikor Magyarország tavaly eladta hat gázaszolgáltató és hat áramszolgáltató vállalat, valamint két hőerőmű részvényeit, a kormány megígérte, hogy idén két alkalommal emelik az árakat, s garanciát is ígért a beruházóknak arra, hogy nyolc százalékos hasznot érnek el, valamint arra, hogy tisztázzák a szabályozás függőben lévő kérdéseit is.

### Az MVM mint ütköző

A szocialista kormány több minisztere habozik további meredek áremelkedéseket bevezetni, amikor magas az infláció, csökken a reálbér és megkurtítják a szociális juttatásokat.

Ha a beruházóknak nem sikerül megállapodásra jutniuk a kormánnyal, akkor kénytelenek lesznek elhalasztani vagy felülvizsgálni a nagyon is szükséges beruházásokat, illetve újratárgyalni a vásárlásra vonatkozó megállapodásokat. A lap bizonyos megállapításokat is felvet: az áramszolgáltatásban például a Magyar Villamos Művek lehetne az „ütköző”, a szolgáltatóktól reális áron vennék meg az áramot, de azt veszteséggel adná tovább a fogyasztóknak, nyilván állami támogatással. Igen ám, de amikor az ÁPV privatizálásra kínálja fel az MVM-et, aligha találna rá ilyen körülmények között vevőt. Ráadásul a gázaszolgáltatásban még ilyen manőverezésre sem nyílik lehetőség – állapítja meg a brit gazdasági napilap.

A másik budapesti hír, amely több lapban is viszonylag nagy terjedelem-

ben szerepelt, a bankok privatizációjának folytatása. Mindhárom fontos gazdasági napilap beszámolt a Magyar Hitelbank privatizálására kiírt zártkörű pályázatról, az esélyesek általuk felállított sorában a Creditanstalt, az ABN Amro, a Citibank és a Bank Austria szerepelt.

### Felgyorsult tempóban

Részletes adatokat közölt mind a WSJE, mind a Financial Times és a Handelsblatt is az MHB eredményeiről, az elmúlt alig több mint egy évben végrehajtott átszervezésekről.

A kormány – írta a budapesti jelentés – azért akarja felgyorsítani a tempót, hogy 1997 végéig teljesíthesse a bankok teljes privatizálására vonatkozó ígéretét, amelynek megvalósítása más szektorokhoz képest vontatottan halad. A lapok arra is utaltak, hogy még az idén sort akarnak keríteni a Kereskedelmi és Hitelbank privatizálására is, amely a Handelsblatt szerint stratégiai beruházóra vár. A lap a bankot a harmadik legnagyobb magyar kereskedelmi banknak nevezi és az év végére várható adózás utáni nyereségét 1,8-2 milliárd forintra becsüli.

A két bank eladása a magyar kormány további jelentős lépése a bankok privatizálására. E téren ez az ország ment a legmesszebbre a közép-európai reformországok közül. Amellett, hogy mintegy negyven külföldi bank nyitott már Budapesten leányvállalatot, a külföldi bankok fontos beruházásokat eszközöltek a bankprivatizáció során – állapítja meg a német gazdasági napilap.

**Kis Csaba**

Magyar Tudósító Bt.

befektetési alapok kezelői viszont elégedetlenek, értelmetlennek tartják a több száz vállalatban birtokolt csekély részesedést. Elvi akadálya eddig sem volt annak, hogy az alapok kicseréljék részvényeiket, de a 2 százalékos illeték miatt a készpénzhiánnyal küszködő NIF számára igencsak sokba kerültek volna a tranzakciók. Az illetéket viszont október végéig felfüggesztették, s ez lehetőséget ad a tömeges részvénycserére. Az NIF-

kezelők már kidolgozták a csere elveit, és eldöntötték, hogy mely alapok vesznek részt az akcióban. Jól jellemzi a korábbi helyzetet, hogy az egyik NIF-kezelő így nyilatkozott: „lehetetlen egyszerre 512 vállalatot ésszerűen irányítani”. Ilyen körülmények között az NIF-ek – érthető módon – nagy értékű, úgynevezett vezető részvénycsomagjaikra összpontosítottak, még ha azok az összsvaygonuk felét sem tették ki.

központ munkatársain kívül kevés svájci dolgozót alkalmaz.

A Sandoz és a Ciba-Geigy fúziója nyomán létrejött új vállalat, a Novartis már bejelentette, hogy termelése egy részét áttelepíti az Egyesült Államokba. A Swissair – amely ugyancsak számottevő átszervezést hajtott végre – a számítógépes helyfoglalási rendszerének adminisztrációs tevékenységét egy szerződés keretében Indiába helyezte ki, ahol kiváló szoftverszakemberek dolgoznak a svájcihoz képest igen alacsony bérért. A tervek szerint a Union Bank of Switzerland is jócskán megnyírbálja hazai dolgozóinak számát. A pénzügyi vezető közgazdász, Peter Buomberger szerint a svájci bankipar a következő három esztendőben mintegy tízzel csökkenti dolgozóinak számát.

Egy felmérés tanúsága szerint Svájcban a magánszektorban foglalkoztatott minden tíz munkából hét tart a bércsökkenéstől, illetve az elbocsátástól. A Business Week szerint 10 évvel ezelőtt ez az arány nem haladta meg a négyet. Szakértők véleménye szerint az állami szektor igen magas bérei és egyéb juttatásai jelentős szerepet játszanak az államadósság és az adóterhek növekedésében. (Genfben egy autóbuszvezető kezdő fizetése évi 48 300 dollár.)

A kedvezőtlen foglalkoztatottsági kilátások ellenére a svájci kormány – szakértők véleménye szerint – csak igen keveset tesz az új munkalehetőségek ösztönzésére.

Az újszülött foglalkoztatási gondok ellenére a svájci gazdaság meglehetősen szilárd. Az infláció 2 százalék alatt van, és a gazdaság elég erős ahhoz, hogy egymillió vendégmunkásnak nyújtson megélhetést. De a munkahelyüket féltő svájciak sem tülekednek a vendégmunkások által végzett tevékenységekért.

Elemzők véleménye szerint a svájci nagyvállalatok átszervezéssel és további tevékenységek külföldre való kihelyezésével javíthatják versenyképességüket. Nehéz helyzetbe kerülhetnek viszont azok a cégek, amelyek nem rendelkeznek külföldön érdekeltiséggel, és Svájcban kell exportálniuk. A svájciak sokáig azt remélték, hogy a munkanélküliséget rövid időn belül sikerül visszaszorítani a megszokott 1 százalékra. Ma már ezek a várakozások nem tűnnek megalapozottnak, hiszen a svájci cégek sem vonhatják ki magukat abból a világméret mérkőzésből, amelyet versenyképességnek hívnak.

Gonda György

## Újabb visszaesés Japánban?

A Bank of Japan augusztus végén tette közzé jelentését az üzleti világ gazdasági várakozásairól. Az elemzés szerint a vártnál jobban megrendült Japán nagyvállalatainak bizalma az ázsiai szigetország gazdasági kilátásait illetően. Ez a következtetés meglepte mind a jegybank szakértőit, mind pedig a piaci elemzőket.

A jelentés szerint a javulást és a rosszabbodást váró cégek arányát kifejező diffúziós index mínusz 7-re esett a májusi mínusz 3-ról. Megjegyzendő, hogy ez még mindig jobb eredmény, mint az egy évvel ezelőtti mínusz 18-as arány. Közgazdászok előzőleg mínusz 2 és plusz 5 közötti eredménnyel számoltak. A központi bank felmérése eredményének bejelentése után zuhanásnak indult a japán államkötvények hozama, és erősödött a dollár is a jenhez képest. Szakértők szerint az adatok – noha negatív hatással lehetnek a részvényárfolyamok alakulására – csozlatt-

ták a már lassan egy éve rekordmélységben tartott kamatlábak esetleges emelésével kapcsolatos félelmeket. Erősödik ugyanis az a meggyőződés, hogy a második félévben megtorpan a gazdasági fellendülés Japánban.

A kormány és a jegybank leszögezte: a kedvezőtlen adatok nem feltétlenül utalnak a gazdasági helyzet rosszabbodására és a fellendülés alapjainak megrendülésére. A japán gazdaság elemzői ugyanakkor rámutatnak, hogy a számok fényében ideje lenne újabb pótköltségvetést összeállítani a folyó pénzügyi évrre, sőt nem ártana egy kisebb mértékű jövedelemadó-csökkentés sem. A szakértők állításukat azzal támasztják alá, hogy a korábban bevezetett közmunkaprogramok lassan kifulladásra kerülnek, és számolni kell a fogyasztási adó emelésének várható negatív hatásaival is a gazdasági növekedés alakulására.

## A karcsúsítás Svájcot is elérte

A svájci gazdasági szakemberek többsége hosszú időn át úgy vélte, hogy az Európai Uniót sújtó gazdasági gondok nem lépik át az alpesi ország határait. Az EU munkanélküliségi és konjunkturális problémáit azonban nem sikerült leállítani a svájci határokon, így az integráción kívül maradt országban is meg kellett kezdeni az állami és a magánszektor karcsúsítását, áramvonalasítását.

Svájcban eddig szinte ismeretlen volt a munkanélküliség, az utóbbi években azonban mind több az állástalanok száma. A Union Bank of Switzerland adatai szerint az országban tavaly 4,2 százalékos volt a munkanélküliség, ez az arány idén várhatóan 4,5 százalékra emelkedik. (Érdemes megjegyezni, hogy a növekvő svájci munkanélküliség nem éri el a nyugat-európai átlag felét. (A versenyképesség megőrzése érdekében a svájci

vállalatok és pénzügyi intézetek kénytelenek dolgozóik egy részét elbocsátani, csökkenteni a működési költségeket és önmagukat átszervezni.

A Credit Suisse bankbirodalom tevékenységét az egész világon átszervezi, s ennek keretében Svájcban 3500 munkatársától válik meg. A Sandoz és a Ciba-Geigy gyógyszeripari óriásvállalatok összeolvadása ugyancsak 3500 dolgozó elbocsátásával jár. Philip Jennings, a svájci székhelyű Fehérgallérosok Nemzetközi Szövetségének főtitkára szerint a foglalkoztatottság területén Svájc „belép a brutalitás korszakába”. A svájci frank erősödése az elmúlt években a cégeket egy részről a termelési költségek drasztikus csökkentésére, másrészt pedig arra kényszerítette, hogy gyártásuk egy részét külföldre helyezték ki. Például a Nestlé termékeinek 95 százaléka külföldön készül, odahaza a cég-

## Kincstárjegy-aukciók

A diszkontkincstárjegyek elsődleges forgalomba-hozatalai a hozamok további csökkenését eredményezték a vizsgált periódusban, ami a **DWIX** értékének alakulására is rányomta bélyegét. A három hónapos mozgó átlag a lassú, de biztos értékvesztések sorozatával 23 százalék közelébe gyengült.

Az **1 hónapos kincstárjegyek** aukciói mérséklődő túlkereslet mellett zajlottak le, ennek ellenére az átlagos kötvényegyenérték-hozam 22,95 százalékról 22,34 százalékra gyengült a vizsgált periódusban. A benyújtott ajánlatok csökkenésével párhuzamosan a befektetők óvatosabbak lettek, a minimális és maximális hozam közötti marzs 0,5 százalékpont közelébe süllyedt.

Hasonlóan alakultak a **3 hónapos diszkontjegyek** aukciói is, az első alkalommal még 23,02 százalékos szinten lettek kielégítve az elfogadott ajánlatok, míg az utolsón már csak 22,38 százalék volt az átlaghozam. A 10 milliárd forint alá apadó kereslet mellett az elfogadott ajánlatok szórása emelkedő tendenciát mutatott.

Úgy tűnik az elmúlt hetekben lejátszódtott nagymértékű hozamcsökkenés a befektetők érdeklődését a hosszabb lejáratú papírok irányába terelte. Ennek megfelelően a **6 hónapos kincstárjegyek** iránti kereslet egyik hétről a másikra közel másfélszeresére emelkedett. A felfokozott érdeklődés ennél a futamidőnél is a hozamok erőteljes zuhanását hozta magával, az átlagos kötvényegyenérték-hozam több, mint 1 százalékpontot veszítve értékéből 22,5 százalék alá süllyedt.

Az **12 hónapos diszkontkincstárjegyek** túl hosszúnak bizonyultak, mert a kereslet irántuk csökkent a

vizsgált időszakban. A 46 milliárdról 38 milliárdra olvadó ajánlati mennyiség ellenére a hozamok jelentős redukcói erre a futamidőre is jellemzőek voltak, az átlaghozam 22,41 százalékra esett vissza.

