

## Külföldi tőke Lengyelországban

Andrzej Kaczmarek, a Külföldi Beruházások Állami Ügynöksége (PAIZ) elnökhelyettese szerint 1996 első felében 2 milliárd dollár külföldi működő tőke érkezett Lengyelországba. Ezzel az 1990 óta az országban befektetett külföldi tőke összege 8,8 milliárd dollárra emelkedett. A várakozások szerint a második félévben újabb kétmilliárd dollár külföldi tőke kerül befektetésre az országban.

A PAIZ általában az egymillió dollárnál nagyobb összegű külföldi befektetéseket tartja nyilván. A Központi Tervezési Hivatal szerint az úgynevezett kis tőke (vagyis az egymillió dollárnál kisebb befektetések) értéke a 2 milliárd dollárt is elérheti.

A külföldi befektetők Lengyelországban elsősorban a távközlés és a villamosenergia-ipar iránt mutatnak megkülönböztetett érdeklődést. A külföldi invesztíciók szorosan összefüggenek a magánosítással. Erre utal Magyarország és Csehország példája, hiszen mindkét országban a külföldi szakmai befektetők jelentős tőkét investáltak a távközlésbe.

A nemzetközi statisztikák tanúsága szerint 1990 óta térségünkben a legtöbb külföldi működő tőke Magyarországra érkezett, a második helyen Csehország, a harmadikon pedig Lengyelország áll. Több nyugati gazdaságkutató intézet véleménye szerint az ezredfordulóig a legtöbb külföldi működő tőke Lengyelországba áramlik majd be, ezt követi Csehország, majd Magyarország. Az ezredfordulón a várakozások szerint továbbra is Magyarország vezet majd a sort a beáramlott külföldi működő tőke nagyságrendje tekintetében. Ugyanez vonatkozik az egy főre jutó külföldi befektetési nagyságára is.

A londoni és New York-i tőzsdén is jegyzett cég a világ hatodik és Olaszország legnagyobb tőzsdén jegyzett olajipari vállalatává vált. A statisztikák tanúsága szerint Olaszország eddigi legnagyobb tőzsdéi bevezetése során a különböző befektetési alapok és szervezetek összesen 400 millió, a kisbefektetők pedig 700 millió darab részvényt vásároltak.

## Moldova és a nemzetközi tőkepiacok

Moldova kormánya úgy tervezi, hogy a függetlenség 1991-ben történt elnyerése óta első ízben hamarosan kilép a nemzetközi tőkepiacra. A feltörekvő piacok iránti nemzetközi érdeklődést kihasználva, az ország 25 millió dollár értékben szándékozik kötvényeket kibocsátani amerikai, európai és ázsiai befektetők számára.

Valeriu Chitan pénzügyminiszter vezetésével tárgyalások folynak a nemzetközi hitelminősítő intézetekkel annak érdekében, hogy azok mihamarabb elkészítsék az ország kockázati besorolását. Nem kizárt, hogy a tervezett 25 millió dolláros kibocsátást – viszonylag kedvező országkockázati minősítés esetében – 50 millióra emelik 1997 első felében. A moldovai kormány a Merrill Lynchet kérte fel a tervezett kibocsátások menedzselésére. A volt Szovjetunió utódállamai közül Oroszország és Lettország kapott csak eddig nemzetközi befektetői

minősítést, s hamarosan Kazahsztán is felkerül erre a listára. A 4,4 millió lakosú Moldova népsűrűsége Európában a legnagyobb. Sikertült stabilizálnia a gazdaságot az elmúlt két esztendőben, a Szovjetunió széthullása és a KGST összeomlása okozta gazdasági sokk kedvezőtlen hatásai múltfélben vannak. 1993-ban még több mint 200 százalékos inflációt regisztráltak, a pénzromlás idén decemberben várhatóan nem haladja meg a 16-17 százalékot. A bruttó hazai termék – amelyhez a mezőgazdaság 43 százalékkal járul hozzá – a tervek szerint idén 1-2 százalékkal növekszik, s az előrejelzések szerint mind idén, mind pedig 1998-ban a GDP 6-7 százalékkal bővül majd. A majdani befektetőknek Moldova esetében számottevő politikai kockázattal kell számolniuk, ugyanis nem megoldott a Dnyeszteren túli területek helyzete. Ezekben a régiókban még orosz csapatok állomásoznak.

## Tőzsdén az ENI

Sikeresen mutatkozott be a milánói tőzsdén a korábban még teljes állami tulajdonban lévő olasz energetikai óriásvállalat, az ENI. Az ENI tőzsdéi bevezetésével lezárult Itália eddigi legnagyobb méretű magánosítása. Az ENI tőzsdéi be-

vezetése 1995 novemberében vette kezdetét, amikor a cég 15 százaléka került kereskedelmi forgalomba. A második szakaszban a kincstár eredetileg csak 700 millió darab részvény bevezetését tervezte, a rendkívül nagy érdeklődésre való tekintettel azonban jócskán megemelték a részvények darabszámát.

A végső ajánlatot a kincstár az utolsó pillanatig nem hozta nyilvánosságra azért, hogy a hosszú távon gondolkodó magánbefektetők aránya a vásárlásnál minél nagyobb legyen. A kincstári stratégia eredményesnek bizonyult, s a második szakaszban kétszer annyi magánbefektető vett részt, mint korábban. Az ENI 42 ezer dolgozója 84 millió részvényt jegyzett, s ezzel jelenleg a vállalat részvényeinek több mint egy százalékát birtokolja. Az olasz kincstár elnöke bejelentette, hogy az ENI mintegy 14 százaléka értékésítésével a vállalat magánosítása befejeződött. A második szakaszban értékesített 1,1 milliárd részvényből a kincstár közel 7700 milliárd líra bevételre tett szert.

A londoni és New York-i tőzsdén is jegyzett cég a világ hatodik és Olaszország legnagyobb tőzsdén jegyzett olajipari vállalatává vált. A statisztikák tanúsága szerint Olaszország eddigi legnagyobb tőzsdéi bevezetése során a különböző befektetési alapok és szervezetek összesen 400 millió, a kisbefektetők pedig 700 millió darab részvényt vásároltak.

Tőzsdéi szakértők véleménye szerint a magánbefektetők elégedettek lehetnek a – számukra kedvezményesen, 6,91 líráért értékesített – részvényekkel, amelyek hosszú távon még értékesebbé válhatnak. Az ENI-papírok ugyanis 1997 legjobb teljesítményét nyújtó részvényei közé kerülhetnek. A sikeres október végi tőzsdéi akció után novemberben a visszatartott 165 millió részvényt magánbefektetők számára értékesítették. Ezzel az ENI-ben az állami részesedés 69 százalékra csökkent, s a kincstár a magánosításból összesen 8800 milliárd líra bevételre tett szert.

**Csökken a deficit**

Az újjáavasztott Bill Clinton számára jelentős számú szavazatot biztosított az, hogy a szeptember 30-ával zárult pénzügyi évben 107,3 milliárd dollárra mérséklődött az Egyesült Államok költség-

# Irányelveim 1997-re

Legutóbbi ülésen a nemzetgazdaság céljait szolgáló alábbi politikai, jogi és jogtechnikai irányelveket fogadtam el.

Töltse be a politika azt az alapvető funkcióját, hogy eredményesen harcol mindazon hibák ellen, amelyek nélküle nem lennének. Adjon folyamatosan feladatokat önmagának. A konfliktuskezeléssel szemben helyezze előtérbe a konfliktusmegoldást. Ennek titka: megtalálni azokat, akik a problémákat, konfliktusokat megoldják.

Akkor kell lépni, amikor a feszültség még nem vált konfliktussá. Principis obsta; sero medicina paratur, cum mala per longas convaluere moras. Vagyis: kezdetben állj ellen; későn készül az orvosság, amikor a bajok a hosszú késelem során már elharapódtak.

A problémát meg kell oldani, és nem elrejtteni. Vonatkozik ez elsősorban az átfogó nemzetgazdasági mérlegekre. A felső szintű deficitek csak formailag szűnnek meg azért, hogy ezeket leviszi a pénzügyi kormányzat alsóbb szintekre. A magánháztartás egyensúlya legalább olyan súlyú prioritás, mint az államháztartás egyensúlya.

Minden termelési tényezőnek arányosan meg kell adnia a magáét (suum cuique tribuere), így különösen a természetnek, a munkának, a tőkének, a vállalkozói készségnek, a tudománynak, mint termelőerőnek és az informatikának. Ez a tervszerű arányos fejlődés kapitalista törvénye.

Az, hogy a tőke kizsákmányolja a munkát, el nem kerülhető. Csupán a tőke által szocialista kizsákmányolás kerülendő el, nevezetesen az, hogy mivel a tőke nem hozza, amit hoznia kell, forrásokat von el önmaga fenntartásához és fejlesztéséhez a munkától, a természettől, a tudománytól. Alapozódjon meg inkább az a hiedelem, hogy a tőkének pimaszul magas a hozadé-

ka; valószínűleg a hozadék egy részét a munkaerőtől vonta el.

Az 1997. év dolga egyértelműen megcáfolni azt a statikus tételt, miszerint a profit csak a munkabér rovására, a munkabér csak a profit rovására nőhet. A kettőnek együtt kell és lehet nőnie. Nem az egy főre jutó béren kell spórolni, hanem az egységnyi teljesítményre, új értékre jutó bérköltségen. A kereseti színvonal emelkedése nem áll szemben a fajlagos bérköltség csökkenésével, hanem egymást kölcsönösen feltételezi és segíti.

A közösséget károsító törvényes vagy törvénytelen magatartások megítélésekor nem szabad összetéveszteni a toleranciát a pacienciával, a juszitiát a veritással. A nép sok mindent tolerál, de a hülyeséget nem szenvedheti; elfogadja a mérlegelő méltányosságot, a társadalmi veszélyesség szerinti minősítést, de megköveteli a tényekkel adekvát igazságok kimondását.

A törvény nyilvánvaló kijátszása, a vele való visszaélés azonos módon bíraltassék el, mint annak megszegése. Ami törvénybe nem ütközik, az ne legyen büntethető (non est crimen sine lege, non est poena sine lege).

Ne legyen egy szerződés utólag amiatt megtámadható, hogy véletlenül valamelyik szerződő fél az elvártnál jobban vagy rosszabbul járt. A körülmények változása nem tesz egy szerződést érvénytelenné – szemben a nemzetközi jogi szerződésekkel (rebus hic stantibus). Ajánlott a két fél egyetértésén alapuló korrekciós módosítás.

A fizetési fegyelem megszilárdítása érdekében 1997-től egyetlen megrendelő se mondassa, hogy ő azért nem fizet szállítójának, mert neki sem fizetnek megrendelői. Közintézmény – kórház, iskola, hivatal – se üzleti, se adójellegű fizetési késelemben nem eshet; fizetési képtelenségét nem viheti

át szállítóira, nem teheti azokat kényszerhitelezőivé. A célzott megszorítások ne váljanak céltalanná, továbbháríthatóvá.

A központi és a társadalombiztosítási költségvetések már meglévő törvényi szabályozáson alapuljanak. Költségvetési megfontolásokból törvények nem módosíthatók a költségvetés elfogadásának időszakában. Új intézmény, illetve a rá vonatkozó törvény csak akkor léphet be, ha ezt megelőzően már ennek korszerű jogi környezete kiépült. Más törvények módosulásának feltételezése a törvényelőkészítés szakaszában tilos (például a vegyes finanszírozású nyugdíjmodell esetében).