## Államkötvények

A periódus közepén újabb 6 milliárdnyi 1999/J jelű államkötvény került a piacra, ám 44 milliárdra is lett volna igény. A több, mint hétszeres túlkereslet azt jelentette, hogy csak azok a befektetők jutottak a 3 éves futamidejű kötvényhez, akik a maximális eladási árfolyam tettek ajánlatot. A 101,73 százalékos árfolyam egyébként 23,5 százalékos hozamot takart, amely alacsonyabb, mint amennyiért az MNB a saját hálózatában kínálta az értékpapírokat, de ott csak napi 20 millió forintnyit köteles értékesíteni.

Az időszak végén került sor az 1999/C államkötvény aukciójára. A felkínált 8,75 milliárd értékű papírra 25 milliárd forintot meghaladó mértékben érkeztek ajánlatok. A maximális eladási ár 103,29, a minimális 101,73, míg az átlagos 102,19 százalékon alakult ki, ami rendre 23,25, 22,37 illetve 22,99 százalékos hozamnak felel meg.

## Határidős diszkont kincstárjegy-piac

A vizsgált időszak első felének határidős diszkontkincstárjegy kereskedése meglehetősen visszafogott volt, ezen belül is a közelebbi - főként a decemberi - határidők bizonyultak a leglikvidebbnek. A csendes üzletmenet fokozatos árfolyam-emelkedés mellett zajlott, ami azt jelenti, hogy a piac további hozamcsökkenés mellett tette le a voksát. Az időszak utolsó hetén lehetett utoljára üzletet kötni a szeptemberi lejáratra, ahol

szerdán 619 pozíció került elszámolásra 94,73 százalékos elszámolóáron. A periódus végén a piac értékítélete 180 fokos fordulatot vett, az áralakulásban felfelé irányuló hozamkorrekció került diszkontálásra. A legközelebbi határidőkre ennek megfelelően az elszámolóárak 6-8 ponttal csökkentek.

## Részvénypiac

A vizsgált időszakban a Budapesti Értéktőzsde kiemelkedő teljesítményt produkált. Minden bizonnyal a kedvező világpiaci hangulat és a pozitív hangvételi fél éves jelentések együttes hatására emelkedett a BÉT hivatalos indexe 3.200 pontról 3.550 pont fölé, ami közel 5 százalékos erősödést jelent. A **BUX** a négy hét során a rekordmagasságnak számító 3.574,65 pontos értéket is elérte, a periódus végére azonban 3.533,09 pontig eszűszott vissza.

A kedvező befektetői hangulat a részvények áralakulásában is megmutatkozott, néhány kivételtől eltekintve az árfolyamok jelentős emelkedést produkáltak. A **jegyzett kategória** legkeresettebb részvényének a **Richter Gedeon** bizonyult, amelynek kurzusa közel 3,5 milliárd forintos forgalom mellett 7.700 forintról 8.600 forintra erősödött. A kőbányai társaság papírjaira 11.180 forintos árfolyamon is született üzlet, amely az ominózus 666.725 forintos Skála-kötésre emlékeztette a parketten tartózkodókat. Várhatóan a töretlen emelkedésnek gátat fog szabni a dolgozói részvények októberi megjelenése, mivel ekkor lesz lehetősége a munkavállalóknak arra, hogy a társaság részvényeinek hátralévő részleteit kiegyenlítsék és így birtokon belülre kerülve a tőzsdén értékesítsék azokat. Kisebberősödés jellemezte az **OTP** szereplését, amely 2.700 forinton is forgott ugyan, de a záróár 2.330 forintos szintje mindössze 50 forinttal haladta meg

## Féléves EBRD-mérleg

A londoni székhelyű Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank (EBRD) 1996 első félévében 774 millió ECU értékben vállalt kötelezettséget hitelekre és befektetésekre, amelyek 33 projektet érintenek. Ez 30 százalékos növekedés az előző év azonos időszakához képest. A bankalapítás óta az EBRD által vállalt kötelezettségek összege elérte a 6,5 milliárd ECU-t.

Idén az első félévben 582 millió ECU-t utaltak át ténylegesen a kedvezményezetteknek. Tavaly az első félévben ez az összeg 462 millió ECU volt. A pénzügyi tevékenységének 70 százaléka a magánszektorban folyik.

Az EBRD – tartalékképzés után – az idei év első felében 160 ezer ECU nyereséget ért el. Egy évvel korábban a mérleg még 2,7 millió ECU veszteséget mutatott. A pénzügyi tevékenység az előző veszteségek fedezésére minél nagyobb összegű tartalékokat ki-

ván képezni, s az év végére nullszaldós mérlegre számít. Az első félévben 44,8 millió ECU-t helyeztek tartalékba. Bart le Blanc alelnök szerint a pénzügyi tevékenységet folytat a nemzetközi tőkepiacokon. Közép-Európában – elsősorban Csehországban és Szlovákiában – főként rövid lejáratú kötvényeket bocsátanak ki, s kibocsátást terveznek a balti államokban is. A tervek szerint a nem távoli jövőben kibocsátásokra kerül sor Dél-Koreában és Tajvanon is.

Az EBRD növeli hitelkihelyezéseit a volt szovjet köztársaságokban. Az idei esztendő első hat hónapjában vállalt kötelezettségek mintegy fele ezekbe az államokba irányult, s ezek 50 százaléka Oroszországnak jutott. Mindez hangsúlyeltolódást jelent az EBRD hiteltevékenységében, hiszen az 1991-ben alapított bank tevékenysége az első években elsősorban a közép-európai országokra terjedt ki.

## Megabankfúzió

Valósággal sokkolta a Wall Streetet a NationsBank a bejelentése: 9,5 milliárd dollárért megvásárolta a Boatmen's Bancshares Corp.-ot. Az USA történelmének ez a harmadik legnagyobb értékű bankfúziója. A tranzakció eredményeként létrejövő pénzügyi tevékenység értéke eléri a 230 milliárd dollárt. Az „új” pénzügyi tevékenység 16 államban több mint 13 millió ügyféllel rendelkezik, és 1997-ben akár 3 milliárd dolláros nyereséget is elérhet.

Számos elemző úgy véli, hogy a mostanáig az USA ötödik legnagyobb bankjának számító NationsBank a két pénzügyi tevékenységének augusztus végi árfolyama alapján mintegy 40 százalékos feláron vásárolta

meg a St. Louis-i székhelyű Boatmen's bankot. (Az ügylet keretében a Boatmen's egy részvényéért 0,6525 NationsBank-papír vagy ennek pénzbeli ellenértéke jár.) Más vélemények szerint a prémium talán valóban túl magas, de „...ha az ember csak ilyen áron kaphatja meg az ország egyik legsikeresebb középbankját, akkor nincs értelme habozni”.

A Boatmen's öt szövetségi államban a legnagyobb banknak számít, a Közép-Nyugatot szinte teljes egészében ellenőrzése alatt tartja. A NationsBank délkeleti uralkodó pozíciójával együtt – szakértők véleménye szerint – a fúzió sikeres elegyet alkothat. A tranzakció nyomán a NationsBank számottevő költség-

megtakarításra számít, amelynek összege 1999-ig elérheti a 335 millió dollárt.

A NationsBank azon első pénzügyi tevékenységek közé tartozik, amelyek már a kilencvenes évek elején jelentős, a szövetségi államhatárokon átnyúló bekebelezéseket hajtott végre. Az elmúlt két évben azonban ebben a vonatkozásban szinte nem is hallottak magáról, s elkerülte az oly nagy értékű és látványos fúziókat, mint amelyek a Chemical és a Chase Manhattan, valamint a Wells Fargo és a First Interstate között bonyolódtak le.

Az új pénzügyi tevékenység az USA negyedik legnagyobb bankja lett, így Észak-Amerika bankszektorában új pénzügyi tevékenységi hatalom született. Hugh McColl, a NationsBank vezérigazgatója szerint a fúzió nyomán már ma megteremthető a jövő bankja.

## Terjeszkedik a Bank of China

A Bank of China bejelentette, hogy Londonban befektetési bankot alapít, s így ez lesz az első kínai pénzügyi tevékenység a Cityben. A londoni Bank of China International vezetője Brian Woolley lesz, aki 1984 óta a Citibank egyik vezető tőkepiaci munkatársa. A londoni pénzügyi tevékenység elnöke Wang Xuebing lesz, aki a Bank of China nemzetközi terjeszkedésének kezdeményezője volt, s egyben a pénzügyi tevékenység elnöke is.

Hírek szerint az új bank jegyzett tőkéje 500 millió dollár lesz, amelyet a pekingi anyabank bocsát majd rendelkezésre. A kínai bankszektorral foglalkozó külföldi szakértőket nem érte meglepetésként a bejelentés, ők ugyanis már régóta számítanak arra, hogy Kína lépéseket tesz a nemzetközi porondon a befektetési banki üzletág terjeszkedésére.



A bankalapítás elsődleges célja az, hogy a Kínába irányuló külföldi működő tőke és portfolióberuházások minél nagyobb része az új pénzügyi rendszeren keresztül valósuljon meg. A londoni kínai bank tevékenységi köre többek között kiterjed majd a befektetési tanácsadásra, a projekt- és a kereskedelem-finanszírozásra, valamint a kínai cégek értékpapír-kibocsátásaira is. Vállalkozik a bank arra

is, hogy nyugati partnerek számára kínai vegyes vállalati társakat kutat fel.

A Bank of China londoni terjeszkedésében fontos szerepet játszik az is, hogy a többi kínai bank is igyekszik diverzifikálni tevékenységét, amelyet a pénzügyi szektorban a közelmúltban hozott reformintézkedések tesznek lehetővé.

## Szigorodik az orosz bankfelügyelet

Az orosz jegybank az elmúlt hónapban szigorúbb ellenőrzés alá vonta az ország kereskedelmi bankjait. A komoly gondokkal küszködő ágazat megsegítésére a moszkvai pénzügyi hatóságok egymilliárd dolláros hitelt kérnek a Világbanktól.

Helyi és nyugati szakértők egybehangzó véleménye szerint az Oroszországban jelenleg működő 2100 kereskedelmi banknak csupán egyharmada, egynegyede maradhat működőképessé hosszabb távon.

Az egymást követő bankbezáráások azonban nem jelentik az egész ágazat válságát, a konszolidáció egyértelműen javítja a bankrendszer állapotát.

Az orosz jegybank első elnökhelyetese a Reuter hírügynökségnek elmondta, hogy az orosz bankoknak csupán 35 százalékra nevezhető pénzügyileg egészségesnek. A központi bank éppen ezért erősíti felügyeleti funkcióját, a nagyobb pénzügyi

ket például területi igazgatóságok helyett egy központi szervezet ellenőrzi. Az új ellenőrzési intézmény napi rendszerességgel képes figyelni a hitelek, a tartalékok, az aktívák és a passzívák alakulását. Az erős kéz politikája egyébként máris hozott eredményeket: noha a nagyobb pénzügyi intézetek közül várhatóan egy sem került nehéz helyzetbe, a jegybank hivatonta kisebb bankok tucatjait zárta be. (A központi bank tavaly 225 engedélyt vont vissza.)

A központi bank külső forrásokat is igénybe kíván venni a bankrendszer átalakításához. Hírek szerint Moszkva a Világbankkal tárgyal egy e célú szolgáló egymilliárd dolláros hitelkeret létrehozásáról. Az összeget a kereskedelmi bankok konszolidálására, a magánszemélyek érdekeit védő betétbiztosítási alap létrehozására fordítaná az orosz pénzügyi vezetés. De ezen forrásból szeretnék finanszírozni egy, a csődbe ment bankok követeleseit kezelő intézmény felállítását is.

## Késésben a keletnémet felzárkózás

A német munkaadók szövetségének tanulmánya szerint legalább 15–20 év szükséges ahhoz, hogy a keletnémet tartományok gazdasága felzárkózzon a nyugatiakhoz.

A volt NDK területének gazdasági növekedési üteme évről évre mérséklődik: az 1994. évi 8 százalékos tava-ly 6, idén pedig várhatóan 3 százalékra zsugorodik. A tanulmány sze-

rint ideje lehűteni a kezdeti túlzott várakozásokat, s a gazdaságpolitikusoknak, a munkáltatóknak és a szak-szervezeteknek a jövőben a realitásokat kell figyelembe venniük.

A keletnémet bérek bizonyos ágazatokban már megközelítették a nyugatiakat, viszont az ottani termelékenység átlagosan csak 53 százaléka, az egy főre jutó ipari termelés pedig csak egyharmada a nyugati szintnek. Az egységnyi termelésre jutó magas bérköltség miatt számos keleti cég veszteséges. Ugyanakkor a jelentős beruházásigény miatt igen nagy szükség lenne a nyereségre.