Egy témakörben csak egy új törvény készüljön. Ne legyen például külön alapnyugdíjtörvény, kiegészítő nyugdíjtörvény és nyugdíjpénztár-törvény. Ha már eddig külön készültek, a végén foglaltassanak egységes szerkezetbe.

Alkotmányellenes legyen az olyan törvény, amely eleve nem végrehajtható. Alkotmányellenes legyen továbbá az a könnyed megoldás, hogy amit a törvény elkészítése idején nem sikerült szakmailag tisztázni, annak rendezését az új törvény a rendeleti szabályozásba utalja.

Végül: ki kell mondani, hogy egy adott témában egy kormányhatározat nem lehet ellentétben egy érvényes országgyűlési határozattal; a törvényi tézisek nem lehetnek ellentétesek az elfogadott koncepcióval.

A koncepció nem előzheti meg a prekonceptiót, a kormányelőterjesztés a koncepciószintű egyeztetést, a törvényi tézisek az országgyűlési határozatot, a normaszöveg a téziszintű egyeztetést. Hacsak nem akarunk irányelveimmel szembehelyezkedni.

Pirityi Ottó

vetésének hiánya. Ennél alacsonyabb értéket utoljára 1981-ben regisztráltak. Először elnöksége kezdetén 1992-ben a költségvetés hiánya 290 milliárd dollár körül alakult. Akkor

Clinton azt ígérte, hogy a négyéves elnöki ciklus alatt felére csökken majd a költségvetés hiánya. Az elnök túl is teljesítette ígéretét. A most zárult pénzügyi évben a költségvetési hiány a GDP-nek mindössze 1,4 százaléka, ez a mutató utoljára 1974-ben állt alacsonyabb szinten.

A költségvetési hiány lefaragása szakértők szerint elsősorban két tényezőnek köszönhető: egyrészt a gazdaság vártnál gyorsabb növekedésének, másrészt a sikeres, 1993-ban útnak indított kiadáscsökkentési programnak. Nem elhanyagolható az sem, hogy a gyorsabb gazda-

sági növekedés magasabb adóbevételekkel is párosult. Clinton szerint a kisebb költségvetési hiány közvetlen előnyökkel jelent az amerikaiaknak: nevezetesen alacsonyabb kamatszintet, több befektetést és munkahelyeket.

A választások előtt és után végzett közvélemény-kutatások szerint a deficit kedvező alakulása inkább Clintont segítette, hiszen ő korábban is erre törekedett a kiadások visszafogásának meghirdetésével és gyakorlatával. A republikánusok viszont az adócsökkentés híveinek tüntették fel magukat.

Elemzők úgy vélik: a szavazókat nem igazán befolyásolta, hogy – az előrejelzések szerint – 1997-ben és az azt követő néhány esztendőben várhatóan számottevően megemelkedik majd az USA költségvetésének hiánya...

## Portugál privatizáció

Portugália szocialista kormánya nagyívű magánosítási programot hirdetett meg a közlekedési ágazatban. A tervek szerint jelentős részesedéshez jut majd a magántőke az ország közúti hálózatában, a nemzeti légi- és vasúttársaságban, valamint az útépités, a kikötők és a repülőterek területén.

Joao Cravinho miniszter szerint az ország közlekedési rendszerét a kormány versenyalapokra kívánja helyezni, amelynek során el kell különíteni az infrastruktúra menedzselését a szolgáltatások működtetésétől. Független szabályozó szervezeteket hoznak a közeljövőben létre annak érdekében, hogy az ágazatban hatékony és tisztességes verseny alakulhasson ki a magánosítás során.

A tervek szerint magánosítják a jelenleg 90 százalékos állami tulajdonban lévő Brisa céget, amely az országutak és autópályák területén rendelkezik monopóliummal. Ugyancsak bevonják a

magánosításba az Ana légitársaság hatóságát, a TAP és az Air Portugal légitársaságát. Biztosra vehető, hogy a portugál főváros második repülőterének finanszírozásában és építésében, valamint működtetésében is jelentős szerephez jut majd a magántőke. Várhatóan 1997 elejétől megkezdődik az állami vasúttársaság, a CP szétválasztása. A monopóliumból két állami cég jön majd létre: az egyik a vasúti infrastruktúrát igazgatja, a másik pedig a vonatokat közlekedtetni majd.

A következő hónapokban koncessziós pályázatot hirdetnek útdíjas autópályák építésére. Ehhez a következő három esztendőben összesen 1,3 milliárd dollár befektetésre van szükség a magántőke részéről. Állami finanszírozásból az autópályák 20 esztendő alatt épülhetnek meg, a magánszektor viszont három esztendő alatt „elvégzi” a munkát, ráadásul az állami költségvetés megterhelése nélkül.

## Az amerikai bankok javuló eredményei

Az Egyesült Államok vezető kereskedelmi bankjai október végén tették közzé harmadik negyedévi adataikat, ame-

lyek kis mértékben felülmúlták az ágazat elemzőinek várakozásait. A konszolidáció jele, hogy tovább növekedett az

amerikai bankok hatékonysága. A hitelezés ellenőrzésének megszigorítása, valamint a működési költségek folyamatos lefaragása nyomán nőtt a bankok nyeresége, s ez ellensúlyozta a hitelkártya-üzletág mind nagyobb veszteségeit.

Az Egyesült Államok első számú kereskedelmi bankja, a Chase Manhattan – amely idén olvadt össze a Chemical Bankinggel – egy részvényre jutó osztaléka elérte az 1,83 dollárt. A harmadik negyedévben a bank igazgatósága bejelentette, hogy a pénzügyi 2,5 milliárd dollárért vásárolt saját részvényeket.

Hasonló bejelentést tett több más bank is, többek között a Citicorp és a NationsBank. A bankfúzió a Chase számára a harmadik negyedévben 32 millió dollár költséget jelentett, miközben a dolgozók száma az év eleji 72 696-ról 67 828-ra csökkent.

Az észak-karolinai székhelyű NationsBank – amely 9 milliárd dollárért kebelezte be a Boatmen's Bancshares of St. Louis-t – nettó nyeresége 18 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit.

A kaliforniai Wells Fargo – amely az idei esztendő elején felvásárolta a First Interstat-et – a harmadik negyedévben befejezte kaliforniai ügyfélkörének „átrendezését”. Az egy részre jutó osztalék elmaradt a 3,80 dolláros várakozástól, s nem haladta meg a 3,23 dollárt.

A Bank of New York nyeresége a harmadik negyedévben 249 millió dollár volt, 6 százalékkal több, mint egy évvel korábban. A pittsburghi Mellon Bank egy részvényre jutó osztaléka a vártnál jóval nagyobb mértékben, 15 százalékkal emelkedett, s elérte az 1,31 dollárt.

A First Chicago NBD egy részvényre jutó osztaléka a harmadik negyedév végén 1,31 dollár volt, két centtel magasabb az előrejelzetténél. A bank a negyedév során stabilizálta a hitelkártya-üzletágat, s a korábrinál kisebb leírásokat hajtott végre ezen a területen. A pénzügyi 40 millió dollárnyit szándékozik visszavásárolni.

Gonda György

## Állampapírpiac

A vizsgált időszak állampapír-piaci fejleményeit a fokozatos hozamesés jellemezte, ami alól kivételt csak az utolsó hét egy hónapos aukciója jelentett. A diszkontkincstárjegyek hozamgyengülését - jellegéből következően némi késéssel - követő mozgóátlag, a DWIX az időszak végére 22 százalék alá került.

Tulajdonképpen az egész időszakot az intézményi befektetők portfólió-cseréje tette mozgalmassá, melynek keretében rövidebb lejáratú papírt hosszabb futamidejűre kívántak cserélni. Már a periódus elején a legnagyobb érdeklődés a hosszabb futamidejű papírok iránt mutatkozott, a kereslet átlagosan mintegy háromszorosan múlta felül a felkínált mennyiséget és a hozamesés mértéke is a hat és tizenkét hónapos papírok esetében bizonyult a legnagyobbknak. Ezt követően repocsökkentésről döntöttek, ami további hozamgyengülést idézett elő.

Az intézkedés nyomán az egyhetes passzívrepo- kamatot 22,25, míg az egy hónaposat 22,75 százalékra szálították le. Az időszak második hetében - igaz, akkor csak egy és három hónapos aukcióra került sor - a hozamgörbe normális, emelkedő alakot vett fel, ezt követően azonban a hosszabb határidők erősebb hozamesése révén ismét inverz hozamgörbe alakult ki. Mindez további hozamgyengülési várakozásokat jelent, bár az időszak végén a legrövidebb futamidejű kincstárjegy elsődleges kibocsátásán már erősödött az átlagos hozamszint.

Az államkötvények piacán újrakibocsátásokra került sor, amelyek szintén a hozamok erodálásához vezettek. A felkínált 15 milliárdnyi 1999/D jelű papírra 53,3 milliárdnyi kereslet jelentkezett, az átlaghozam pedig 21,33 százalékgig süllyedt. Ha-

sonlóan nagy érdeklődés jellemezte a 2003/F államkötvény újrakibocsátását, ahol 8,8 milliárd forintnyi volumen 103,9 százalékos átlagárfolyamon kelt el. Ezt követően újabb mennyiséget bocsátottak ki a 2 éves futamidejű, félévente fix, névlegesen évi 21,5 százalékos fizető 1998/K jelű papírból. A 20,99 százalékos átlagos hozamszint mellett a korábbi kibocsátáshoz képest jobban szóródtak az elfogadott ajánlatok, a minimális 20,43 százalék, míg a maximális hozamszint 21,33 százalék lett. A jegybank és a Pénzügyminisztérium 1-1 milliárdos, piackarbantartásra átadott csomagján kívül a 20 milliárd forintnyi felajánlott mennyiségre 30 milliárdnyi igény jelentkezett.

## Részvénypiac

A vizsgált periódus két élesen elkülönülő részre bontható a Budapesti Értéktőzsde teljesítményének szempontjából. Az első két hétben alacsony forgalom mellett estek az árfolyamok, míg az időszak második felében a jelentős kereskedési volumen a kurzusok erősödéséhez vezetett. A **BUX**, a **BÉT** hivatalos indexe végeredményben 3.561,68 pont-ról 3.714,59 pontra emelkedett.

A **„jegyzett „A” kategória** legjobb teljesítményét a **TVK** papírja mutatta fel, amelynek árfolyama négy hét alatt a 240 forintos szárnyalásnak köszönhetően 1585 forintra ugrott közel 5 milliárdos forgalom mellett. Az erős vételi nyomás hátterében a tiszaujvárosi önkormányzat kezében lévő **TVK** részvények eladása áll. A 2,6 millió darab vegyipari részvényt, amely 10 százalék feletti tulajdonrészt testesít meg az önkormányzat csak szerény árfolyamnyereséggel adta tovább, darabonként körülbelül 1346 forintot kaptak a papírokért. A polgármester 3,5 milliárd forint összegre számít, a pontos bevétel azért nem ismert még, mivel az opciós szerződést közvetítőn keresztül kö-

tötték meg, aki még felszámítja a saját jutalékát. Az opció lehívásának feltételezhető napján a **TVK** papírok átlagára valóban 1332 forint volt, vagyis árfolyamnyereség képződött, ám azt követően a kurzus 1400 forintra ugrott és tartósan ott is maradt. A bevételt az önkormányzat városfejlesztésre szánja, többek között egy hajókikötő létrehozását tervezik, amelynek megvalósíthatósági tanulmánya hamarosan el is készül.