Makroszinten e folyamat a termelés és fogyasztás egyensúlyának felborulásában tükröződik. A keletnémetek 200 milliárd márkával fogyasztanak többet annál, mint amennyit megtermelnek. Ez a keleti tartományok GDP-je 40 százaléknak, illetve a nyugati tartományok bruttó hazai terméke 5 százaléknak felel meg. A hiányt a nyugatnémetek kénytelenek finanszírozni magasabb adók és jövedelemelvonások formájában. Érdemes megjegyezni, hogy részben ez okozza a német költségvetés jelentős hiányát is.

Brüsszel és a német állam továbbra is segítséget nyújt a keleti tartományokban megvalósuló beruházásokhoz, és nem zárkózik el a további bérlégyenlítéstől sem. A magasabb munkanélküliséggel küszködő keletiek számára azonban a munka díjazásánál ma fontosabb a munkahelybiztonsága.

A nyugatnémet cégek továbbra is készek kivenni részüket a keleti régió újjáépítésében, döntéseiket azonban kizárólag üzleti szempontok határozzák meg – hangsúlyozza a munkaadók szövetségének tanulmánya.

Gonda György

## Lassul a tőkebeáramlás

A washingtoni Nemzetközi Pénzügyi Intézet (IIF) előrejelzése szerint a következő két esztendőben lelassul a magántőke beáramlása a fejlődő és a fellendülő országok gazdaságába. Ezekbe az országokba idén rekordösszegű, 224,8 milliárd dollár értékű magántőke áramlik be, ennek összege 1997-ben 207,7 milliárdra esik vissza.

Kedvezően értékelhető, hogy jövőre a beáramló magántőkében nő a hosszabb lejáratú hitelek aránya, valamint a tulajdoni hányad vásárlására fordított összegek nagysága. Az IIF elemzése szerint a tőkebeáramlás jövőre elsősorban a folyó fizetési mérlegek hiányának csökkentését szolgálja majd, s csak kisebb mértékben járul hozzá a központi bankok valutatartalékainak bővítéséhez.

Az IIF szerint az úgynevezett fellendülő országok összesített folyó fizetési mérleghiánya jövőre az idei 118,7 milliárd dollárról 147,2 milliárdra emelkedik. Mindazonáltal ezekben az országokban jövőre a gazdasági növekedés 13 éves

rekordot dönt majd meg, s eléri az 5,5 százalékot.

Miközben jövőre a tőkebeáramlás ezekben az országokba várhatóan csökken, a tulajdoni hányad szerzésére irányuló tőkebeáramlás enyhén növekszik 1997-ben és eléri majd a 111,6 milliárd dollárt. E befektetések 70 százaléka úgynevezett közvetlen befektetés lesz, amelynek célja többségi részesedés szerzése egyes vállalatokban. A „maradék” 30 százalék portfólió befektetés lesz.

Az intézet szerint a külföldi befektetők a fellendülő országokban magasabb hozamokat várnak, ellensúlyozandó az ipari országok viszonylag alacsony kamatszintjét, és a vezető tőzsdéken uralkodó árfolyam-alakulásai bizonytalanságokat.

Latin-Amerikában a tulajdoni hányadvásárlást célzó befektetések fő célpontja Brazília és Mexikó. Ázsiában a működőtőke-beruházások elsősorban Kínába, Indiába, Indonéziába és Thaiföldre irányulnak majd 1997-ben..

## Gondok a cseh gazdaságban

A cseh statisztikai hivatal legújabb adatai szerint az ország gazdasági növekedése a második negyedévben 4 százalékosra lassult. A vártnál alacsonyabb GDP-növekedés első számú oka a cseh export gyengélkedése.

A Reuter elemzése szerint az első negyedévben Csehországban a bruttó hazai termék még 4,6 százalékkal bővült. A második negyedévben elsősorban azért esett vissza a gazdasági növekedés üteme, mert a gazdasági gondok miatt csökkent a legfontosabb nyugati felvevőpiacok kereslete. Az exportnövekedés alacsony ütemével párhuzamosan mérséklődik az ipari termelés növekedése is Csehországban..

A GDP-növekedés lassulásának nyomán a szakértők egy része lefelé módosította az év egészére vonatkozó növekedési előrejelzést. A Patria Finance befekte-

tési bank például egész évre már csak 5 százalék alatti GDP-növekedést tart elképzelhetőnek, a korábban előrejelzett 5-5,5 százalék helyett. A prágai statisztikai hivatal pedig 5,4-ről 5,1 százalékra mérsékelte az idei gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzését. A Komerční Banka szakértői azonban úgy vélik, hogy a második félévben jelentősen felgyorsulhat a növekedés, így továbbra is 5-5,5 százalékos GDP-bővülést prognosztizálnak.

Aggodalomra adhat okot az infláció alakulása is: a pénzromlás augusztusban 9,6 százalékos volt, s már hosszabb ideje nincs semmi jele a csökkenésnek. Valószínűleg inflációnövelő hatásúak azok az intézkedések, amelyeket a kormány javasol. Nevezetesen a távfűtési díjak két éven belüli felszabadítását, amely a nyugdíjak kiigazításával és a szociális juttatások növelésével párosulna.

Érdeemes megjegyezni, hogy Klaus miniszterelnök szeptember végén válságtanácskozást tartott vezető gazdasági szakemberekkel, mert az ország külkereskedelmi mérlegének hiánya hónapról hónapra nagy ütemben növekszik.

## Bankóriás „született”

A lengyel kormány szándékának megfelelően a Bank Pekao SA vezetésével létrejött egy négy bankból álló csoportosulás, amelynek együttes mérlegfőösszege 13,7 milliárd dollár. Ez Lengyelország legnagyobb pénzügyintézete, amely a Pekao mellett a lublini Depozytowo-Kredytowy, a szeszecini Pomorski Bank Kredytowy és a lódzi Powszechny Bank Gospodarczyt is magában foglalja.

A lengyel pénzügyminiszter szerint a bankszövetség létrehozásának az volt a célja, hogy hatékony versenyt támasszon a nagy nemzetközi pénzügyintézeteknek. A fúziós megállapodás aláírása kapcsán a jegybank elnöke is úgy nyilatkozott, hogy támogatja azt a kormányzándékot, amely nagyobb tőkeerejű pénzügyintézetek megerősítésére irányul.

Az összesítő statisztikák szerint a Grupa Pekao SA néven létrehozott bankszövetségnek 700 milliárd dollár alaptőkéje van és a lengyel betéti piac 20 százalékát tudhatja a magáénak. A Pekao SA átveszi a másik három bank részvényeinek 100 százalékát, s egyúttal alaptőke-emelést hajtott végre.

Szakértők elemzése szerint a fúzió célja egy európai szintű pénzügyintézet létrehozása és a túlnépesedett lengyel bankszektor ésszerűsítése. Ez utóbbi elengedhetetlen feltétele az állami tulajdonban lévő bankok – ezek közé tartozik a most létrehozott Pekao-csoport is – magánosítása gyorsításának. A varsói pénzügyminisztérium ugyanis könnyebben eladhatónak tart egy összevont csoportot, mint kisebb, különálló bankokat.

Ismeretes, hogy a lengyel bankprivatizációs folyamatban 1993-ban elsőként a Welkpolski Bank Kredytowy került magánkézbe, miután az Allied Irish Bank és az EBRD részesedést szerzett benne. 1994-ben az ING vált stratégiai befektetővé a Bank Slaskyban. A holland nagybanc ezenkívül 10 százalékos részese-

# Magától értetődő dolgok

Ha már tény, hogy az emberek szeretnek önmagukról gondoskodni, magától értetődő, hogy nagyobb teret kell adni az öngondoskodásnak. Mivel szűk a belső tőkekínálat, növelni kell a magánmegtakarításokat. Abból, hogy magasak az életmunka terhei, szükségszerűen következik ezek csökkentése. Így aztán nem vitás, hogy be kell vezetni a tőkefedezeti pillért, ahol a járulék egy része magánpénztárakban gyűlik egyéni számlán.

Magától értetődik, hogy az a pénz, amely a tőkefedezeti pillérben gyűlik, folyó nyugdíjki fizetésre nem fordítható, mert akkor nem gyűlné. Átmeneti hiány keletkezik legalább húsz éven át, amelyet a tőkefedezeti pillér megtakarításai fedeznek. Az állam kötvényeket bocsát ki, ezeket magától értetődően a kötelező nyugdíjpénztárak megveszik.

A munkavállaló – éppen úgy, mint eddig – az államháztartásba fizeti be a járulékot egy pénztár közvetítésével és egy államkötvénykonstrukcióval. Lehet, hogy a vonatkozó nyugdíjrészt neki majd annak idején havonta államkötvényben fizetik ki, mert a pénztárnak likvid pénze nem lesz, de államkötvénye igen. Mindenki magától értetődően államkötvénybefektető lesz. Miközben a nyugdíjbiztosítást részben államtalanítják, a befektetést államosítják.

Így a tőkefedezeti nyugdíjalapok létrejötte a hosszú távú finanszírozási eszközök egyik fő forrása lesz, természetesen nem a nyugdíjpénztárak hitelkínálata révén, hanem a központi költségvetésben az átállási deficit hosszú távú finanszírozásával.

A radikális nyugdíjreform megvalósítása érdekében született magától értetődően egy kormányhatározat, de ez magától értetődően szemben áll egy korábbi országgyűlési határozattal. Világos, hogy a kormányhatározat nem jogforrás, csak az államapparátusra kötelező. De az is evidens, hogy egy országgyűlési

határozat a kormányzatra kötelező. Vannak egyszerű dolgok: új országgyűlési határozatot kell hozni, ami szentesíti az új kormányhatározatot. Egyértelmű, hogy ezt a fázist szeretnék ellazsálni. Éjt nappallá téve dolgozik az apparátus a normaszövegeken. Majd télen kivesszik nyári szabadságukat.

Az előkészületi munkákat természetesen már most zavarják bizonyos alkotmányossági aggályok. Kötelezően befizetett pénzt hogyan kezelhet magánpénztár? Ha a nyugdíjbiztosítási tagdíj befizetését törvény teszi majd kötelezővé, miért nem akarnak kapcsolni a hozamhoz, az értékmegőrzéshez, a deficitfinanszírozáshoz egyértelmű állami garanciákat? A kötelező befizetéssel hogyan fér össze a szabad pénztárválasztás? Ezekkel az aggályokkal most magától értetődően nem szabad törődni, ne-hogy amit a hivatalnokok felépítettek szorgos munkával nappal, összedőljön éjjel.

A dolgok pofon egyszerűek, egymásból következnek, kölcsönösen meghatározottak. Ha pedig a dolgok determináltak, a dolgok művelői sem mondhatják: jó és rossz közt választhatni mily nagy eszme, s tudni mégis, hogy fölöttünk pajzsul áll Isten kegyelme. Magától értetődő, hogy egy szakhivatalnokon a megfélemlési mániának kell uralkodnia.

Nem vethetik fel magától értetődően, hogy majdan a tőkefedezeti nyugdíjrészek jelentősen differenciálódnak a hozameltérések miatt. Tudják előre a sablonválaszt: Nyugaton is így van. A pénztárak közötti hozamkülönbség 7-8 százalékpont. Merre megyünk? A fejlett kapitalizmus felé. És mi a fejlett kapitalizmus? Az, amerre megyünk. Mi sem lesz természetesebb, minthogy az egyik pénztárnál a nettó hozam 5, a másiknál 15 százalék lesz. Befizet mondjuk a munkavállaló havi 5 ezer forintot. Ebből levonják magától értetődően a kezelési és a pénztárközi kölcsönös kockázaffedezeti részt. Ráírnak a számlájára 4 ezer forintot. Ehhez jön az inflációs értékvesztés. Így az

előjellel is gond lehet. Magától értetődő a pénztárnagnak a pénztár működéséért való anyagi felelőssége. Vannak egyszerű összefüggések, például az, hogy a kötelező pénztár az első 10-05 évben csődbe nem mehet. Egyre nő a taglétszám, és még alig van kifizetés. Később megáll a taglétszám és a befizetés növekedése, és megindul a nyugdíjki fizetés. Itt a csőd, pedig de szép volt minden évben – az infláció és a bővülés hatására – a pénztár mérlege, eredménykimutatása!!

Egyébként logikus, hogy a tőkefedezeti rendszerek lesz külön szervezete, járulékszedése, behajtása, garanciarendszere, nyilvántartási, letéti és értékezelési rendje. Ugyanez megmarad a felosztó-kirovó részrendszer-nél is. Ha bevonjuk a témába az egészségbiztosítást is, legalább három rendszer fog párhuzamosan működni. Ennél már csak a magától értetődőbb, hogy minden járulék ugyanoda folyjon be.

A központi beszédő hivatal majd megbontja a beszédett járulékot négy részre: a) a pénzügyi egészségügyi szolgáltatásokat fedező járulékra; b) a természetbeni egészségügyi szolgáltatásokat fedező járulékra; c) társadalombiztosítási nyugdíjjárulékra és d) befektetés jellegű nyugdíjpénztári tagdíjra. A tőkefedezeti elem járulékat a munkáltató a munkavállaló kerestéből levonja, a beszédő szervezetnek befizeti, ez pedig a pénzt a szabadon választott magánpénztárnak átutalja.

A biztosítottak nem is lesz természetesen semmilyen kapcsolata önmaga pénztárával. Magától értetődő, hogy a pénztárakat majd a folyamatból ki lehet kapcsolni. Az bizony bolondság, hogy a postás havonta kétszer hozzon nyugdíjat. Mivel pedig lehet, hogy az egész egy bolondság, a szakértők javasolták, hogy a vegyes finanszírozás csak azokra vonatkozzon, akiknek még nincs szolgálati idejük.

Pirityi Ottó

dést szerzett a Bank Przemysłowo-Handlowyban, további 15 százalék pedig az EBRD-é lett. További kilenc, magántulajdonba adásra előkészített

bank esetében a kormány előzetes összevonásokat tartott szükségesnek. Ezek „pólusául” a kormány a Pekaót és a Bank Handlowyt jelölte meg.

## Szigorú takarékoság

A német törvényhozás, a Bundestag megszavazta a kormány szigorú takarékosági csomagját, amely számos megszorító intézkedést tartalmaz. A fontosabb jogszabályok közül az első mérsékli a kórházi ápolás állami támogatását – csökkentve az ingyenes ellátás időtartamát –, a második fokozatosan 65 évre emeli a nyugdíjkorhatárt 2000-ig, a harmadik pedig a jelenlegi 100 százalékról a fizetés 80 százalékára csökkenti a betegség első időszakában a munkaadó által fizetendő táppénz mértékét, emellett enyhíti az elbocsátásokkal kapcsolatos munkáltatói kötelezettségeket.

Az egészségügyi- és nyugdíjreform 1997-ben a számítások szerint 7, illetve 14 milliárd márkás megtakarítást eredményez. A táppénz mértékének módosítása és a munkajogi könnyítés csak kisebb érzeteti hatását. Szakértők véleménye szerint a takarékosági csomaggal Bonn nagy lépést tett afelé, hogy Németország az első körben tagja lehessen az Európai Gazdasági és Monetáris Uniónak. (Ehhez az szükséges, hogy

1997-ben a költségvetési hiány ne haladja meg a GDP 3 százalékát.)

A takarékosági csomag elfogadását megelőzően a törvényhozás első olvasatban elfogadta a jövő évi költségvetés tervezetét, amely az 1996-ra előirányzott 451 milliárdról 440 milliárd márkára mérsékli a központi kiadásokat.

A kormány által szorgalmazott megtakarítások zöme a takarékosági program elfogadásával már biztosítva van. A költségvetés részletes tárgyalása során még egyezségekre kell jutni az új adórendelkezésekről, amelyekhez a felsőház jóváhagyása is szükséges.

A kormánynak emellett máris újabb megszorító intézkedéseken kell gondolkodnia, mivel a jövőre is az idei szinthez közel maradó munkanélküliség miatt a tervezett kiadási keret csak úgy tartható, ha összesen 10 milliárd márkával csökkentik a munkanélküli segélyre és a munkahelyteremtő programokra szánt összegeket.

ban 225 milliárd dollár értékű magántőke-befektetés fog megvalósulni. Ez az összeg 17 milliárd dollárral haladja meg a tavalyit. A pénzügyi intézetek részére gazdasági elemzéseket végző, washingtoni székhelyű IIF szerint alapvető követelmény, hogy a multilaterális hitelintézetek szorosan együttműködjenek a magánszektorral.

## UNCTAD-jelentés

Az ENSZ kereskedelmi és fejlesztési szervezete, az UNCTAD éves jelentésében leszögezi, hogy idén lassul a világ-gazdaság növekedési üteme, s nem kizárt, hogy az ipari országok antiinflációs politikája a kereskedelmi protekcionizmus visszatéréséhez vezethet.

Az előrejelzés szerint a világgazdaság ideai növekedési üteme azonos lesz a tavaly regisztrált 2,4 százalékkal, ami 0,4 százalékkal marad el az 1994. évi bővüléstől. A gazdasági növekedés ütemének lelassulásáért, illetve stagnálásáért az UNCTAD szerint részben az EU tagállamainak azon törekvése felelős, amelynek értelmében gazdaságukat a közeljövőben megvalósításra kerülő gazdasági és monetáris unióra (EMU) készítik fel. Az úgynevezett konvergenciafeltételeknek való megfelelés szinte kikényszeríti a GDP növekedési ütemének visszafogását, s ez negatív hatással van a bevételi oldalra is.

A jelentés a fejlett országok többsége esetében figyelmeztet a defláció veszélyére, amennyiben a monetáris politika továbbra is az infláció leszorítására és a költségvetési kiadások mérséklésére összpontosít. (Ezen irányzat alól csak az Egyesült Államok és Nagy-Britannia kivétel.) Európában ennek az lehet a következménye, hogy további munkahelyek szűnnek meg, s csökkenhetnek a reálbérek is. A rövid távú kilátások egyetlen kedvező oldala, hogy növekszik a fejlődő országok rugalmassága a külső sokkhatások kezelésében és mindinkább képesek a tartós növekedés biztosítására.

Afrikával kapcsolatban az UNCTAD kiemeli: a kontinensen idén tíz év óta a legmagasabb, 3,1 százalékos gazdasági növekedés várható. Ez részben a nyersanyagok korábbinál számottevően magasabb exportárainak, részben pedig a nagyobb politikai stabilitásnak köszönhető.

Gonda György

## Kihelyezési rekord az IFC-nél

A Világbank magáncégeket finanszírozó „leányvállalata”, a Nemzetközi Pénzügyi Társaság (IFC) a június végén lezárult pénzügyi évben 3,2 milliárd dollárt folyósított, 300 millió dollárral többet az előző évinél. A rekord nagyságú összeg elérésével az IFC öt esztendő alatt megkészengette kihelyezéseit. Ez nem kis mértékben annak köszönhető, hogy a világ számos országában az adott időszakban uralkodóvá vált a szabad vállalkozás.

Az IFC elnökhelyettese szerint a folyó pénzügyi évben a kihelyezések várhatóan 8-10 százalékkal bővülnek. Ez valamivel lassabb a korábbi évek növekedési üteménél, ami elsősorban azzal magyarázható, hogy több országban – elsősorban Kelet-Európában és Ázsiában – megjelentek az alternatív hitelforrások is, s így az IFC szerepe ezekben a térségekben csökkenőben van. A társaság

ugyanakkor egy új kezdeményezés keretében bővíteni akarja tevékenységét olyan kisebb és szegényebb országokban, amelyek különösen nagy nehézségekkel küzdenek a piacgazdasági átalakulás útján, illetve amelyeket a külföldi működő tőke eddig elkerült.

Összesen 16 országról van szó, amelyek között szerepel Albánia, Bosznia, Szlovákia, Kazahsztán, Üzbegisztán, továbbá a kelet-karibi és a közép-afrikai térség néhány országa, valamint Ciszjordánia és a Gáza-övezet. Az IFC fontosnak tartja, hogy a terjeszkedés közepette ne akadályozza a fejlődő és fellendülő országokba irányuló magántőke-beáramlást. Ez a szándék – amelyről az IFC széles körű konzultációkat kíván folytatni a magánszektorral az esetleges befektetési konfliktusok elkerülésére – jó hír a Nemzetközi Pénzügyi Intézet (IIF) számára, amelynek előrejelzése szerint a legfontosabb fellendülő piacokon 1996-

## Kincstárjegy-aukciók

A kincstárjegy-aukciók eredményeivel összhangban a *DWIX* is folytatta értékvesztését, az időszak eleji 23,00 százalékos szintről 22,80 százalékra süllyedt.

Az *1 hónapos kincstárjegyek* aukcióit, a hozamok csökkenésével párhuzamosan a kereslet mérséklődése jellemezte. Az első alkalommal még 2,4 milliárdnyi ajánlat érkezett a felajánlott 1 milliárdnyi állampapírra, amelyek végül átlagosan 22,23 százalékos szinten lettek kielégítve. Ezzel szemben az utolsó alkalommal már csak másfélszeres túlkereslet mutatkozott a kincstárjegyek iránt, az átlagos kötvényegyenérték-hozam pedig 22,19 százalék lett.

A *3 hónapos diszkontjegyek* elsődleges forgalomba-hozatalain is hasonló trend volt megfigyelhető, már ami az átlaghozamokat illeti, a benyújtott ajánlatok összege ugyanis fokozatosan nőtt. Az első aukción még a felkínált 5 milliárdnyi állampapír sem talált gazdára a 22,51 százalékos átlagos hozamszint mellett, az ezt követő alkalommal azonban a közel 9 milliárdos kereslet ellenére 22,73 százalékgig emelkedett az átlagos kötvényegyenérték-hozam. Az utolsó kibocsátáson is kétszeresen jegyezték túl a felkínált 5 milliárdos csomagot, az elfogadott ajánlatok átlagosan 22,52 százalékon lettek kielégítve.

A *6 hónapos diszkontkincstárjegyek* aukcióin több, mint duplájára erősödött a kereslet, ami a hozamokban is tükröződött. A maximális és minimális hozam közötti sáv jelentős mértékben (több mint 0,5 százalékponttal) csökkent, míg az átlagos kötvényegyenérték-hozam 22,83 százalékról 22,62 százalékra mérséklődött.

A *12 hónapos kincstárjegyek* két aukciójára a kereslet erőteljes növeke-

dése, illetve az átlaghozam minimális gyengülése volt jellemző. Az első alkalommal mindössze 4,8 milliárdnyi állampapír talált gazdára átlagosan 22,86 százalékos hozamszinten, míg a második aukción a 14 milliárdos felajánlott csomagot kétszeresen túljegyezték a befektetők. Az elfogadott ajánlatokat 22,72 százalékos átlaghozam mellett elégtették ki.

## Részvénypiac

A vizsgált időszakban a világpiaci eseményekkel összhangban a Budapesti Értéktőzsde részvényszekciójára is a hossz nyomta rá bélyegét, amit csak ritkán tudott egy-egy kisebb korrekció félbeszakítani. A *BUX* a nyitáskor regisztrált 3.531,71 pontos értékről a 3.400 pontos támogatási szint közelébe süllyedt, majd a periódus végére gyors ütemben 3.639,68 pont-ra emelkedett, amely újabb történelmi rekord a hazai értékpapír piac rövid életében.

A *jegyzett kategória* egyik legkeresettebb részvényének a *Mol* bizonyult, amelynek kurzusa a dolgozók kezében lévő törzsrészvények megjelenése ellenére 230 forinttal, 1.660 forintig emelkedett. Az erősödés hátterében minden bizonnyal az a 100 millió dolláros hitel áll, amelyet a hazai olajipari óriásnak igen kedvező kondíciókkal sikerült a világpiacon felvennie. A kategória újonca, a *TVK* is élénk forgalmat mondhatott magának, közel 2,5 milliárd forint értékben kereskedtek a vegyipari papírokkal emelkedő árfolyamok mellett. Az tőzsdei bevezetés óta a kibocsátási, 1.350 forintos ár környékén ingadozó árfolyam az elmúlt négy hét során az 1.400 forintos határt is áttörte, a záróár 1.375 forintos szintje pedig 25 forinttal haladta meg az első tranzakcióban regisztrált kurzust. A társasággal kapcsolatos friss információ, hogy az elmúlt hetekben rendezett rendkívüli közgyűlésen elfogad-

ták a társaság konszolidált mérlegbe-számolóját 16 milliárd 177 millió 814 ezer forintos adózás előtti eredménnyel, amely 1 millió forinttal maradt el a konszolidáció előtti eredménytől. A vegyipari óriás legjelentősebb érdekeltisége a Columbian Tiszai Koromgyártó Kft. tavaly 5 milliárdos árbevétel mellett több százmillió nyereséget ért el, ám mivel tavaly még a TVK részesedése 40 százalék volt, ezért nem került be a konszolidációba. A többi - általában 99-100 százalékos - érdekeltiség nyeresége pedig elenyésző volt.