A **TVK** részvények további sorsa sem maradt sokáig titokban, mivel a tiszaujvárosi vegyipari társaság nyilvánosságra hozta, hogy maximum 3 millió darab saját részvény vásárlására adott megbízást, amelyet a tőzsdén kívüli piacon kíván beszerezni. Egyes piaci hírek szerint a tiszaujvárosi önkormányzat által értékesített 2,6 millió darabos csomag visszavételéről lenne szó, amely - pletykák szerint - a Postabankon keresztül a Bankár-csoport tulajdonába került. Amennyiben figyelembe vesszük a jelenlegi árakat, akkor a bankár jelentős hasznot húzhat a tranzakcióból, bár a pontos árfolyam az előző ügyletben nem volt ismeretes.

A **TVK**-nak a részvények megvásárlásához tekintélyes pénzüsszege lesz szüksége, a háromnegyedéves gyorsjelentés tükrében azonban nem valószínű, hogy nagy terhet róna a társaságra a 4 milliárd forintos vételár kifizetése. Persze csak az a kérdés, hogy a részvények magasabb hasznot hajtanak-e, mint az állampapírok, a menedzsment azonban optimistának tűnik. A kategória legkerelettebb részvényének a maga 7 milliárd forintot megközelítő forgalmával a **Richter Gedeon** számított, amelynek árfolyama 8270 forintról 8580 forintra erősödött.

A kormány által bejelentett energiaár-emelés óta töretlen a **Mol** részvények emelkedése, amelyekből több, mint 3 millió darab cserélt gazdát 1545 forintról 1810 forintra emelke-

## Német gazdaság '97

Németország bruttó hazai terméke 1997-ben 2,5 százalékkal növekszik a müncheni gazdaságtudató intézet, az Ifo prognózisa szerint. 1996-ban a költségvetés GDP-hez viszonyított hiánya 3,8 százalék volt, az idei esztendőben ez a mutató csak 3,2 százalékra csökken. Ez egyúttal azt jelenti, hogy Németország idén nem teljesíti az európai gazdasági és monetáris unióhoz (EMU) való csatlakozás legfontosabb feltételét. Érdemes megjegyezni, hogy a kormány előrejelzése szerint a költségvetési hiány GDP-hez viszonyított aránya belül marad a megengedett 3 százalékos határon.

Az Ifo elnöke szerint az EMU 1999. évi beindítása fontosabb, mint a kritériumok maradéktalan betartása, ugyanis a valutaunió elhalasztása lélektanilag is kedvezőtlen üzenetet hordozna. Az elnök értetlenségét fejezte ki azzal kapcsolatban, hogy miért kell görcsösen ragaszkodni a 3 százalékos deficitlimethez. Ismeretes, hogy a német kormány és a jegybank mindaddig azt hangoztatta, hogy a maastrichti feltételeket nem szabad enyhíteni. Az 1997-es esztendő gazdasági kilátásainak többi vonatkozását

illetően az Ifo szerint az infláció Németországban mindössze 1,5 százalékos lesz. Ez a kedvező mutató várhatóan lehetővé teszi a jelenleg 3 százalékos repokamat 0,1-0,2 százalékos mérséklését. 1996-ban a folyó fizetési mérleg hiánya 26 milliárd márka volt, a deficit idén 12 milliárd márkára csökken. A német külkereskedelem a tavalyi évet 95 milliárd márkás többlettel zárta, az előrejelzés szerint 1997-ben a külkereskedelmi mérleg aktívuma eléri majd a 117 milliárd márkát.

Tovább romlik viszont a foglalkoztatási helyzet: az állástalanok száma várhatóan 4,1 millióra növekszik a tavalyi 3,96-ról, így a munkanélküliségi ráta 10,3-ról 10,7 százalékra emelkedik. Az Ifo szerint az idei évben a márka 1,50-1,55 közötti árfolyamon fog mozogni a dollárhoz képest. Minden jel arra mutat, hogy a német gazdaság 1997-ben kezdi már "kiveherni" a keleti és a nyugati országrész egyesítése okozta gazdasági sokkot. A két országrész között a különbségek továbbra is jelentősek maradnak, a megszorítások alagútjának végén azonban már látszik a fény.

## Folytatódik a gazdasági növekedés

A Los Angeles-i Kalifornia Egyetem (UCLA) közgazdászai év végi jelentésükben a GDP 2,5 százalékos bővülésével számolnak 1997-ben. Az előrejelzés kiemeli, hogy a gazdasági növekedés viszonylag alacsony, 2,8 százalékos inflációval párosul. A termelői árindex pedig az év folyamán mindössze 1 százalékkal emelkedik.

1997-ben az UCLA szerint a vállalatok adózás előtti eredménye 6 százalékkal növekszik a tavalyi 3 és az 1995. évi 13 százalék után. Az állóeszköz-beruházások az 1996-oshoz hasonló mértékben, 6,3 százalékkal bővülnek. Az előrejelzés szerint idén a fogyasztói kiadások 2,4 százalékkal emelkednek, a munkanélküliségi ráta pedig 0,2 százalékkal, 5,2 százalékra csökken.

Az egyetem közgazdászainál valamivel alacsonyabb, 2,3 százalékos GDP-

növekedést jelez előre a Kongresszus költségvetési hivatala. A hivatal 2,9 százalékos inflációra és 5,2 százalékos munkanélküliségre számít.

Az UCLA jelentése kiemeli, hogy a mérsékelt áremelkedés miatt nem várhatóak agresszív lépések a szövetségi jegybank szerepét betöltő Federal Reservetől, amely az alacsony infláció első számú öre.

A FED kamatügyekben illetékes bizottsága december közepén változatlanul hagyta az irányadó napi kamatot, amely akkor 5,25 százalék volt. Elemzők véleménye szerint 1997 folyamán is legfeljebb minimális monetáris szigorításra van kilátás. A FED-bizottság legközelebb február első felében ül össze, s akkor már az 1996 utolsó negyedévi adatok alapján dönt majd a kamatokról.

## Újabb megszorítások

Az izraeli kormány a közelmúltban arról döntött, hogy a korábban bejelentett 4,9 milliárd sékel után újabb 1,2 milliárddal csökkentik az 1997. évi költségvetés kiadási főösszegét, amely így 184,7 milliárd sékel lesz az eredetileg tervezett 190,8 milliárd helyett (egy dollár 3,28 sékellel egyenlő). Az újabb költségvetési kiadáslefaragás elsősorban a jóléti kiadásokat és az oktatásra fordítandó összeget érinti.

Elemzők véleménye szerint az elvonások valószínűleg tovább növelik a Likudon, illetve a koalíción belüli ellentéteket. Ismeretes, hogy a Likud-képviselők egy csoportja a költségvetés elutasítását helyezte kilátásba arra az esetre, ha a kormány leszállítja a nyugdíjasoknak és a gyerekek után járó juttatásokat.

A költségvetés kiadási oldalának újabb zsugorítására a kedvezőtlen makrogazdasági helyzet miatt van szükség. Az állami bevételek tavaly elmaradtak a tervezettől, s ezért a magasabb állami hitel felvétellel kapcsolatos várakozások felvitték a kamatokat és megerősítették a sékelt. A nemzeti valuta erősödése rontotta az exportpozíciókat: a külkereskedelmi mérleghiány tavaly meghaladta a 11,5 milliárd dollárt, a folyó fizetési mérleg deficitje pedig túllépte az ötmilliárd dollárt.

Netanjahu miniszterelnök szerint a költségvetési szigorítás elmulasztása esetén Izrael rosszabb helyzetbe kerül a nemzetközi pénzügyi piacokon, s nem kerülheti el az alacsonyabb hitelminősítést.

A gyengélkedő export nagy szerepet játszik abban, hogy 1996 harmadik negyedében a GDP mindössze 0,7 százalékkal gyarapodott az előző negyedévhez képest. (Az első negyedben 1,4, a másodikban pedig 0,6 százalékkal növekedett a bruttó hazai termék Izraelben.) Előzetes adatok szerint tavaly a GDP 3,8 százalékkal bővült, s ez lényegesen elmarad az 1995-ben regisztrált 7,1 százaléktól.

## Pénzügyi gondok az ENSZ-ben

Január elejétől új főtitkár áll az ENSZ élén, azonban a személycsere mit sem változtat azon a tényen, hogy a világszervezet továbbra is a pénzügyi csőd szélén tancol. Az igazgatási apparátus a hatékonyságot növelő reformok helyett a tagállamok befizetéseinek késlekedése miatt elsősorban a pénzügyi lyukak tömklődésével kénytelen foglalkozni.

Joseph Connor főtitkárhelyettes szerint kiábrándító, hogy a tagországok egy része évek óta nem folyósítja anyagi hozzájárulását az ENSZ számára. A világszervezetnek különösen az Egyesült Államok által visszatartott összegek okoznak súlyos gondokat. Ismeretes, hogy az USA régóta követeli az ENSZ gazdálkodásának felülvizsgálatát, a kiadások ésszerűsítését, valamint a világszervezet apparátusának és kiadásainak karcsúsítását. ENSZ-körökben arra számítanak, hogy az új főtitkár személye Washington számára elfogadható, s már nincs akadály a tagdíjhátralék folyósításának.

Az 1996-os évet az ENSZ 2,3 milliárd dolláros hiánnyal zárta. A békefenntartó tevékenységek számára elkülönített

számláról 1,7 milliárd dollár, a működési költségek rovatából pedig 600 millió dollár hiányzik. Az előbbi deficit 54 százalékaért, az utóbbi 69 százalékaért az Egyesült Államok összesen 1,3 milliárd dollárt kitevő tartozásai felelősek.

Oroszország, a második legnagyobb adós sem fizette még be esedékes tavalyi hozzájárulását. Connor főtitkárhelyettes azonban ígéretet kapott Moszkvából, hogy hamarosan átutalják a 400 millió dolláros tartozás háromnegyedét. Tavaly november végéig egyébként a 185 tagországból csak 97 fizette be maradéktalanul rendes évi tagdíját.

A világszervezet az utóbbi időben megkezdte az alkalmazotti létszám leépítését. Noha erőfeszítéseket tesz a költségek csökkentésére, a hiány fedezésére kénytelen kölcsönöket felvenni. Az ENSZ ezzel olyan kamatterheket kénytelen magára vállalni, amelyek éppen a takarékoság elvének mondanak ellent. Szakértők véleménye szerint féltő, hogy az eddig rendszeresen befizető tagországok előbb-utóbb megelégedik ezt a visszas helyzetet.

## Hitelfelajánlások Ukrajnának

A nemzetközi pénzintézetek és 14 adományozó ország képviselői megállapodtak abban, hogy mintegy 5 milliárd dollár hitelt nyújtanak a következő 3 évben az ukrán kormánynak, amennyiben Kiev tartja magát a megkezdett reformpolitikához. Ennek az összegnek a fele, közel 2,5 milliárd dollár 1997-ben áll majd az ukrán kormány rendelkezésére. Ebből a Nemzetközi Valutaalap a tervezett hároméves hitelkeret terhére egymilliárd dollárt folyósít. Ugyanennyivel járul hozzá az ukrán gazdasági helyzet stabilizálásához a Világbank és az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank is.