A társaság alapszabályának módosítása után megválasztották a hat igazgatósági tagot, akik a zártkörű alakuló ülésen Várhegyi Miklóst választották vezérigazgatóvá. Az eddigi elnök, Molnár Károly, az igazgatóság elnökhelyettese lett Lascsik Artilla mellett. Felpezsdült az *OTP* piaci is, több mint 750.000 darab részvény cserélt gazdát a négy hét alatt a 2.345-2.830 forintos sávban. A bankpapírok 2.395 forintért találtak gazdára az első üzletben, az utolsó tranzakcióban azonban már 2.720 forintot is megadtak érte. A 3.000 forintos lélektani határt is áttörte a *BorsodChem* árfolyama, igaz a záróár 2.985 forintos értéke csak 35 forinttal haladta meg a négy héttel azelőtti szintet. Az értéknövekedés hátterében minden bizonnyal a PVC piac kedvező helyzete mellett az is szerepet játszott, hogy a BC szeptember 9-én adás vételi szerződést kötött a Chemo-Trade Gesellschaft m.b.H. Ausztriával és a Chemol Rt.-vel mint eladókkal a Chemol Handelsgesellschaft m.b.H társaságban meglévő, összesen 100 százalékos tulajdonrészt megtestesítő üzletrészeik megvásárlásáról.

A megvásárolt társaság bécsi székhelyű és amennyiben megkap egy-egy egyrészt magyar, másrészt osztrák jogszabályok által megkívánt engedélyt, akkor a BorsodChem kizárólagos tulajdonú társaságként fogja annak külkereskedelmét lebonyolítani. A

## A Hetek és az adósságok

A Nemzetközi Valutaalap és a Világbank idei közgyűlését megelőzően tanácskozást tartottak a világ hét vezető ipari államának pénzügyminiszterei és jegybankelnökei a legszegényebb országok adóssághitelezéséről. A Hetek képviselői az eddiginél nagyobb támogatást ígértek azon program számára, amely a legszegényebb államok adósságainak kezelését hivatott szolgálni.

A résztvevők bejelentették, hogy a Hetek és a 18 kormányhitelezőt tömörítő Párizsi Klub többi tagországa támogatja azt a tervet, amely szerint az eddigi 67-ről 80 százalékra emelnék az adóssághitelezés legnagyobb mértékét az érintett államok számára. A Párizsi Klub tagjai közül több ország 90 százalékos adóssághitelezést szorgalmazott abból kiindulva, hogy a legszegényebbek némelyike számára még a 80 százalékos

plafon is kevés ahhoz, hogy gazdasága egyenesbe jöjjön. Ez a javaslat azonban nem kapta meg a kellő támogatást, így az IMF közgyűlése a „80 százalékos programot” hagyta jóvá. Ennek a forgatókönyve szerint az első lépcsőben a multilaterális pénzügyi intézmények – köztük a regionális fejlesztési bankok – döntenek követeléseik egy részének elengedéséről. Ezt követően a hitelező és az adós országok közötti két-oldalú megállapodások keretében engedik el az adósságok egy részét.

A Hetek pénzügyminiszterei és jegybankelnökei biztatónak ítélték a világ-gazdaság 1997. évi kilátásait. Elégedettségüket fejezték ki a jelenleg tapasztalható árfolyam-stabilitással kapcsolatban is. Egyúttal kifejezésre juttatták: fontosnak tartják, hogy a dollár továbbra is erős maradjon.

## Az IMF Szlovákiáról és Romániáról

A Nemzetközi Valutaalap éves jelentésében a szervezet kiemeli, hogy Pozsony ugyan már 1994-ben véghez vitte válságmegelőző programját, de a strukturális politika vonatott megfogalmazása, valamint a privatizációs módszerek váratlan megváltoztatása és a magánosítás lassulása késlelteti a haladást.

A pénzkínálat Szlovákiában a tervezettnél jobban növekedett. A Valutaalap szerint keményebb monetáris politikára van ahhoz szükség, hogy elkerülhető legyen a gazdaság túlfűtöttsége. A belső kereslet és a privatizációs kötvények inflációt gerjesztő hatásának ellensúlyozására az IMF a költségvetési kiadások mérséklését javasolja 1997-re. A Valutaalap magasra értékelte a központi bank erőfeszítéseit a korona stabilitásáért és a teljes konvertibilitás eléréseért. Az IMF szerint a kötött árfolyam nem okozott érezhető veszteséget a versenyképességben. Nehezményezi viszont az IMF, hogy a kormány megtartotta az importra kivett vámpótlékot.

1996 második negyedében a szlovák GDP 6,9 százalékkal bővült, az első negyedében a növekedés 7,3 százalékos volt. Augusztusban az infláció – éves szinten – 5,6 százalékos volt. A Reuter hírgyűlés szerint a folyó fizetési mérleg hiánya már félévkor bekerült az egész esztendőre tervezett 610-965 millió dolláros sávba. Ebben jelentős szerepet játszott, hogy a külkereskedelmi mérleg többletből deficitbe fordult. Júniusig a külföldi befektetések mindössze 808 millió dollárt értek el.

Romániával kapcsolatban az IMF jelentése megállapítja, hogy Bukarestnek nem sikerült liberalizálnia a valutakereskedelmet. A jövőbeli fejlődés legnagyobb akadályai a továbbra is veszteséges állami vállalatok. A Valutaalap arra sürgeti Romániát, hogy határozott intézkedésekkel mérsékelje költségvetési hiányát, a bérek emelkedését, gyorsítsa a magánosítást és nyírálja meg az állami vállalatok szubvencióit.

## Oroszország a hitelminősítési listán

Számottevően emelkedett az orosz adósságpapírok árfolyama Londonban, miután Oroszország a közelmúltban felke-

rült a három legnagyobb hitelminősítő intézmény listájára. Szakértők véleménye szerint az összehangolt lépés, illetve

a csaknem befektetői minősítés a közeljövőben várható első eurokötvénykibocsátást előzte meg. A londoni IBCA hitelminősítő ügynökség szerint Oroszország a spekulatív kategóriájú BB plusz helyezést érte el hosszú lejáratú, külföldi valutában fennálló kötelezettségei után.

Az amerikai Moody's Ba2-ben jelölte meg az Oroszországban kibocsátott hosszú lejáratú, külföldi valutában jegyzett állampapírok ország-kockázatát. Az ugyancsak amerikai Standard and Poor's a hosszú lejáratú, külföldi valutában fennálló adósságpapírra BB mínusz, a rövid lejáratúra B osztályzatot adott.

Szakértők szerint különösen az IBCA bánt nagyvonalúan az orosz adósságok minősítésével, míg a Moody's osztályzata kettővel, a Standard minősítése pedig hárommal maradt el a Moszkva által vágyott szinttől. Ezek a különbségek azonban nem zavarják a befektetőket, akik elsősorban azt értékelik, hogy ezzel végre megszűnt a bizonytalanság.

A magas spekulációs minősítések – amelyek így is jócskán elmaradnak a többi közép-európai ország osztályzatától – ugyanis azt jelzik, hogy Oroszország hajlandó visszafizetni adósságait. A hitelminősítő intézetek általában azzal indokolták a mérsékelt optimizmust sugárzó besorolásokat, hogy a jelenlegi kormány 1994 óta tartó szigorú pénzügyi és monetáris politikája kezdi meghozni gyümölcsseit.

Idén Oroszországban az infláció jelentősen mérséklődött, a költségvetési hiány pedig a bruttó hazai termék 7 százaléka-ra csökkent a négy évvel korábbi 40 százalékról.

A hitelminősítési rangsorra kerülés lehetővé teszi azon eurokötvény kibocsátását, amellyel Oroszország hamarosan megjelenik a nemzetközi kötvénypiacon. A történések háttérben pedig a Londoni Klubba tömörült magánhitelezőkkel kötött adósságátütemezési megállapodás áll. A magánhitelezők a 25,5 milliárd dolláros kereskedelmi adósságból 24 milliárdnyi átütemezéshez járultak hozzá.

# A járulékhátralékosok figyelmébe!

Ezúton is keressük azokat a hitel- és fizetőképes vállalatokat, amelyek szeretnének gyorsan és kedvezményesen megszabadulni járuléktartozásaiktól. Egy alkotmánybírósaági döntés megiltotta, hogy az Önök neve a sajtóban közzétételhez. De tiltja ezt az Önök iránti megbecsülésünk is, hiszen Önökben régi ügyfeleinket tisztelhetjük. Ha tönkremennének, ez nekünk fájna a legjobban. Ajánlatunk lényege egy olyan konstrukció, amely tartozásuk mintegy felétől megszabadítja társaságukat. Fogadják sikerdíjas ügynökeinket bizalommal.

A 47/1996. /X.4./ IKM számú rendelet szerint a földgáz és a villamos energia ára később meghatározandó időpontban emelkedik a 63/1995./XI.24./ IKM számú rendelet 1. számú mellékletében lévő „1996. október 1-jei hatállyal”, illetve „1996. október”-re utaló szövegrészek „1996. október utáni” szövegrészre változnak. Ebből következően az energiaszolgáltató részvények piaci ára még egy ideig a privatizációs ár 40-50 százalékának szintjén marad.

Tudvalevő az is, hogy a települési önkormányzatok rengeteg ilyen részvényt kaptak és még rengetegebbet fognak kapni kormányzatunk határozott fellépése következtében. Ez árfolyamukat még lejjebb viszi, hiszen az önkormányzatoknak likvid pénz kell. A Önök érdekében megragadjuk az alkalmat arra, hogy a települési önkormányzatoktól az energiarészvényeket felvásároljuk a jelenlegi árfolyam feletti néhány százalékkal. Ezúton felajánljuk Önöknek ezeket a részvényeket beszerzési áron, 50 százalékon.

Ahhoz, hogy az általunk megvett, majd Önöknek felkínált részvényeket cégük meg tudja venni, kedvezményes hitellel állunk rendelkezésre. A társadalombiztosítási önkormányzatokkal megállapodtunk abban, hogy ezeket a részvényeket átveszik Önöktől 100 százalékos árfolyamszinten. Ha tehát 50 millióért vett részvényt átadnak, 100 millió Ft adósságtól szabadulnak meg.

Ez egyértelműen növeli vagyونukat és vállalati eredményüket. Történik ez anélkül, hogy a társadalombiztosítás Önöknek egy fillért is elengedett volna, ezt a törvény ugyanis tiltja. Közreműködésükkel elkerülhetővé tesznek egy törvénytértést.

A társadalombiztosítás ugyanis a járulékköveteléseit csak könyvszerinti értéken tarthatja nyilván /járuléktartozás + késelelmi pótlék + bírság/, és ezt nem értékelheti le. Tőkekövetelést le nem engedhet. Ezt könyvszerinti érték alatt nem értékesítheti, névérték alatt részvényre nem cserélheti. A mi konstrukciónk biztosítja számvitelileg az egyenértékű cserét, a tb vagyónvesztésének elkerülését.

Tudjuk, hogy a két társadalombiztosítási ág ezekkel a részvényekkel egyelőre nem sokra megy. Neki inkább pénz kell. Ezért javasoltuk, hogy a nyugdíj- és az egészségbiztosítás a deficitjének csökkentése céljából a jegybanki alapkamattal egyező kamatozású, 3 éves futamidejű kötvényt bocsásson ki. Mivel érzékeljük, hogy ezekre a hazai kereslet csekély, azonnal felajánljuk ezeknek résziinktől való lejegyzését, megvételét.

Attól konzorciumunk nem fél, hogy a társadalombiztosítás a kötvényeket visszaváltani, a kamatot fizetni nem tudja, hiszen biztosítékul lekötjük a náluk levő részvényeket. Mihelyt eléri az energiaárak azt a szintet, ahol már megvan a 8 százalékos bevételarányos nyereség, az energiarészvények is névértékük kétszerese fölött stabilizálódnak. Világos, hogy az árfolyamnyereség nem nálunk fog jelentkezni, hanem az oly nehéz helyzetben lévő és a gazdálkodásért oly méltatlanul támadott társadalombiztosításnál. A mi feladatunk megkönnyíteni, hogy a cégek - leendő ügyfeleink - a járuléktartozásaiktól könnyebben megszabaduljanak, és hogy a két államháztartási alrendszer deficitje csökkenjen.