Ezenkívül Kiev még kétoldalú kereskedelmi kölcsönökre is ígéretet kapott. Az Egyesült Államok mintegy 500 millió dollárt szán Ukrajna támogatására 1997-ben, s hírek szerint Japán és az Európai Unió sem marad ki a kievi reformprogram megsegítéséből.

Az egyik amerikai pénzügyminiszterhelyettes szerint az ukrán kormány 1997. évi reformprogramja már túllép a gazdaság stabilizálására az elmúlt két esztendőben tett intézkedéseken. A programban szerepel az adórendszer reformja – többek között az adókulcsok csökkentése, párhuzamosan az adóalanyok számának növelésével –, a nyugdíjrendszer átalakítása és a szociális háló megfoltozása. Emellett időszerűvé vált a bankrendszer megszilárdítása, illetve a privatizáció és a gazdaság liberalizálása a magánszektor fejlődésének elősegítése érdekében.

A donorok felhívták a kievi kormány figyelmét, hogy az egyes tervezett intézkedéseket ne külön-külön, hanem egységes rendszerbe foglalva, s minél előbb valósítsa meg. Ellenkező esetben késedelmet szenvedhetnek a beígért kölcsönök.

## Cseh költségvetés

December közepén harmadik olvasatban is elfogadta az 1997. évi költségvetést a cseh parlament. Miután a kisebbségben kormányzó koalíciós pártok az utolsó pillanatban tisztázták nézeteltéréseiket, az ellenzéki szociáldemokraták néhány képviselőjétől ismét támogatást kaptak. A kiadások és a bevételek előirányzata a prágai hagyományok szerint egyensúlyban van, mindkettő 549 milliárd korona. Václav Klaus miniszterelnöksége alatt ez már az ötödik nullszaldós költségvetés, noha az 1996-os tervet – a 491 milliárd koronás kiadási és bevételi előirányzatot – a jelek szerint nem sikerült teljesíteni. Az év végi drasztikus kiadáscsökkentés ellenére is várhatóan 1,2 milliárd koronás hiánnyal zár a tavalyi költségvetés.

Az idei büdzsé a bruttó hazai termék 5,4 százalékos növekedésével, 8,6 százalékos inflációval, a folyó fizetési mérleg GDP-hez viszonyított 5,8 százalékos hiányával, valamint 3,3 százalékos munkanélküliséggel számol. A koalícióhoz tartozó Polgári Demokratikus Szövetség (ODA) korábban többször is azzal fenyegetőzött, hogy a kormány költségvetési tervezete ellen fog szavazni, ha Klaus nem kötelezi el magát az energiaárak 1997. évi teljes liberalizálására, illetve egy számottevő adócsökkentés mellett. A felek végül kompromisszumot kötöttek. Észreint az ODA elvárásai 2000-ig bezárólag, a jelenlegi kormány mandátumának végéig teljesülnek.

Az elmúlt esztendő utolsó napjaiban a prágai törvényhozás döntött arról is, hogy 1997-ben változatlanul 39 százalék marad a társasági nyereségadó kulcsa. Az értékpapírügyletek árfolyam-nyereségadójánál viszont megváltoztatták a szabályozást: a hosszabb távú befektetések ösztönzésére háromtól hat hónapra emelték azt a minimális időtartamot a vétel és az eladás között, amelynek eltelte után már nem kell adót fizetni az árkülönbözöt után. Az OECD egyébként Csehország számára 1997-re 4,6 százalékos GDP-növekedést jelez előre, s véleménye szerint a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 5,4 százalékaival lesz egyenlő 1997-ben. (Ez az arány tavaly 5,8 százalékos volt.)

Gonda György

## Privatizációs fellendülés Nyugat-Európában

Tavaly a nyugat-európai kormányok 43 milliárd dolláros privatizációs bevételre tettek szert. Noha ez az összeg elmaradt a tervezett 55 milliárdtól, mégis rekordot jelent az előző évek bevételeihez képest.

A J. P. Morgan befektetési tanácsadó vállalat előrejelzése szerint kontinensünk nyugati felén idén a kormányok 53 milliárd dollár értékű állami vagyont szándékoznak értékesíteni. A tenderek többségét – hasonlóan a tavalyi évhez – az energetikai és a közszolgáltató szektorban, valamint a távközlés területén fogják meghirdetni. Méreteiket tekintve ezek egyike sem fogja túlszárnyalni a Deutsche Telekom részvénykiadását 20,3 milliárd márkás összegét, amelynek 1996. évi sikeres végrehajtása bizakodással tölti el a telekommunikációs ágazat magánosításába vágó kormányokat és a lehetséges befektetőket.

Ami az egyes országokat illeti: idén Olaszország 20 milliárd dollárral – a tavalyi összeg kétszeresével – vezeti

a bejelentett privatizációs ügyletek összértékének listáját. A legnagyobb ügyletet várhatóan a Stet távközlési társaság öszre várható részvénykiadására fogja képezni. A további nagy ügyletek közül tavaszra várható az autópályák koncesszióját birtokló Autostrade Spa, valamint az ENI energetikai konglomerátum magánosítása. Franciaországban idén 11 milliárd dollár privatizációs bevételre számítanak. Ezen összeg nagyobbik hányada a France Télécom 20 százalékaának áprilusra tervezett piacra dobásából, valamint az 1996-ban megírt Thomson-értékesítésből fog befolyni.

Spanyolországban idén 9 milliárd dollár magánosítási bevételre számít a kormány. Az ügyletek sorából várhatóan kiemelkedik a Telefonica de Espana 21 százalékos állami tulajdonhányadának privatizációja, amelyre valószínűleg még az első félévben sor kerül. Az előrejelzések szerint a tervezett privatizációs bevételek döntő része a 21 százalékos részvénytársaság értékesítéséből származik majd.

## Amerikai életbiztosítót vásárol az Aegon

A holland Aegon biztosítótársaság bejelentette, hogy – világméretű terjeszkedésének újabb állomásaként – megvásárolja az amerikai Providian Corp. biztosítási ágazatát. A 3,5 milliárd dollár értékű ügylet kiemelkedőnek számít az életbiztosítási ágazatban, s egyúttal a legnagyobb eddigi holland cégfelvásárlás az Egyesült Államokban.

A Kentucky államban bejegyzett Providian az USA csaknem minden államában jelen van szolgáltatásaival. A cég éves bevétele megközelíti az ötmilliárd dollárt, alkalmazottainak száma pedig eléri a 8600 főt. A Providian a biztosítási üzletág mellett banki, befektetési és ügynöki tevékenységgel is foglalkozik.

Várhatóan az idei esztendő közepéig befejeződő vállalategyesítés adómentes részvényeserével jön létre. A felvásárlás

nyomán az Aegon az európai biztosítási piacon a harmadik, Észak-Amerikában pedig a tizenegyedik helyre tör előre. A holland óriásvállalat vezetői a bekebelezést az erősödő világpiaci versennyel és a liberalizálódó európai feltételekhez való igazodással indokolják. Az Aegon elnöke, Kees Storm abban bíz, hogy a Providian felvásárlásával megalapozzák a csoport jövő évszázadbeli fejlődését.

Az Aegon piaci értékét 26,3 milliárd guldenre becsülik (1 amerikai dollár 1,74 guldenre egyenlő). Az Aegon által kezelt vagyon nagysága 150 milliárd guldenre tehető. A cég alkalmazottainak száma megközelíti a 20 ezret. Hollandián és az Egyesült Államokon kívül az Aegon többek között Nagy-Britanniában, Spanyolországban és Magyarországon áll az ügyfelek rendelkezésére.

## HSBC-akvizíció Mexikóban

A Hongkong and Shanghai Banking Corporation (HSBC) bejelentette, hogy 20 százalékos tulajdoni hányadot vásárol Mexikó harmadik legnagyobb bankjában, a Grupo Financiero Serfinben. (Ismeretes, hogy a latin-amerikai ország banki top-listáját a Banamex és a Bancomer vezeti.) Noha az ügyletről még nem hoztak nyilvánosságra részleteket, elemzők véleménye szerint a HSBC mintegy 240 millió dollárt fizet a 20 százalékos részvénytársaságért. A Serfin piaci értéke jelenleg 1,2 milliárd dollár. A Serfin eszközállománya 153 milliárd peso, ez az összeg a mexikói bankrendszer eszközállományának 14 százalékaival egyenlő. A pénzintézet 1996 eleje óta keres külföldi partnert. Akkor 1,67 milliárd dolláros tőkeemelés helyezett kilátásba. Ez egy cseréügylet keretében valósulna meg, amelynek keretében a kormány megvásárolná a bank 28,8 milliárd peso (3,8 milliárd dollár) értékű rossz követelésállományát. A behajthatatlan követelések a pénzintézet teljes hitelportfóliójának 26 százalékát teszi ki.

A rossz hitelek állományának értékesítése ugyan kitisztítja a bank mérlegét, de egyúttal nyomást is gyakorol a bankra, hogy mielőbb találjon egy tőkeerős külföldi partnert. A határidő az idei év márciusa, ugyanis ekkorra kell befejeződnie a tőkecsökkentési programnak. Érdemes megjegyezni, hogy a Serfin ellenőrző tulajdoni hányaddal rendelkező fő részvényese, a Sadacsalad közölte, hogy nem investál több tőkét a veszteséget termelő pénzintézetbe.

A 20 százalékos tulajdoni hányadból származó bevételt a Serfin elsősorban arra használja majd fel, hogy visszafizesse az amerikai J. P. Morgan 290 millió dolláros áthidaló kölcsönét. Egyébként az ING is nyitott a Serfin részére egy ötesztendő, 420 millió dolláros hitelvonalat.

Tőkéhez jutási célokból a Serfin nemrég értékesítette 60 millió dollárért lízingcégét, s a tervek között szerepel a bank biztosítási vállalatának az eladása is. Következő lépésként a Serfin részvénykiadását tervez Mexico Cityben és New Yorkban. Erre azonban csak akkor kerülhet sor, ha véglegesen lezárul a tranzakció a HSBC-vel.



## Görög tőke Albániának

A Latsis hajózási vállalatcsoport által ellenőrzött Euromerchant Bank bejelentette, hogy 10 millió dolláros befektetési alapot hozott létre az albániai magáncégekbe beruházni kívánó vállalatok számára. Az Euromerchant Albania Fund nevű alapot az athéni Global Finance kezeli, amely hasonló feladatokat lát el a Bulgária és Románia számára felállított befektetési alapokkal kapcsolatban.

A Global Finance vezérigazgatója, Angelos Plakopitas szerint a zártvégű alap jelenleg tíz albániai ügylettel foglalkozik, s a résztvevő cégek döntő többsége görög. A befektetési alap elsősorban az építőiparra, az energetikai projektekre, a mezőgazdaságra, valamint a fogyasztási cikkek gyártására összpontosítja figyelmét és tevékenységét az albán magánszektorban.

A vezérigazgató szerint az alap együtt hajt majd végre befektetéseket az Albániában „letelepődő” nemzetközi

vállalatokkal. Ezek elsősorban olasz cégek lesznek. (Ismeretes, hogy jelenleg Albániába elsősorban Görögországból és Olaszországból áramlik be külföldi tőke.) A közös vállalkozások résztvevői között lesznek olyan albán emigránsok is, akik jelentős külföldi üzleti tapasztalattal és tőkével visszatérnek hazájukba. Becslések szerint 1991 óta több mint félmillió albán állampolgárnak nyílt lehetősége rövidebb-hosszabb ideig külföldön dolgozni.

Az albán kormány az új befektetési alaphoz 3 millió dollárral járul hozzá az INSIG állami biztosítási monopolicén keresztül. Az Euromerchant Bank az alaphoz kezdetben egymillió dollárral vez részt.

Hírek szerint az EBRD 3,47, az International Finance Corporation pedig 1,5 millió dollár tőkét ad az alap számára. A fennmaradó részt a tervek szerint ápriliséig hozza majd össze az Euromerchant Bank.

## Brit rekord az USA-ban

Felvásárlási rekordot döntöttek meg 1996-ban a brit cégek az Egyesült Államokban. Az Acquisitions Monthly című szaklap adatai szerint tavaly 145 amerikai vállalat került brit tulajdonba, s az ügyletek értéke elérte a 40 milliárd dollárt. Ennek az összegnek a felét az az óriásügylet képviselte, amelynek keretében a British Telecommunications bekebelezte az MCI távközlési vállalatbirodalom 80 százalékát.

Nemcsak az Egyesült Államokban, hanem a kontinentális Európában is jeleskedtek a szigetország vállalatai a cégfelvásárlás területén. Tavaly brit vállalatok 244 európai céget vásároltak fel 10,85 milliárd dollár értékben. A brit befektetők sorát Európában is a British Telecommunications vezette egy csaknem 2 milliárd dolláros ügylettel, amelynek keretében 25 százalékos részesedést szerzett a francia Cegetel távközlési vállalatban. A tranzakciós tanácsadók listáját tavaly az ING Barings vállalatfinanszírozási „keze”, a Baring Brothers vezette, amely 31 felvásárlási ügyletben vett részt, s ezek együttes értéke megközelítette a 19 milliárd dollárt. A Lazard Brothers 34 ügyletben volt

vezető tanácsadó, s az általa lebonyolított cégfelvásárlások együttes összege mintegy 18,6 milliárd dollár. A tanácsadói toplista harmadik helyén az SBC Warburg, a negyedikén pedig a Schroeders áll. Érdemes megjegyezni, hogy a brit cégek a szigetországban és külföldön 1996-ban összesen 1689 vállalatfelvásárlást hajtottak végre, s az előzetes adatok szerint a tranzakciók együttes értéke megközelíti a 95 milliárd dollárt. Ez az összeg csak kis mértékben marad el az 1995-ben regisztrált rekordtól.

A Financial Times kiemeli, hogy a Lazard Brothers, többek között két nagy értékű cég felvásárlásában vett részt tanácsadóként. A Granada Group 3,6 milliárd fontért bekebelezte a Forte szállodacsoportot, a Rentokil pedig 2,1 milliárd fontot költött a BET felvásárlására.

Az Acquisitions Monthly húszas brit toplistáján a tanácsadók sorában 1995-ben nem, de tavaly már szerepelt a Merrill Lynch, a HSBC Samuel Montague, a Price Waterhouse és az Arthur Andersen.

## Kazahsztán aranya

Külföldi tulajdonba került a világ egyik legnagyobb aranybányája Kazahsztánban. A Bakyrchik Gold és az Indochina Goldfields december második felében állapodott meg az ügyletről a kazah kormánnyal. A megállapodás értelmében a londoni tőzsdén jegyzett Bakyrchik Gold a Bakyrchik-bányacégben tulajdoni hányadát 40-ről 85 százalékra emeli, a torontói tőzsdén jegyzett Indochina Goldfields pedig megvásárolja az államtól a részvény-csomag „maradékát” 15 százalékát.

A két cég a következő 16 hónapban négy részletben fizeti ki a 65 millió dolláros vételárat. A két új tulajdonos kötelezettséget vállalt arra, hogy a következő 10 évben

legkevesebb 150 millió dollár beruházást hajt végre a hatalmas bányában. A Bakyrchik aranybánya 1993 óta működik vegyesvállalati formában, s a volt Szovjetunió aranybányái közül az első, amely teljesen külföldi tulajdonba került. A geológiai felmérések tanúsága szerint a bánya aranykészlete eléri a 10,5 millió unciát. Az eddigi kitermelési tapasztalatok szerint egy tonna bányaföldből 6,94 gramm arany nyerhető ki Bakyrchikben.

Szó van arról is, hogy Kazahsztán kormánya eladja az ország második legjelentősebb aranybányája tulajdoni hányadának 80 százalékát a kanadai Teck Corporationnak és az amerikai First Dynasty-nek.

## Felemás kilátások Horvátországban

A horvát jegybank kormányzója, Marko Skreb szerint a nemzeti valuta várhatóan idén is megtartja stabilitását, s az árak emelkedése sem lesz számottevő. Egy interjúban a kormányzó nemrégiben elmondta, hogy idén az infláció 3 és 4 százalék között alakul.

Skreb szerint a kunát – az 1993-ban bevezetett radikális gazdasági megszorító intézkedések következtében – 1996-ban Európa legstabilabb valutái közé lehet számítani, mivel árfolyama 1994-es bevezetése óta még erősödött is. Az 1997-es év pénzügyi céljai közé tartozik még, hogy a nyár előtt az utolsó szerb enklávéban, Kelet-Szlavóniában is a kuna váljon az általánosan elfogadott fizetőeszközzé.

A horvát jegybank 2,3 milliárd dollár értékű valutartalékkal rendelkezik, a kereskedelmi bankok pedig további 2,1 milliárd dollárméretű tartalékokat tudnak szükség esetén mozgósítani. A jegybank kormányzója szerint ez az összeg elegendő egy esetleges nagyobb volumenű spekuláció kivédésére.

Kevésbé optimisták az ország gazdasági helyzetét illetően a horvát vállalatok. Egy nemrégiben a vállalati szférában készített felmérés szerint az üzletemberek bíznak ugyan a gazdaság töretlen növekedésében 1997-ben is, de bizonyos negatív jelenségek – például az exportbevételek lassú emelkedése, valamint a vállalatok körbetartozása – átmenetileg még rosszabbodhatnak is.

Az ország ipari termelése tavaly 3 százalékkal bővült, s fellendülőben van a szolgáltatási ágazat is. Nem végleges adatok szerint tavaly a GDP 5 százalékkal növekedett Horvátországban. A növekedés a hivatalos előrejelzések szerint idén tovább erősödik, s a kormány reméli, hogy a GDP nominálértéke eléri a 110 milliárd kunát.

A cégek attól tartanak, hogy a készpénzhiány idén korlátozza korszerűsítési beruházásaikat. Az eddigi tapasztalatok ráadásul azt mutatják, hogy a vállalatok már nemigen számíthatnak a kormány segítségére a kulcsfontosságú üzemek és a bankszektor szerkezeti átalakításán kívül. A kormány 1997-re 25-ről 35 százalékra emelte a nyereségadókat.

A túlméretezett horvát állami ipart hatalmas adósságteher sújtja, amelynek csak kis részét vállalta át az állam. Rövid távon az sem látszik megoldásnak, hogy e cégeket kül- vagy belföldi befektetőknek adják át, mivel valószínűleg tovább növekedne az amúgy is magas, 10 százalékos munkanélküliség.

**Gonda György**

## A Bank Austriáé lett a CA

Több évig tartó huzavona után január közepén lezárult a Creditanstalt magánosítása. Nyugati szomszédunk legnagyobb pénzüzetete, a Bank Austria megvásárolja a CA több, mint kétharmadnyi állami tulajdoni hányadát. A 140 éves pénzüzetet 70 százaléknak bekebelezésével új bankóriás született Ausztriában, amely befolyása alatt tudhatja az ország iparvállalatainak csaknem 70 százalékát.

A CA 19,9 millió darab részvényéért a Bank Austria 17,17 milliárd schillinget fizet. A koalíciós konfliktussá szélesedett privatizáció kompromisszummal zárult: a Bank Austria megszabadul állami és önkormányzati tulajdonosaitól, miközben a Creditanstalt önállósága még öt évig fennmarad.

A felvásárlással európai méretekben is figyelemre méltó pénzügyi konglomerátum jött létre. Az „új” bank önmaga nagyobb, mint az összes többi osztrák bank együttvéve. A két pénzüzetet együttes mérlegfőösszege 1400 milliárd schilling. Az összeolvadásra még nem kerül sor, a CA ugyanis öt évig önálló jogi személy marad. Ez persze nem jelenthet akadályt a racionalizálás előtt, amely kiterjed a két bank külföldi érdeklésére is.

Szakértők véleménye szerint a CA privatizációja akkor lesz teljes, ha az állam megváltik a Bank Austriában lévő 19 százalékos tulajdoni hányadától is. Az osztrák pénzügyminiszter már jelezte, hogy ezt a részvénycsomagot a tőzsdén keresztül értékesítik majd. A Bank Austria vezérigazgatója ígéretet tett arra, hogy a Creditanstalt kisorvényeseit vagy kártalanítja, vagy részvénycserét ajánlanak fel számukra. (A CA kisorvényeseinek kezében mintegy félmilliárd schilling értékű részvény van.) A CA dolgozóinak ugyancsak félmilliárd schilling értékű tulajdoni részt ajánlanak fel. A bank dolgozói biztosítékot kapnak arra, hogy nem veszítik el állásukat. Az osztrák gazdasági miniszter nemrégiben úgy nyi-

latkozott, hogy a Bank Austria képes saját forrásból kifizetni a 17 milliárd schillinget meghaladó vételárat.

## Valutakilátások '97

Nyugati pénzügyi elemzők szerint idén a dollár erősödni fog a márkával és a jennel szemben, az év vége felé azonban fordulni fog a kocka: az amerikai valuta árfolyama a mostaninál is alacsonyabb lesz. A Dreyfus cég nemzetközi részvénypiacról foglalkozó igazgatója szerint az elmúlt évtizedek azon időszakai, amikor az amerikai értékpapírok alacsonyabban teljesítettek, mint a világ más piacai, egybeesett a dollár értékének csökkenésével. (Érdemes megjegyezni, hogy az Egyesült Államokban a Dow Jones részvényindex 1995-ben 34, tavaly pedig 23 százalékkal emelkedett, s a szakértők idén is nagymértékű fejlődésre számítanak.)

Ugyanakkor a külföldi értékpapírok jobb teljesítménye a japán piac jó szereplésével járt együtt. A Dreyfus cég illetékes igazgatója szerint a dollár mostani erőssége ellenére sem változtak meg azok a tényezők, amelyek az elmúlt 25 esztendőben krónikus gyengeségét okozták, például a dollár kiáramlása külföldi befektetésekbe és az USA folyamatosan duzzadó kereskedelmi mérleghiánya. A dollár értékcsökkenése lehetőséget ad a nemzetközi befektetőknek a visszatérésre, s ez szintén egy ok, hogy a tengerentúli piacok kedvezőbbnek mutatkozzanak.

A várakozások szerint 1997-ben a külföldi értékpapírok legalább lépést fognak tartani az amerikai értékpapírokkal, de lehet, hogy megelőzik azokat. Ugyanakkor – vélik a szakértők – az EU kritikus idők elé néz, ahogy egyre közelebb kerül a saját közös pénz bevezetéséhez.