Ha pedig ez utóbbiak a részvényportfolió értékesítéséből származó bevételükből nem

tudnák nekünk a kamatokat utólag megfizetni és a kötvényeket visszaváltani, akkor hajlandók vagyunk fizetés fejében a részvényeket átvenni. Így minden kockázattól megszabadítjuk a társadalombiztosítási intézeteket. Önök pedig - pénzügyileg megerősödve - stabil járulékfizetőkké válnak.

Likviditási helyzetük a tartozás megfelelődése révén jelentősen javul; ezek mobilizálásával pótlólagos forráshoz jutnak - még a sikerdíjak levonása után is. Megkezdhetik végre szerkezet-átalakítási programjukat. Ha pedig Önök közül bárki is a privatizáció öröme elé néz, megnőnek esélyei, javul a privatizációs árfolyamuk. Amennyiben már részben vagy egészben privatizálva vannak, akkor e pénzügyi manőver révén tágul mozgásterük, szépiül piaci megítélésük. Ilyen alkalom csak egyszer adódik.

A konstrukció megvalósítása céljából hajlandók vagyunk az ÁPV Rt.-től ideiglenesen olyan részvényeket is átvenni, amelyeket csak 2-3 év múlva kíván értékesíteni. Hajlandók vagyunk az egy részvényre jutó eszközérték 50 százalékát megadni. Önök ezeket a részvényeket szintén 50 százalékon vennék meg tőlünk, majd 100 százalékon beszámítva átadnák járuléktartozás fejében a társadalombiztosításnak. Tőle az ÁPV Rt. a konzorciumunk által nyújtott hiteltől megvenné a részvényeket az eszközérték 50 százalékának megfelelő áron, s így az ÁPV Rt. ismét birtokon belül kerülne. Amikor az árfolyam emelkedik, az ÁPV Rt. elkezd a részvények értékesítését, abból törleszti a hitelt, és még neki, illetve a központi költségvetésnek is marad.

Kérjük sürgős jelentkezésüket, mivel a kedvezményes akciót még ebben az évben lezárjuk. Sietniük kell. Lehet ugyanis, hogy 1997 elején a körülmények az itt feltételezettetől eltérőek lesznek.

Pirity Ottó

## A közös jegybank előkészületei

1999. január elsején kezd majd meg működését a közös európai jegybank (ECB), amely – a kiszivárgott hírek szerint – igencsak emlékeztetni fog a német Bundesbankra.

Hírügynökségi értesülések szerint az ECB valószínűleg majd a Bundesbank mintájára alakítja ki állampapír-visszavásárlási rendszerét. A pénzügyi intézet kezében ez – vagyis a repo – lesz az első számú eszköz a pénzügyi kamatláb befolyásolására. Az árstabilitás elérése érdekében pedig leginkább a pénzkínálatot fogja ellenőrizni – szintén német mintára.

A tagállamoknak még nem sikerült megállapodniuk az egyik leglényegesebb kérdésben, a kötelező tartalék-előírások ügyében. A Bundesbank ezen a területen a többi európai jegybanktól meglehetősen eltérő gyakorlatot folytat: a tartalékráta alakításával szabályozza a pénzügyi piacon nyújtott hitelek mennyiségét. A többi jegybanknak erre nincsen lehetősége, előírásaik ugyanis ebben a vonatkozásban jobbra csak jelképesek.

A német bankok több éve azért lobbiznak, hogy az ECB-nek ne legyenek a Bundesbankéhoz hasonló kemény tartalékelhelyezési követelményei. A kamatmentes tartalékráta gyakorlata a brit jegybank szerint is banki különadónak tekinthető, és eltorzítja a széles értelemben vett pénztömeg alakulását, illetve az infláció közötti kapcsolatot.

További nézeteltérés forrása, hogy a Bundesbank kéthetes repót állapít meg a piaci likviditás szabályozására, a brit, a holland vagy a francia jegybank viszont naponta jelen van a piacon.

Wim Duisenberg, a holland központi bank elnöke – aki sokak véleménye szerint az ECB első vezetője lesz – szerint a vitás kérdések egy részében már csak azért is érdemes a német modellt követni, mert a Bundesbank az egyik legsikeresebb jegybank.

## Ukrajna és a külföldi befektetők

A magánosítás gyorsításával együtt Ukrajna növelni akarja azon cégek számát, amelyek külföldi befektetőknek adnak el részvényeikből. Miron Vaszilik, a privatizálásért felelős Állami Tulajdonalap vezető munkatársa szerint az intézmény eddig 208 vállalat számára keresett és keres külföldi befektetőket, de ezen cégek száma a jövőben növekedni fog. Érdeemes megjegyezni, hogy 1991, a függetlenség elnyerése óta Ukrajnában a külföldiek mindössze 1,5 milliárd dollárt fektettek be.

Ukrajnában a kis cégek magánosítása csaknem befejeződött. A következő lépés mintegy 8 ezer nagy- és középvállalat átalakítása részvénytársasággá, hogy azok részvényeket bocsáthassanak ki. Ezzel párhuzamosan a kormány növelni szándékozik a külföldi tőke részesedé-

sét a privatizált vállalatokban. Az Állami Tulajdonalap kérte a parlamenttől, érvénytelenítse a 6500 stratégiai vállalat közül 1250 olyan cég értékesítésének tilalmát, amely része volt a szovjet hadiipari komplexumnak.

Tervei szerint a kormány az idei év végéig befejezi a privatizációs kuponok kibocsátását, de a parlament a módszer folytatását kívánja. A kuponokra Ukrajna 52 millió lakosa jogosult, beleértve a gyerekeket is. A kuponok ára mintegy 250 dollár, és az 1997 közepéig privatizált vállalatok részvényei vásárolhatók értük. Az ukránok mintegy 80 százaléka váltotta ki eladható vagy együttműködést nem kizáró kuponját és 45 százalékuk már kezdett is részvényeket vásárolni.

Gonda György

# NÉPSZABADSÁG

## MELLÉKLETTELŐZETES

December 11-én ismét megjelenik

## ÚTON

című mellékletünk,

melyben elsősorban a téli közlekedésbiztonságról szólnak.

### A témakörök:

- autóvezetés télen, orvosteleológiai tanácsok
- 1996: a közúti beruházások éve
- milyen állapotban vannak útjaink
- baleseti statisztika
- autópályadíjak 1997-ben
- autóvásárlás részletre: év végi akció
- tankolási szokások: készpénz vagy kártya?
- gépjármű-felelősségbiztosítási lehetőségek
- téli gumik, hóláncok.

A melléklet szerkesztője: **Matyuc Péter**

Hirdetési ügyekben felvilágosítást ad

**Zsemba Mária** termékmenedzser

a 250-1680/195-ös és a 06 (30) 243-314-es telefonszámon.

## Kincstárjegy-aukciók

A diszkontkincstárjegy-hozamok hektikus mozgása ellenére további 0,2 százalékpontot veszített értékéből a kincstárjegy-kamatokat reprezentáló három hónapos mozgó átlag. A **DWIX** első héten regisztrált 22,83 százalékos szintről a periódus végére 22,63 százalékra süllyedt, ami még mindig magasabb, mint a 6 hónapos kincstárjegyek utolsó aukcióján kialakult átlaghozam.

Az **1 hónapos kincstárjegyek** aukciói folyamatos túlkereslet mellett zajlottak le, ami a hozamokban azonban nem éreztette hatását. Az átlagos kötvényegyenérték-hozam ugyanis, az első kibocsátást leszámítva fokozatosan emelkedett, így az időszak végére 22,29 százalékos szintet ért el. Az elfogadott ajánlatok szórása a maximális hozam emelkedésén, illetve a minimális hozam csökkenésén keresztül folyamatosan növekedett.

A **3 hónapos diszkontjegyek** elsődleges forgalomba hozatalait is élénk érdeklődés övezte, miközben az átlaghozam 22,56 százalékról 22,48 százalékra gyengült.

A **6 hónapos diszkontkincstárjegyek** aukcióin a kereslet közel a felére esett vissza, ami azonban az átlagos kötvényegyenérték-hozam alakulásában nem mutatkozott meg. Az első aukción 14 milliárdnyi állampapír lett kibocsátva átlagosan 22,62 százalékos hozamszint mellett, míg a második alkalommal 12 milliárd forintnyit dobott piacra az ÁKK 22,59 százalékos hozamszinten.

A közel kétszeres túlkereslet mellett megrendezett **12 hónapos kincstárjegy-aukciók** az átlaghozam emelkedését hozták magukkal, 0,05 százalékpontos erősödés eredményeképpen 22,77 százalékra növekedett az átlagos kötvényegyenérték-hozam. A

maximális, illetve minimális hozamszint változatlansága miatt az elfogadott ajánlatok szórása sem változott meg.

## Államkötvények

Sikeresen zárultak le a vizsgált periódusban rendezett államkötvény-aukciók, az 1998/K jelűt hatszorosan, az 1999/D jelűt pedig hétszeresen jegyezték túl a biztos hozamra vágyó befektetők. A hatalmas túlkeresletben az is szerepet játszott, hogy az Államadósság-kezelő Központ (ÁKK) az eredetileg kibocsátásra szánt mennyiséget a kincstári egységesített számla likviditási helyzete miatt csökkentette. A 21 százalék fix kamatozású 1999/D megszabott minimális aukciós árfolyama 97,39 százalék volt, ehhez képest azonban a minimális, illetve átlagos eladási ár 98,81 százalék lett, ami 22,73 százalékos hozamnak felel meg. Az 1998/K átlagos eladási árfolyama 99,67 százalék lett, amely 22,85 százalékos hozamot takar, ami nem sokkal maradt el az október 10-i aukciós átlagos kötvényegyenérték-hozamtól. Ezúttal egyik aukciót sem követi jegyzés, bár az utóbbi egy évben nagymértékben csökkentek a hozamok, így a fix kamatozású papírok nagy keresletre számíthatnak. Az ÁKK új 5 éves fix kamatozású állampapír szerepel, mivel a korábban jegyzésre felkínált változó kamatozású papírok (2003/F) nem arattak túl nagy sikert.

## Részvénypiac

A Budapesti Értéktőzsde teljesítményét két, élesen eltérő szakaszra lehet bontani. A vizsgált periódus első felében az árfolyamok meredeken emelkedtek, nagyrészt az általános világpiacon eufóriának köszönhetően, majd az utolsó héten, a nagymértékű korrekció hatására a nyitósint alá estek vissza. A tőzsde hivatalos indexe,

a **BUX** a 3.571,80 pontos nyitósint-ről a történelmi rekordnak számító 3.728,58 pontos magasságba erősödött, ahonnan a periódus végére 3.546,02 pontra esett vissza.

Az árfolyamokkal párhuzamosan a forgalom is növekedett, minden biztonnyal a profit-taker-eknek köszönhetően, a **jegyzett kategória** részvényeire négy hét alatt több, mint 20 milliárd forint értékben születtek üzletek. A legkeresettebb értékpapírnak a **Mol** részvénye bizonyult, amelyből közel 5 milliárdnyi cserélt gazdát a göröső alá vett időszakban folyamatosan emelkedő árfolyamok mellett. A olajipari óriás részvényei 1.575 forinton búcsúztak a parkettől, szemben az első tranzakcióban kialakult 1.500 forintos kurzussal, de az általános hossz közepette 1.850 forint is születtek üzletek a papírra. Az eddig csak a piaci szakértők véleménye volt, most már azonban biztos, hogy az ÁPV Rt. tulajdonában lévő, ám hosszú távon értékesítésre szánt Mol részvények ki-bocsátására csak 1997-ben kerül sor. Hasonló érdeklődés övezte a **Richter** piacát is, ahol 3,8 milliárdnyi papír talált új gazdára. A kőbányai társaság részvényei 8.250 forinton nyitották a kereskedést, amit csak 10 forinttal szárnyalt túl a záróár, ám 8.650 forint is kötöttek üzleteket, ami a befektetői bizalmat jelezte a háromnegyedéves jelentés közzététele előtt. A **TVK** kurzusa is hasonlóan viselkedett, a nyitóár és a záróár közötti 5 forintos különbség nem árul el sokat az árfolyam-alakulásról. A periódus közepén a rekordnak számító 1.420 forintos áron jöttek létre tranzakciók. A kategória másik nagy vegyipari társaságának, a **BorsodChem** részvényeiből az időszak folyamán bocsátott ki 1,2 millió darabot az ÁPV Rt. igen kedvező árfolyamon. A kazincbarcikai társaság részvényei a túlkereslet hatására 2.900 forintról 3.145 forintig erősödtek. Az értéknövekedés hátterében minden biztonnyal a PVC piac kedvező helyzete mellett az is sze-

## A finn márka és az ERM

Az Európai Unió monetáris bizottságának döntése értelmében a finn márkát felvették az EU monetáris rendszerének (EMS) árfolyam-mechanizmusába (ERM). Szakértők véleménye szerint a döntés valószínűsíti, hogy 1999 elejétől Finnország ott lesz a közös pénzt használó EU-államok első csoportjában.

A több mint másfél éve EU-tag Finnország nemzeti valutájának középfolyamát a brüsszeli monetáris bizottság az ECU-höz 5,80661, a német márkához pedig 3,0400 finn márkában jelölte meg. Az ERM-ben résztvevő többi valutához képest a finn márka árfolyama 15 százalékos sávon belül lebeghet. Ennek ellenére az északi ország központi bankjának elhatározott szándéka, hogy a finn

márka kereskedelmét még szűkebb sávban tartsa. Az Európai Unió vezető tisztviselőinek véleménye szerint a döntés a közös európai valuta megvalósulása felé tett újabb jelentős lépésnek tekinthető. A finn kormány nyilatkozata szerint az ERM-ben való részvétellel a kabinet garantálni akarja, hogy Finnország teljesíteni fogja a gazdasági és monetáris unió (EMU) harmadik szakaszával kapcsolatos konvergencia-feltételeket.

A monetáris bizottság döntése elismerést jelent a válságból kikerült finn gazdaság számára is. A talpra állásra azután került sor, hogy a finn gazdaságot éven át igen kedvezőtlenül érintette a legfontosabb exportpiacnak számító Szovjetunió összeomlása.

## EU-költségvetés 1997-re

Az Európai Parlament megszavazta az Európai Unió jövő évi költségvetését. Eszerint a 15 tagú országcsoport 1997-ben összesen 89,2 milliárd ECU-vel (111,6 milliárd dollár) gazdálkodhat. A kelet-közép-európai országok támogatására – a PHARE-program keretében – jövőre az EU mintegy 1,6 milliárd dolláros keretösszeg felett rendelkezhet.

Az Európai Unió jövő évi költségvetése 51,1 milliárd dollárt szán a közös mezőgazdasági politikára, 35,8 milliárd dollárt a regionális és szociális politikára. A kutatást, a transzeurópai közlekedési hálózat fejlesztését és egyéb programokat a költségvetés 4,3 milliárd dollárral támogatja. A külpolitikával összefüggő kiadások 6,88, a saját működési költségek 5,35 milliárd dollárra rúgnak. Az 1995-ben csatlakozott országok különtámogatására 2,65 milliárd dollár jut, tartaléknak pedig a tervek szerint 1,44 milliárd dol-

lárt különítenek el. Az Európai Parlament több mint 900 millió dollárt tödött a brüsszeli bizottság által javasolt költségvetéshez, amely a pénzügyminiszterek ajánlása alapján készült. A testület csaknem tízszeresére, 21,9 millió dollárra emelte a családok elleni belső harcra szánt pénzt, megnyirbálta viszont a bizottsági tagok javasolt juttatását, összesen mintegy egymillió dollárral.

Az Európai Parlament október végén befagyasztotta a Törökország támogatására szánt nagyszabású segély folyósítását. A döntés értelmében az unió Törökország esetében csak azokat a terveket finanszírozhatja, amelyek a demokrácia megerősödését és az emberi jogok helyzetének javítását segítik elő. Törökország 1996 és 2000 között összesen 375 millió ECU-s támogatásra számíthatott volna, amely az EU-val kötött vámunió megvalósítását segítette volna elő.

## Lengyel részvénytársaság

Hosszú tárgyalások után sikerült hat lengyel nemzeti befektetési alaphoz megállapodnia a portfóliójukban szereplő vállalati részvények cseréjéről. A csereprogram azt a célt szolgálja, hogy nagyobb részesedések kerüljenek az egyes alapok tulajdonába. A befektetési alapok megállapodása nyomán csökken a port-

foliójukban szereplő vállalatok száma, és a csereügylet a jobb kezelhetőséget is szolgálja. A megegyezés értelmében a résztvevő befektetési alapok 170 cég 2 százalékos részvényeit adják be egy közös kosárba. Ezt követően 9 százalékra növelik az egyes vállalatok részvényeit, amelyeket az alapok között az első kör-

ben sorsolással újraosztanak. A további körökben változtatják a sorrendet, s így garantálják az alapok egyenlő esélyeit.

A lengyelországi tömeges privatizációban 512 vállalat 60 százalékos részesedését osztották fel 15 nemzeti befektetési alap között. Minden alaphoz 33 százalékos ellenőrző részvénycsomagja van 34 különböző cégben, a többi vállalatból azonban 2 százaléknál is alacsonyabb részesedést kapott. Augusztusban 15 nemzeti befektetési alap közül 12 állapotodott meg elviekben a részvénycsere végrehajtásáról. Ezt az indokolta, hogy az egy-egy alap portfóliójában szereplő közel ötszáz vállalat felügyelete lehetetlennek bizonyult.

Időközben azonban a megállapodásban résztvevők száma annyira apadt, hogy kérdésessé vált a részvénycsere létrejötte. Az alapok húzódozása mögött az állt, hogy a lengyel törvények csak a kormánytól kapott értékpapírok értékesítésekor biztosítanak adómentességet. Az alapok attól tartottak, hogy az elcsereült részvények későbbi eladásakor már 40 százalékos adót kell majd fizetniük.

## Izraeli költségvetés

Az izraeli pénzügyminisztérium államtitkára a jövő évi költségvetési terv parlamentre betherjesztésekor kijelentette, hogy a kormány nem engedheti meg magának, hogy a tervezett 4,9 milliárd sékellel kevesebbet faragjon le a jövő évi kiadásokból. A Reuter hírügynökség szerint Benjamin Netanjahu miniszterelnök nemrégiben nagyobb csökkentést is kilátásba helyezett. Meridor pénzügyminiszter szerint további lefaragások kerül sor a jövő évi költségvetés kiadási oldalán, ha a kormány idei bevételei 1 milliárd sékellel elmaradnak a tervezettől.

A 190,8 milliárd sékellel számoló 1997. évi költségvetési tervezetről október végén kezdett vitát a parlament, s a büdzsét legkésőbb az év utolsó napján kell elfogadnia. A költségvetés-tervezet nemcsak a parlamentben, hanem a kormányon belül is ellenállásba ütközik. Sokan kifogásolják, hogy a leginkább szegény rétegeket sújtja.

A tervezet szerint a költségvetés hiánya a GDP 2,8 százalékával lenne egyenlő. ☞



A pénzügyminisztériumi államtitkár szerint ennél nagyobb arányú hiány esetén nem teljesíthetők a kitűzött gazdasági célok. Véleménye szerint a tervezet kalkulációit a GDP jövő évi 4 százalékos bővülésére alapozták, ami 0,2 százalékkal lenne magasabb az ideinél. Ugyanakkor számottevően elmarad attól a 6-7

százalékos növekedési ütemtől, amely évtizedünk első felében volt jellemző Izraelben. A tervezet az adókból származó bevételek 6 százalékos reálnövekedésével számol. A költségvetés bevételi oldalának bizonytalansági tényezője, hogy 4,3 milliárd sékeles privatizációs bevétellel kalkulál.

## Javulhat a cégek minősítése

1999 után az egységes európai valutához csatlakozó tagországok vállalatai akár saját anyaországukénál is kedvezőbb besorolást kaphatnak a nemzetközi hitelminősítő cégektől. A Financial Times elemzése szerint jelenleg az egyik vezető hitelminősítő, a Standard and Poor's azt az elvet követi, hogy egy vállalat semmiképpen sem kaphat kedvezőbb besorolást, mint anyaországa. Az Európai Monetáris Unió (EMU) megvalósulása után azonban a különlegesen megbízható adósnak bizonyuló, jelentős tőkeerővel rendelkező cégek akár saját kormányuknál is kedvezőbb besorolást kaphatnak. Különösen akkor, ha az utóbbi pénzügyi helyzete gyenge. Ez a szabály lesz érvényes az önkormányzatok-ra is. Ilyen eljárásra már van példa, Kanada gyengébb minősítésben részesült, mint bizonyos városai.

A Standard and Poor's azt tervezi, hogy a monetáris uniónak AAA besorolást, azaz a létező legjobb minősítést adja majd.

Az EMU-ban résztvevő országok viszont nem automatikusan kapják majd meg ezt a besorolást. Az EU-országok kormányai azonban várhatóan kedvezően fogadják majd a változást, mivel igazolja sok erőfeszítést igénylő kísérleteiket, hogy bebizonyítsák a piacoknak az EMU életképességét.

A Standard and Poor's jelenleg külön osztályozza az EU tagországainak belső és külföldi adósságát. A belső adósság vonatkozásában mind a 15 állam AAA besorolásban részesült, a külföldi tekintetében azonban például Spanyolország csak AA-ja, Finnországnak pedig mindössze AA mínusza van. Ennek az oka, hogy a külföldi adósságállományba a hazai vállalatok külföldi valutában felvett hitelei is beleszámítanak. A Standard and Poor's úgy tervezi, hogy fenntartja ezt a gyakorlatot, a másik vezető minősítő intézet, a Moody's pedig a tervek szerint eseti alapon dönt majd.

## Spanyolországi privatizáció

A tervek szerint a következő tizenkét hónapban számottevően felgyorsul a privatizáció Spanyolországban. A kormány a magánosítás újabb hullámából 8 milliárd dollár bevételre számít. A privatizációs fellendüléssel párhuzamosan várhatóan sor kerül több veszteséges állami vállalat átszervezésére, illetve végleges bezárására is. A gyorsításra szakértők szerint azért került sor, mert a spanyol kormány minél több bevétellelhez szeretne jutni az egységes európai valuta 1999-re tervezett bevezetése előtt.

Jól jelzi az újabb privatizációs hullám dinamizmusát, hogy korábban a magánosításból származó bevételek egyetlen esztendőben sem haladták meg a négy- milliárd dollárt. A legnagyobb „falatnak” az Endesa villamosművek magánosítása

ígérkezik. A tervek szerint a kormány három év alatt értékesíti az Endesában lévő 63 százalékos tulajdoni hányadát. Számítások szerint csak ez az ügylet 9,3 milliárd dollár bevételt hoz majd három év alatt a kincstár számára.

Az újabb privatizációs program még az idei esztendő vége előtt beindul: az állam először a Gas Natural földgázimportőr és -forgalmazó cégben megmaradt 3,8 százalékos tulajdoni hányadát értékesíti. Ezután kerül majd sor a Telefonica állami távközlési óriáscég teljes magánosítására. A vállalatban az állam még 21 százalékos részesedéssel rendelkezik. A Telefonica piaci értéke mintegy 3,4 milliárd dollár.

A jövő év első felében fejeződik be a

Gas Natural kőolaj-, gáz- és vegyipari óriáscég magánosítása. A vállalatban az állami részesedés mértéke ma már csak 10 százalék, ez mintegy egymilliárd dolláros privatizációs bevételt jelent a számítások szerint.

Az újabb privatizációs hullámból származó bevételek az ipari minisztérium felügyelete alatt álló alapba kerülnek, s ezzel befejeződik az állami cégek különböző alapokból történő finanszírozása. 1989 és 1996 között az állami vállalatok finanszírozására a különböző pénzügyi alapokból több mint 70 milliárd dollárt fordítottak Spanyolországban.

## Dél-Korea az OECD-ben

A párizsi székhelyű Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD) miniszteri tanácsa októberben elfogadta Dél-Korea felvételi kérelmét. Az ázsiai ország a gazdasági szervezet 29. tagállama.

Dél-Korea – amely Japán után immár második ázsiai tagja a szervezetnek – 1995 márciusában kérte felvételét az OECD-be. A tagságot másfél éves tárgyalássorozat után nyerte el Szöul. A felvételi tárgyalásokon sok vita folyt a dél-koreai gazdaság liberalizálásáról. Ismeretes, hogy ez a tagság egyik legfontosabb követelménye. Szöul ígéretet tett a gazdaságliberalizálási folyamat továbbvitelére, illetve pénzügyi piacainak megnyitására.

Hírügynökségi jelentések szerint az OECD-tagsággal kapcsolatos régen várt döntés egyidejűleg örömet és aggodalmat váltott ki a dél-koreaiakból. A felvétel egyrészt az évtizedek alatt elért gazdasági teljesítmény elismerésének tekintik, ami továbbviszi az országot a reformok és a nemzetközi gazdasági hatalommá válás útján.

Másrészt a közzétett közgazdászok egy része korának tartja a csatlakozást, elsősorban az ország jelenlegi gazdasági problémái miatt. Dél-Koreában az év első nyolc hónapjában a folyó fizetési mérleg hiánya 15,2 milliárd dollár volt. Az előrejelzések szerint a GDP a tavalyi 9,5 százalékkal szemben idén 7 százalékkal fog majd növekedni.