Itt helyes szólni arról, hogy a japán pénzügyminisztérium kutatócsoportja pénzügyi liberalizációs intézkedéseket javasol, amelyek végrehajtása esetén „világpénz” válhat a jen. A kutatók szerint szük-

séges mielőbb feloldani a magán-személyek és a vállalatok jennel történő tőkeátutalásainak előzetes bejelentési kötelezettségét, s lehetővé kell tenni a kereskedelmi bankok mellett más vállalkozások számára is a jennel történő átutalásokat.

A jen használata a nemzetközi tranzakciókban a különböző kötöttségek miatt az elmúlt években visszaszorult, s ennek nyomán visszaesett az érdeklődés a tokiói tőzsde iránt is. A külföldi vállalatok az ázsiai szigetországba irányuló exportból származó jennevételeiket jelenleg azonnal dollárra konvertálják, hogy elkerüljék a bürokratikus akadályokat és a jen átutalások magas költségeit. Emiatt a jennel történő befektetések iránt (értékpapír- és részvényvásárlások stb.) meglehetősen csekély az érdeklődés.

A pénzügyminisztériumi kutatók szerint a japán valuta vonzóvá tételéhez nem elég önmagában a jennel történő tranzakciók liberalizálása, ehhez a pénzügyi egészét fel kellene szabadítani. Hasonló tervek megvalósításán fáradozik a japán kormány: a miniszterelnök már korábban bejelentette, hogy 2001-ig sor kerül a szigetország pénzügyi piacának átfogó liberalizálására.

## Jegybanktörvény Bulgáriában

Bulgária ügyvezető kormánya január közepén elfogadta a jegybanktörvény módosítását, amely a valutatanács követelményei szerint szabályozza a központi pénzüzetet hatáskörét. Ismeretes, hogy Bulgáriának az IMF ajánlása alapján a valutatanács-rendszer bevezetésével kell leküzdenie a pénzügyi válságot, visszaszorítva az inflációt és helyreállítva a leva iránti bizalmat.

Amennyiben a parlament elfogadja a törvénymódosítást, megszűnik a központi bank azon hatásköre, hogy megállapítsa a napi lejáró kamatlábat és az irányadó kamatlábat. A rendszer bevezetésekor az árfolyamot a dollárhoz vagy a márkához kötik, a kamatlábat pedig a bankközi piac fogja meghatározni. A pénzügyi

# Egybeszedő közbeszedő

Tudatom Önökkel Államunk azon elhatározását, hogy az államháztartás néhány alrendszerét megsza-badítja a közpénzek beszedésének gondjától, és vállalja a beszedési-bevételi kockázatot. Méltatlan hoz-zájuk a díjbeszedő funkció, no meg rendszeridegen. A megalakuló kö-telező nyugdíjpénztárak sem terhelhetők ilyenmű feladatokkal. Nem kaphatnak lehetőséget pénzbehajtó őrző-védő-verő brigádok alkalmazására. Csak akkor tudnak majd a tagok érdekében önfeledten dolgoz-ni, ha eleve funkciótlanítjuk, kiüresítjük őket.

Egységes központi közpénzbeszedő szervezet jön létre a személyi jövedelmekkel kapcsolatos elvonások elvonására. Ez az egybe-beszedő közbeszedő mindent egybe beszed, majd a közpénzt leosztja a köz-jövedelem-tulajdonosok között. A suum cuiusque tribuere elv alapján mindenki megkapja a magáét, így a Személyi Jövedelemadó Alap, a Társadalombiztosítási Nyugdíjalap, a Rokkantnyugdíj alap, a kötelező nyugdíjpénztár, a Foglalkoztatási Alap, az Egészségügyi Pénzbeni Juttatási Alap és az Egészségügyi Természetbeni Ellátási Alap. Bevé-teleikről immár nem kell gondoskod-niuk. Jön az magától készpénzkímélő formában.

Az egységes közbeszedés támo-gatására létrejön a számítógépes alapú egységes nyilvántartási rend-szer. Ez nem közös adatbázis lesz, hanem a „közös adatok bázisa” – né-hány személyi adat magasságában, az Országos Népegyenlívántartó Hi-vatal oldalvén és az APEH mentén.

Létrejön a felsőszintű kapcsolat a közpénzek gazdáí között. A közös adatok bázisa megteremti az indokolt hozzáférés lehetőségét mind a hard veres, mind a szoft veres színárnyalatban. Ha valamelyik akar valamit, azt lekérdezi a közös adat-bázison keresztül a másik közpénz-gazda adattárából.

Lehetővé válik az egységes nyilvántartási rendszer révén az egyes ada-toknak alrendszerek közötti kereszt-ellenőrzése. Az adatközpont olyan lesz, mint egy rendezőpályaudvar. A hatalmas számítógép tudja, merre kell az adatot továbbítania, azt melyik gurulóra kell irányítania icipici tolatómozdonyai-val. Bekövetkezik a csoda: ha az egyik közpénz-gazda nyilvántartásában megjelenik egy új adat vagy egy adatváltozás, ez auto-matikusan megjelenik a többiek nyilvántartásában is. Ez a központi koor-dináló automata az összes résztvevő szervezet számítástechnikai rend-szerei közötti szabályozó-összekötő felületként (interface) működik. Gépi, számítástechnikai apparátus így még nem került szembe az Alkotmánybírósággal. Pedig joggal elvárható lenne, hogy egy gép legyen olcsó, finom és alkotmányos.

Máris felkértek tíz darab alkot-mányjogászt annak kimunkálására, miképp védhető ki az Alkotmány-bíróság. Feladatuk bizonyítani: nem támaszt alkotmányossági aggályokat az a körülmény, hogy a személyi szám, az adószám és a társadalom-biztosítási jel bármikor egymásból felderíthető, az adott személyről minden megtudható.

Bizonyítandó, hogy az egységes nyilvántartási rendszer – amely csak a személyi adatokat tartalmazza – nem hoz az adat- és személyiség-védelemben radikális változást. Már most is minden különösebb ügyesség nélkül be lehet hatolni az egyes résznyilvántartásokba. A három szám annyi, mintha egy lenne. Tudni fogja mindegyik közjövdelem-gazda, hogyan állok a közbefize-tesek tekintetében a többi gazdánál.

Az adatvédelmi biztos pedig állni fog az új tények előtt, mint Lót a pusztában. Aztán leül és imígy östörög magában: mik a prioritások széles e hazában? Majd prózára vál-tva így szól bánatában: „Vannak alapvető és még alapvetőbb alkot-mányossági prioritások. Ez utóbbi-

aknak tennék eleget a nyilvántartá-sok pontosításával, a járulékfizetési fegyelem megszilárdításával, a nem járulékolatott és nem adóztatott egyének számítógépes keresztel-lenőrzéses felderítésével. Alapvető alkotmányossági követelmény ugyan-is a közterheknek közteherviselő-ké-pesség szerinti terítése. Nem mellé-kes az sem, hogy a társadalombiz-tosítási alapok egyenlegei pozitívvá vál-nának, segítve érvényesülni fedezeti oldalról számos szerzett és vásárolt jogot.”

Az új beszedési és nyilvántartási rendszerben az élömunka-költségek három eleme – a nettó kereset, a sze-mélyi jövedelemadó és a járulékok – csak egyszerre, egymáshoz kap-csoltan lennének kifizethetők, vagyis egyik se a másik kettő nélkül. A há-rom elemet csak együtt lehetne elrejténi. A kockázatokról és a mellék-hatásokról kérdezze meg házi adó-orvosát.

Az élömunka-költséget olybá kell majd tekinteni, mintha teljes egészében a dolgozó keresete lenne. Így a munkáltatói járulék is mun-kavállalóivá válna, tehát a biztosítot-tat terhelné. 1000 forint bruttó kere-set 1400 forint lenne. Ebből lemegy nyugdíjjárulékra 260, rokkantnyug-díj-járulékra 40, foglalkoztatási járú-lékra 20, egészségbiztosításra 180, szja-ra pedig 300 forint, összesen 800 forint.

A dolgozóé maradna 600 forint, alkalmaztatási költségének 43 százaléka. Amikor ezt elkölti, ebből még elvisz forintoként az áfa és a fogyasztási adó 13 fillért. Marad a nyomorultnak csont nélkül 30 fillére. Merthogy a tisztánlátás is alkot-mányossági követelmény. A magán-háztartásokban leegyszerűsödne a közteher-befizetések nyilvántartása. Ha pedig még ez kiegészülne a ház-tartási rezsiköltségek egységes nyilvántartási és elszámolási rendszeré-vel, mindenütt kiderülne, mennyi marad zsíroskenyérre.

Pirityi Ottó

csátásra az a szabály lesz érvényes, hogy a forgalomban lévő pénzmeny-nyiség nem haladhatja meg a valuta-tartalékok nagyságát.

A központi banknak meg kell szüntetnie a kormány és a kereskedelmi bankok finanszírozását is. A kormány csak egy három hónapos átmeneti időszakban juthat hozzá maximum fél éves lejáratú jegybanki hitelekhez. A kereskedelmi bankok pedig kizárólag fedezet felmutatása mellett vehetnek fel hitelt a rövid távú likviditási gondok megoldására. A törvénymódosítás értelmében a központi bank nem folytathat majd nyíltpiaci műveleteket és nem kereskedhet állampapírokkal.

A remények szerint a valutatanács még az első negyedévben megalakul. A részletekről a kormány folytat majd tárgyalásokat az IMF küldöttségével. Elemzők véleménye szerint a valutatanács-rendszer komoly áldozatokat követel, hiszen a kormánynak – a jegybanki hitelcsatorna megszűnése miatt – mérsékelnie kell a költségvetési hiányt, ami többek között vállalatok bezárását teszi elkerülhetetlenné. Ismeretes, hogy Bulgária gazdasága a csőd szélén áll, a volt szocialista országok közül a balkáni állam az egyetlen, ahol a gazdasági reformok eddig nem vezettek eredményre. Az ország valutatartalékai alig haladják meg az 500 millió dollárt, miközben idén az adósságszolgálati kötelezettség eléri az egymilliárd dollárt. Szakértők szerint nem kizárt, hogy Szófia nem juthat újabb külföldi hitelekhez, ez pedig fizetéseképtelenséget eredményezhet.

## Holland aranyeladás

Hollandia központi bankja január közepén bejelentette, hogy 300 tonna aranyat értékesített, s ezzel 20 százalékkal csökkentette aranytartalékait. A „sárga fém” értékesítéséből a bank 6,4 milliárd holland forint (3,8 milliárd dollár) bevételre tett szert.

A bevételt a központi bank hozzáadta a valutatartalékokhoz, amelyek

kamata évi 250 millió holland forintot tesz ki. A bank közlése szerint az eladott arany mennyiség a világ aranybányái évi termelésének 12 százalékával egyenlő. A holland központi bank aranyeladása nem keltett meglepetést pénzügyi körökben, hiszen a jegybankok – elsősorban az Európai Unió tagországaiban – sorra apasztják aranykészleteiket.

Elemzők véleménye szerint az EU-országok központi bankjainak aranyeladásai mögött az is meghúzódik, hogy deficitjük csökkenésével megfeleljenek a maastrichti kritériumoknak.

A központi bankok aranyértékesítései is hozzájárultak ahhoz, hogy az aranyár újabb mélyrepülésbe kezdett. Január második felében egy uncia arany ára alig haladta meg a 350 dollárt. (Egy hónappal korábban az arany ára még 380-390 dollár között mozgott.)

A CRU International tanácsadási cég elemzése szerint az EU-országok központi bankjai összesen mintegy 14 ezer tonna aranytartalékkal rendelkeznek, s ekkora mennyiségre nincsen szükségük. A szakértők tehát további aranyeladásokra számítanak a központi bank részéről, s ez tovább csökkentheti a „sárga fém” árát.

Hans Tietmeyer, a Bundesbank elnöke nemrégiben bejelentette, hogy a központi bankok egyelőre nem kívánnak összehangolt akciót szervezni aranyeladásra, s a bankok nem is szándékoznak nagyobb mennyiségű aranyat értékesíteni. Szakértők azonban arra hívják fel a figyelmet, hogy ebben a kérdésben nem született írásos megállapodás.

A Financial Times arra emlékeztet, hogy a holland központi bank négy éve 400 tonna aranyat értékesített készleteiből, arra hivatkozva, hogy követi a többi jegybank példáját.

## Sokkterápia Romániában is?

Mugur Isarescu, a román nemzeti bank elnöke szerint az ország gaz-

daságának jelenlegi helyzetében elkerülhetetlen a sokkterápia, amelynek első félévében az amúgy is alacsony életszínvonal tovább fog csökkenni. A román gazdaság legkedvezőtlenebb mutatója a külső deficit, tavaly az import 2 milliárd dollárral haladta meg a kivitelt, a külkereskedelmi mérleg hiánya a dollár 1996. évi középárfolyamával számolva 7 ezer milliárd lej volt. Ez az összeg a költségvetésnek mintegy harmadával egyenlő.

Ugyancsak súlyos a költségvetési hiány, amely eléri a GDP 5 százalékát. Ehhez járul a vasutak 2000 milliárd lejes hiánya, amelyekkel a gazdaság teljes deficitje megközelíti a bruttó hazai termék 10 százalékát. Mivel a termelés 10 százalékos növelésére nincs sok esély, csak a fogyasztás csökkentése lehet a megoldás.

Románia gazdasági fejlődése 1996-ban igen sok kívánnivalót hagyott maga után. Csak 1994-ben és 1995 első felében volt olyan gazdasági növekedés, amikor a termelés az export növekedése és az infláció csökkenése mellett bővült. 1995-től azonban a gazdaság úgy nőtt tovább, hogy az export visszaesett, az import növekedett. Ráadásul számos importcikket – például az energiahordozókat – beszerzési árak alatti belföldi áron használták fel. A hiányok felhalmozódásának következménye az infláció, a nemzetgazdasági egyensúly felborulása, illetve a vállalati körbetartozás lett.

A jegybank elnöke úgy véli: Románia jelentős külföldi tőkebeáramlásra számíthat abban az esetben, ha a kormány által bejelentett reformprogramot maradéktalanul végrehajtják. Időközben a bukaresti kormány helyesbítette az ország külföldi adósságáról korábban közölt adatokat. A tartozás valójában 6,9 és nem 10,9 milliárd dollár. Az utóbbi összeg a december 31-éig összesen jóváhagyott külföldi hitelt jelenti, amelyből Bukarest már bizonyos összeget visszafizetett, más összegeket pedig még nem hívott le.

Gonda György

## Állampapírpiac

A vizsgált időszak állampapírpiaci folyamatai ellentétes tendenciák szerint alakultak. A változatosság hátterében a forintbefektetések devizákkal szembeni hozamelőnyének csökkenése áll, amely MNB által történő befolyásolásának mikéntjére erős spekuláció indult be. A periódus első felében hozamnövekedés volt a jellemző, melynek oka az elmaradt repocsökkentés és az a bejelentés volt, hogy az MNB január 14-től új betételhelyezési konstrukciót vezet be. A konstrukció lényege, hogy a kereskedelmi bankok 365 napos bázison számolva 21,57 hozammal fektethetnek be, amit a piac egyértelműen úgy értelmezett, hogy a hozamelőnyt a hozamesés megállításával és nem a csúszó leértékelés ütemének csökkentésével kívánja megőrizni a pénzügyi kormányzat. Az MNB ezt követő lépése meglepte a további hozamemelkedésre spekulálókat, január 24-én ugyanis fél százalékkal csökkentette a betételhelyezési kamatot, a repokamat szinteket pedig negyed százalékkal mérsékelte. Ezek a folyamatok inkább azok véleményét látszanak alátámasztani, akik a forintbefektetések hozamelőnyét a csúszó leértékelés ütemének – esetleg márciustól történő – csökkentésével látják biztosíthatónak. Az MNB döntésnek megfelelően a periódus utolsó hetében mind az egy hónapos, mind a három hónapos kincstárjegy aukciókon csökkentek az átlaghozamok, rendre 21,73, illetve 21,30 százalékos átlaghozam alakult ki. Az államkötvények tekintetében is érdekes fejleményekről lehet számot adni. Az időszak végén kibocsátott fix kamatozású, öt éves lejáratú 2001/C államkötvény aukcióján még a legvadabb elképzeléseket is felülmúló 15,69 százalékos átlaghozam alakult ki.

## Részvénypiac

Kisebbségi korrekciókkal ugyan, de folytatódott az 1996 végén kezdődött hossz a Budapesti Értéktőzsde részvénytörzsében. A vizsgált

periódusban a tőzsde hivatalos indexe 4.291,29 pontról 5.468,83 pontra emelkedett, ami több, mint 25 százalékos erősödést takar. A kiugró teljesítményhez magas forgalom társult a tavalyi 1 milliárdos napi forgalommal szemben az idei évben a kereskedés volumene meghaladta a 3 milliárd forintot is.

A kiugró forgalomban nagy szerepet játszott a Mol piacának megélénkülése is, ahol négy hét alatt 17 milliárdos forgalom mellett 2.045 forintról 3.395 forintra erősödött a kurzus. Az értéknövekedésben minden bizonnyal nagy szerepet játszott az az információ, amely szerint már csak az utolsó simítások vannak hátra az Adriakőolajvezeték részvényeinek megvásárlásáról szóló szerződésben. Mint ismeretes a kőolajvezeték részvényeit több, mint másfél éve hirdette meg a Horvát Privatizációs Alap, amely iránt két pályázó is érdeklődött az osztrák OMW és a Mol Rt. személyében. Az eredeti elképzelés szerint mindkét cég 12,5-12,5 százalékat vásárolt volna meg, az osztrák társaság azonban visszalépett az ajánlatától. A tárgyalások jelenlegi stádiumában már csak két kérdés maradt nyitott, a Mol egyrészt szállítási jogot kért a vezetékekben, amit a kapacitások 10 százalékos kihasználtsága miatt meg is kapott. Másrészt a Mol az Adriavezeték birtokló Janaf vezetésében kért egy igazgatósági helyet, aminek szintén nem mondott ellent a horvát fél, így csupán a végleges változat kidolgozása van hátra. A sikeres szerződéskötés értelmében a Mol 92,8 millió márkát fizet a részvények 12,5 százalékaért, és az összeget 20 napon belül le is teszi. Likvidnek bizonyult a TVK piaca is, ahol közel 5 millió darab részvény cserélt gazdát, 1.850 forintról 2.550 forintra erősödő árfolyamok mellett. Bár az 1996-os üzleti év értékelésére még várni kell, az azonban már biztos, hogy az 1995-ös csúcsteljesítménytől elmaradt a Tiszai Vegyi Kombinát Rt. gazdálkodási szempontból átlagosnak nevezhető a tavalyi, mivel a fő termékek árai nem érték el a vegyipari ciklus tetőpontján (1995-ben) regisztrált szintet. Ipari szakértők hosszú távú

előrejelzései szerint az 1997–1998-as esztendő az enyhe recessziós időszak éve lesznek, majd 1999-től nagy fellendülés várható. Az 1996-os évben a TVK Rt. 6,3 milliárd forintot költött beruházási célokra, az idén pedig több mint 7 milliárd forintot fordítanak fejlesztésre és korszerűsítésre. A társaság vezérigazgatója szerint nem elképzelhetetlen, hogy a társaság 50 százalékos adókedvezményben is részesül, mivel az minden olyan magyar vállalatot megillet, amely 1 milliárd forintot meghaladó összeget fordít beruházásra, exportárbevételét pedig 25 százalékkal növeli. A harmadik vegyipari társaság, a **Borsod-Chem** sem maradt el értéknövekedésben az előbbiektől, négy hét alatt 4.000 forintról 5.900 forintra emelkedett a kurzus. Információk szerint a kazincbarcikai társaság 1 milliárdos beruházásba kezd az idén, amelynek keretében a legfontosabb termékének, az MDI-nek a gyártásához szükséges formalin előállítását biztosítja. A mostani beruházásra azért van szükség, mivel a társaság legfontosabb szállítója, az Észak-magyarországi Vegyiművek (ÉMV) felszámolása elhúzódik, így nem tűnik biztosítottnak az alapanyag-ellátás. Kevésbé voltak keresettek a gyógyszeripari papírok, amelyek egyaránt 10.000 forint felé küzdöttek fel magukat. A **Richter Gedeon** esetében a 11.000 forintos záróár 1.500 forintos emelkedést takar. Az erősödésben minden bizonnyal szerepet játszott az a hír is, amely szerint a Richter Gedeon Rt.-nél is fontolgatják, hogy a privatizációs bevételek 20 százalékat visszaigénylik, ami 1,6 milliárd forintos bevételt eredményezne a kőbányai társaságnak. Az 1989. XIII. törvény szerint ugyanis az 1994 novemberében, darabonként 1.330 forintért magánkézbe adott 464.500 részvény bevételének 20 százaléka a céget illeti meg. Természetesen nehéz belelátni, hogy a Richter fejlesztési terveibe hogyan illeszkedik ekkora összeg, ugyanakkor azt is nehéz lenne megmondani, hogy a társaság jelenlegi tulajdonosai hogyan fogadnának egy esetleges alaptőke-emelést. A kiváló háromnegyedéves jelentés, illetve az optimista várakozások gyors ütemben növelték a **Pick**

## Óriáshitel a Gazpromnak

Londoni pénzügyi hírek szerint szindikált hitel összeállítása van folyamatban a világ első számú gázipari vállalata, a Gazprom részére. A 2,5 milliárd dollárra becsült hitelt annak a 24 milliárd dolláros gázvezetéknek a felépítéséhez szánják, amely a Jamal-félsziget gázmezőit köti majd össze Nyugat-Európával.

Nyugati lapértékelések szerint a Dresdner Bank által szervezett hitel nyolc évre szól. A fizetések, illetve a beruházás esetleges félbemaradásából eredő kockázatokat az a záradék csökkenti, amelynek értelmében a Gazpromnak a kölcsönt a már folyó nyugat-európai szállításaiból kell törlesztenie.

Az óriáshitel – a kiszivárgott információk szerint – meglehetősen drága lesz: ára mintegy 2 százalékkal a LIBOR felett. Szakértők egybehangzó véleménye szerint a Gazprom részére szindikálható hitel egy kelet-európai vállalatnak valaha is összeállított legnagyobb egyedi csomag lesz. Az orosz gázipari vállalatbirodalom a várakozások szerint az idén még 250-500 millió dollár eurokötvényrel is jelentkezik a nemzetközi tőkepiacon.