Gonda György

## Prognózisok Kelet-Európáról

A bécsi WIIW gazdaságkutató intézet legújabb tanulmánya szerint térségünk országainak gazdasága közép- és hosszú távon évente átlagosan 3 százalékkal gyorsabban növekszik majd az Európai Unió tagállamainál.

Az intézet által vizsgált tíz kelet-európai országban a GDP növekedése tartósan 5 százalék körül alakul majd, míg az EU tagállamaiban csak 2 százalékos bővülésre lehet számítani. Térségünk érintett országai között azonban jelentős különbségek vannak: Magyarországon például az átlagosnál kisebb lesz a gazdasági növekedés, Bulgáriában pedig csökkenni fog a GDP. A reformországokban évi 8-10 százalékkal növekszik a termelékenység, a bérek azonban nem emelkednek ilyen mértékben. Így továbbra is arra lehet számítani, hogy a kelet-európai országok az alacsony bérszint miatt jelentős versenyt támasztanak a nyugati termelőknek. Magyarországon, Csehországban és Lengyelországban a havi átlagkereset jelenleg 300 dollár körül alakul, Szlovéniában viszont ennek kétszerese.

A bécsi intézet kutatói szerint a kelet-európai országok döntő többségében sikeresen alakították át az ipar szerkezetét, ugyanis az export 50-70 százaléka az

EU-országokba irányul. Az EU-ba irányuló kivitel döntő hányada alapanyag és félkésztermék, a gépipari termékek részesedése a kivitelben alacsony.

Az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank (EBRD) jelentése szerint a kelet-európai gazdaságok növekedési üteme 1996-ban valamelyest lassul, de a következő években tartós erősödés várható. Az 1995. évi 5,2 százalék után idén átlagosan 4 százalék körül nő a kelet-európai és a balti államok GDP-je. Ez elsősorban annak a következménye, hogy idén a nyugat-európai exportpiacok gyengélkednek, de szerepet játszik a visszaesésben az egyes kormányok által folytatott szigorú fiskális politika is. Az EBRD az évtized hátralévő éveire 4-5 százalékos növekedést prognosztizál esztendőnként.

Az EBRD jelentése rámutat, hogy a tevékenységi körébe tartozó 26 ország túlnyomó többségében csökkent az infláció, csak Albániában, Bulgáriában és Romániában tapasztalható ezzel ellentétes folyamat. Az érintett országok többségének külkereskedelmi mérlege romlott részben a belföldi beruházások és a fogyasztás erősödése miatt, részben pedig a nyugat-európai kereslet gyengülése miatt.

hozzájárulásként. A többi a közigazgatás kiépítését és fenntartását szolgálta. A versenyképesség kiadásainak nagyobb része szintén fogyasztási jellegű volt. 1994-ig szociálpolitikai és munkaügyi programokra 11,5, a szociális intézmények finanszírozására pedig 6,7 milliárd márkát fordítottak.

A növekedés szempontjából a hiteleknek kedvező szerepük volt, míg a költségvetési finanszírozás hatása az egész gazdaságra hátrányos volt. A transzferek nyomán a GDP 1990-91-ben 0,5 százalékkal növekedett, a foglalkoztatottak száma pedig hatvanezerrel. Az infláció üteme 0,7 százalékkal, az államháztartás hiánya mintegy évi 45 milliárd márkával lett több az újraegyesítés utáni transzferek következtében, mint egyébként lett volna.

## Szabadabb tőke mozgás

Az OECD-tagsággal vállalt kötelezettségekkel összhangban a jövő év elejétől tovább liberalizálják a tőke mozgást Lengyelországban. A pénzügyminisztérium általános engedélye csaknem minden korlátozást felold a cégek és az egyéni befektetők OECD-tagországokban eszközölt értékpapír-vásárlása terén. A vállalatok és a magánszemélyek ilyen befektetéseket erre feljogosított brókerirodák közvetítésével végezhetnek.

Megváltoznak a jövő év elején a külföldi vállalatok lengyel pénzügyi kölcsönfelvételével kapcsolatos rendelkezések is. A külföldi cégek az új szabályozás értelmében Lengyelországban eladhatják az OECD-tagországokban bejegyzett befektetési alapoknál szerzett részesedéseiket, valamint olyan társaságok részvényeit, amelyek anyaországával Lengyelország szerződést írt alá a befektetések támogatásáról és kölcsönös védelméről. Ezen tranzakciók felső határa évente 200 millió ECU. Jövőre ezt az értékhatárt 300, 1998-ban pedig már 400 millió ECU-re emelik. Idén a megállapított limitet nem használták ki, egyetlen külföldi társaság sem bocsátott ki értékpapírt a lengyel piacon.

Gonda György

## A német egyesítés ára

Az 1991-ben előrejelzettnek a kétszeresébe – évi 200 milliárd márkába – került eddig Németország újraegyesítése a nyugatnémet közületeknek, a társadalombiztosítási rendszernek, valamint a vagyoni ügynökségnek. Erre a megállapításra jutottak az essenai RWI gazdaságkutató intézet szakértői. Öt esztendő alatt a nettó jövedelemátcsoportosítás 986 milliárd márka volt, ami a nyugati tartományok GDP-jének évente mintegy 7,3, a teljes német bruttó hazai terméknek pedig 5,1 százaléka. Ez azt jelenti, hogy a nyugatnémetek fejeként évi 3000 márkával segítették a keletieket. A régi szövetségi köztársaságban az évi szubvenciók összege 120 milliárd márka volt.

A pénzügyi segélyek eleinte főleg hitelek formájában áramlottak Németország keleti tartományaiiba. Később viszont megnövekedett a többlet-adóbevételek szerepe a segélyezésben. A transzfernek összességében mintegy 43 százalékát adók és más elvonások, 15 százalékát kiadáscsökkentések finanszírozták, a maradék – a teljes összeg 42 százaléka – hitelekből jött össze. A pénzátutalások egyhatoda munkanélküli segély vagy nyugdíj volt 1991 és 1995 vége között.

A segélyek 70 százalékát fogyasztásra fordították. Ennek egyötöde a keletnémet társadalombiztosítás hiányát pótolta, elsősorban a munkanélküli segélyhez való

## Részvénypiac

A Budapesti Értéktőzsde részvény-szekciója a vizsgált időszak első harmadában bekövetkezett szárnyalást hasonló mértékű visszaesés követte, amelynek eredményeképpen a BUX a nyitáskor regisztrált 3.517,39 pont-ról 3.490,44 pontra esett vissza. A periódus utolsó hetében tapasztalt nagymértékű erősödés az indexet újra a 3.620 pontos magasság fölé emelte.

A **jegyzett kategória** legkeresettebb részvényének a periódusban a **Rich-ter** számított, amelyből több, mint 6,3 milliárdnyi kelt el a négy hét alatt miközben az árfolyam - a háromnegyedéves gyorsjelentés hatására - 8.200 forintról 8.475 forintra erősödött. Nagy volumenben kereskedtek a brókerek a **Mol** papírjaival is, amely az első tranzakcióban regisztrált 1.555 forintos árfolyamról 1.755 forintra emelkedett, bár üzletek születtek 1.840 forinton is. Ennek hátterében a héten nyilvánosságra hozott háromnegyed éves gyorsjelentés állt, amely a gazdálkodás pozitív irányú változásairól adott számot. A társaságnak az eddigi évekből már ismert szezonális hatások ellenére most először sikerült a harmadik negyedévben is a nemzetközi számviteli szabályok szerint közel 1 milliárdos nyereséget termelni a társult vállalkozásokkal együtt. Az 1 milliárdos összeg ugyan nem tűnik soknak a Mol méreteihez, illetve a többi negyedévhez viszonyítva, ám ha a gáztárolások kedvezőtlen hatását is figyelembe vesszük már nem tűnik rossznak. A kilencedik hónap végére ugyanis már szinte a teljes tárolókapacitás fel van töltve a télre, az eladások ugyanakkor még a nyári, alacsony szinten vannak, aminek következtében a finanszírozási terhek erre a három hónapra összpontosulnak. A forgóeszköz finanszírozást jelentősen könnyítette a TVK-tól befolyt 3,5 milliárdos összeg, amely már a második negyed-

évben befolyt és így csökkentette a pénzügyi veszteségeket is. Pozitív hatása volt az eredményre, hogy a hazai gázkitermelés csökkenése a vártnál alacsonyabb volt. (Az idei év 3,43 milliárd tonnás kitermelése meg is haladta a tavalyi év első kilenc hónapjának 3,33 milliárdos teljesítményét.) Az egész évi kitermelés valószínűleg nem éri majd el a tavalyi szintet, a csökkenés mértéke azonban 10 százalékkal maradhat, így az ebből a tevékenységből származó nyereség ellensúlyozhatja a földgázimporton továbbra is keletkező veszteséget. A kőolaj-értékesítés is jobb eredményt hozott az előirányozottnál, mivel a nemzetközi piacokon történt áremelkedést a fogyasztókra tudta áthárítani a társaság, amellyel párhuzamosan az árrés is emelkedett. A vizsgált időszakban a konszolidáció is javította az eredményességet, különösen a közel 60 százalékkal Mol-tulajdonban lévő Nitrogénművek Rt.-nek köszönhetően.

A bevételoldalon tapasztalható trend viszont nem mutatkozik meg a költségek tekintetében. A járadékok közül a bányajáradék összege a legmagasabb, hiszen az értékesítési árak emelkedése folytán a tavalyi 9,2 milliárdról 11 milliárdra duzzadt. Az adók közül az útalap-hozzájárulás és a környezetvédelmi termékdíj, illetve a Kőolaj és Kőolajtermék Készletező Szövetségnek fizetett díj emelkedése jelentős. A személyi kiadások a 3,7 százalékos létszámleépítés ellenére 32,2 százalékkal emelkedtek, ami meghaladja az infláció ütemét is.

Az idei év hátralévő részében várható még egy adózás előtt mintegy 2 milliárdos tétel, ami a korábbi alacsonyabb olajárak idején kötött határidős fedezeti ügylet eredménye. Ez szintén a pénzügyi eredményt javítja majd. Az 1996-os év így jelenleg a vártnál pozitívabbnak tűnik, leszámítva persze az októberi áremelések elmaradásának negatív hatását. Több, mint 2 millió darab **TVK** részvény

cserélt gazdát a négy hét során 1.360 forintról 1.380 forintra növekvő kurzus mellett. Az emelkedés hátterében két dolog állt. Egyrészt a magyar számviteli szabályok szerint 8,66 milliárd, az IAS szerint összeállított mérleg és eredménykimutatás szerint pedig 8,28 milliárdos, adózás és rendkívüli tételek előtti eredményt mutatott. A rossznak éppen nem mondható eredmények ellenére a tőzsdén bebetonozódtak az árak, sőt némi csökkenés is tapasztalható volt. Amint azt a társaság vezérigazgató-helyetese elmondta, a jelentős terv-túlteljesítés annak köszönhető, hogy az olefin világpiaci ára kismértékben növekedett, sőt az eredmény még jobb is lehetett volna, ha nem emelkedtek volna a világpiaci olajárak. A belső értékesítés a terveknek megfelelően a tavalyi 48 százalékról 53 százalékra erősödött. Másrészt információk röppentek fel arra vonatkozóan, hogy a tiszaujvárosi önkormányzat a tőzsdén kívül értékesítette 10,5 százalékos részesedését, így a 2,6 millió darab részvény nem fogja a tőzsdei árakat lenyomni.

Egyes hírek szerint az ügylet keretében a csomag túlnyomó része a Bankár-csoporthoz közel álló befektetőknél kötött ki. A tranzakció pontos paramétereiről ugyan nem tudni semmi pontosat, az azonban biztos, hogy az árfolyam meghaladta a tőzsdei árat, egyes szakértők szerint az 1.450 forintos szintet is elérhette. Ezzel az árral kalkulálva a teljes vételár a 3,7 milliárd forintot is meghaladhatta, ami minden bizonnyal a remekül gazdálkodó Bankár Kft.-nek is komoly gondokat okozhatott, egyes források szerint a finanszírozásban a TVK partnerének számító Postabank is szerepet kapott. Nem zárható ki elméletben, hogy a TVK papírok végül is a Bankár Kft. által kezelt kockázati tőkealapba kerülnek. Az 50 millió dollár felett rendelkező Hungarian Capital Fund Limited - amelynek legnagyobb tulajdonosai az EBRD 34, a Citibank London N. A. 20, és az Abu