1996 végén a Gazprom-papírok tőzsdei bevezetése 430 millió dollár bevételt hozott a cégnek. Ez volt eddig a legeredményesebb kelet-európai vállalati kibocsátás, bár londoni vélemények szerint a rekord megdőlhet a Matáv-papír New York-i bevezetésével.

Az Interfax hírügynökség jelentése szerint a Gazprom a jamali mellett a finn Neste és kettejük vegyesvállalata, a Gazum közös vállalkozásában gázvezeték építési Észak-Európában is. Az erről szóló megállapodást már aláírták Helsinkiben. A 3005-ig megvalósuló beruházás révén az orosz szállítások jelentősen növekedhetnek az észak-európai piacra. (Oroszország 1974 óta exportál földgázt Finnországba, de az új vezetékkel lehetővé válnának a szállítások Svédországba is.)

A finnek jelenleg évi 3 milliárd köbméter földgázt vásárolnak a Gazpromtól, a tervek szerint az északi országnak 2005-ben 7,7, 2010-ben pedig már 8 milliárd köbméter földgázra lesz szüksége.

## Beruházásbarát Moszkva

Nemrégiben újabb ülést tartott az orosz kormány és az országban nagyberuházásokat végző külföldi vállalatok képviselőiből álló tanácsadó testület. A testület egyik társelnöke Viktor Csernomirgin miniszterelnök, a másik pedig Michael Henning, az Ernst & Young elnöke. Az orosz kormányfő a tanácskozáson a kabinet egyik legfontosabb ideai feladatául jelölte meg a külföldi tőke becsalogatását.

Csernomirgin a jelenleg meglehetősen áttekinthetetlen adó- és jogrendszer reformálását ígérte annak érdekében, hogy a jövőben a jelenleginél jóval stabilabb gazdasági környezet várja a beáramló külföldi tőkét. A miniszterelnök a tanácskozáson közölte, hogy eddig 12 milliárd dollár külföldi tőke áramlott be Oroszországba, s ennek fele tavaly érkezett. Az orosz kormányfő az ezredfordulóig összesen 20 milliárd dollár külföldi tőke bevonására számít. (Nyugati felmérések szerint az eddigi befektetések összege nem haladja meg a 6 milliárd dollárt.)

A befektetők étvágyának növelése érdekében az orosz kormány idén megkezdte a szerkezetváltást az iparban. A reformok első lépéseként a vállalatvezetés hatékonyságát szeretnék javítani, többek között a nemzetközi számviteli standard-ek bevezetésével.

A tervek szerint jövőre már csökkenő adóterhességgel számolhatnak a külföldi befektetők Oroszországban. Az orosz pénzügyminiszter szerint az új adótörvényeket márciusban terjesztik a törvényhozás elé, s így jó esély van arra, hogy azokat még az év vége előtt jóváhagyják.

A külföldi befektetések ösztönzésére hivatott tanácsadó testület amerikai társelnöke üdvözli az orosz kormány eltökéltségét a beruházások bővítése mellett, de a potenciális befektetők szeretnék kívánni a fejleményeket. Henning szerint az orosz kormány megalapozottan remélheti a külföldi befektetések számottevő gyarapodását. Ehhez azonban Moszkvának módosítania kell a világban az Oroszországról kialakított képet, s néhány, a beruházóknak kedvező törvényt is el kell fogadtatnia a parlamenttel.

## Kínai kötvénykibocsátási tervek

A hivatalos China Daily Business Weekly kiadvány közlése szerint Kína idén mintegy 2 milliárd dollár értékű kötvénykibocsátást tervez a nemzetközi piacokon. Ez az összeg valamivel felülmúlja a tavalyi kibocsátások értékét. Az új kibocsátások célja az energetikai és a szállítási infrastruktúra fejlesztésének finanszírozása.

A kínai állami fejlesztési bank 350 millió dollár értékű úgynevezett Yankee-kötvény kibocsátását tervezi az USA-ban. A központi bank kétéves szünet után idén tér vissza a nemzetközi pénzügyi piacokra.

A kínai kibocsátók szeretnék minél nagyobb hasznot húzni abból a tényből, hogy jelenleg kedvező forrásszerzési lehetőségek vannak külföldön, s a befektetők kedvezően ítélik meg a kínai értékpapírokat. (Érdemes megjegyezni, hogy tavaly Kína összesen 1,81 milliárd dollár értékben bocsátott ki kötvényeket.)

Miközben Peking fokozni kívánja kötvénykibocsátását külföldön, odahaza is számítani lehet ennek élénkülésére. Belföldön idén várhatóan 1,8 milliárd értékben bocsátanak ki kötvényeket, elsősorban az áramtermelés és a vasúti szállítás finanszírozására.

A külföldi kibocsátásokat idén négy kereskedelmi bank – a Bank of China, az Industrial and Commercial Bank, a Construction Bank és az Agricultural Bank – végzi. Illetékes állami tisztviselők szerint a kibocsátókat a hatóságok arra ösztönzik, hogy alacsony költségű forrásokhoz jussanak „aktívan és folyamatosan” a nemzetközi piacokon.

Pekingben arra is felhívják a figyelmet, hogy az ország külföldi adósságainak alakulását továbbra is szigorúan ellenőrzik. 1996 június végén az ázsiai ország külföldi adósságai elérték a 109,6 milliárd dollárt. Az állami tervbizottság szerint Kína idén 7-18 milliárd dollár kölcsönt vesz fel a regionális gazdasági egyenlőtlenségek csökkentésére.

Miközben Kína szerény mértékben növeli forrásgyűjtési tevékenységét külföldön, az ország valutatartalékai ütemesen növekednek, s értékük a tavalyi esztendő végén 105 milliárd dollár ért el.

# A költségmégmaradás elve

Évek óta foglalkoztat, miképp lehetne képletbe foglalni a zavartalanul megvalósuló szűkített újratermelés absztrakt feltételeit kimutató modellt. Ezt már Marxnak meg kellett volna csinálnia, de nem jutott eszébe. Csak az egyszerű és a bővített újratermelés érdekelt. A képletet megalkotnom ugyan nem sikerült, de melléktermékként eljutottam a költségmégmaradás elvéig. És ez sem csekély tudományos eredmény.

Kiindultam a nulla végösszegű játékelmélethez, mely szerint, ha pénzben ultizunk, én csak annyit nyerhetek, amennyit társaim veszítenek. A pénz nem vész el, csak átcsoportosul. Eme elmélet rabjává válva jutottam el a nulla végösszegű költségelmélethez, amely szerint költség nem vész el, csak átcsoportosul.

Az államháztartásból, mint költségviselőből kiindulva, kétféle költségátcsoportosulást ismerünk: vertikálisat és horizontálisat. A vertikális az, amikor az állam valamely funkciótól vagy a funkció költségeinek egy részétől meg akar szabadulni. Például a felsőszintű deficitet leviszi az államháztartásból a magánháztartásba, mert így a Világbank nem látja annyira. Az államháztartás így módon előállt haszna egyenlő a magánháztartás így módon előállt kárával. A játék nulla végösszegű.

Vertikális költségátcsoportosítás az is, amikor az állam emeli a közterheket. Felerősíti ezáltal a védekező mechanizmusokat. Aki tud, kibújik a közteher alól. Amennyivel nőtt volna a közbevételek, éppen annyival nem nőtt. És egyesek pénztárcája éppen annyira dagad, mint amennyire az állam pénztárcája apad. Ez az árapálykiegyenlítő elve. Az állam kivonul, hogy olcsó legyen és finom.

Az állam kivonulása átvezet a horizontális költségátcsoportosulás témakörébe. Csökkenek a funkcionális támogatások, amelyek családpolitikai, lakáspolitikai, létbiztonsági, egészségügyi és oktatáspolitikai célo-

kat szolgálnak. Amennyit itt megspórolnak, annyival nő szükségképpen a rászorultsági alapú támogatás, de jóval kisebb hatékonysággal. Az absztrakció magas szintjén nullszaldó jön ki; gyakorlatban magánháztartási negatív szaldó, mert van egy csekély vertikális költségátcsoportosulás is.

A horizontális költségátcsoportosulás iskolapéldája napjainkban a kórházi ágyszűkítés. Tízezer ágy megszüntetése nem hozott évi tízmilliárd megtakarítást, mert az ágyszám csökkenésével nem csökkent a fekvőbetegek száma. Egy részük most már ambulanciára jár, növelve a rendelőintézeti ráfordításokat. Más része átment más ágyakra, otthoni ápolásba. Régi álmom valósul meg: az orvos receptre felírhat nekem nővérkét napi két-három órára. A nővérke házhoz jön, hogy ne fárasszam magam ambulálással és preambulálással. Az évi megtakarítás államháztartási szinten bruttó 1,5, nettó 0,3 milliárd forint.

Ugyanennyi fog kijönni egyébként a nyugdíjkorhatár emeléséből is. Ami megtakarítás a társadalombiztosítás nyugdíjágában jelentkezik, annyi lesz a többletkiadás a megnövekedett betegállomány miatt, a rokkantnyugdíjasok létszámának emelkedése miatt, az elhelyezkedni nem tudó fiatalok miatt. Az a remény is szertefoszlott, hogy a korhatáremeléstől a járulékbetétel nő. Ez csak akkor következne be, ha a foglalkoztatottak száma is emelkedne. De nem emelkedik, mert a korhatáremeléstől a munkahe-lyek száma sem emelkedik.

Tervbe van véve, hogy rokkantnyugdíjra csak az legyen jogosult, aki véglegesen és százszázalékosan rokkant, vagy aki a munkaképességét legalább 80 százalékban elveszítette, és már elmúlt 50 éves. Így, aki 48 éves korában 30 éves szolgálati idővel csak 70 százalékban veszíti el munkaképességét, átkerül a szociális ellátás rendszerébe. Annyi címen vesz fel majd pénzt, ahány címen csak tud. Amit egyik kasszában megspórolnak, az a többi kasszában terhelik. Államháztartási nullszaldó. Nulla végösszegű játék.

Nullszaldókkal van tele a tervezett vegyesfinanszírozású nyugdíjrendszer is. Amennyi járulék a magánpénztárakba megy, annyi fog hiányozni a folyó nyugdíjfinanszírozásból. Amennyi hiányozni fog itt, annyi államkötvényt kell kibocsátani. Amennyi államkötvényt kibocsátanak, annyi fedezet keletkezik ezek megvásárlására a magánpénztárakban. Amennyivel könnyít az egyéni számlákon lévő pénz a későbbi aktív idősellátási terheik, annyival sújtja őket majd közvetve a kötvények visszaváltásának állami költsége. Amennyi lesz a magánpénztári befektetések hozama, annyi lesz a pénztárak működési költsége.

Nem csoda ezek után, hogy kidolgoztam a közöltségek keresztrugalmasságának (cross elasticity of social cost) elméletét. A keresztrugalmasság mérőszáma azt jelzi, hogy az egyik közfunkcióban bekövetkezett közöltségsökkenés a többi közfunkció költségében mekkora növekedést hoz. Ez egy fordított lehetőség-költség (reverse opportunity cost).

Mérhetővé válik a funkció- és költséghelyettesítési hatás (substitution effect) -, ha adottnak tételezzük az államháztartás reálértékben mért összkiadási keretét. A helyettesítések addig folytathatók, míg el nem jutunk egy közömbösségi görbéhez (indifference curve), illetve ezek halmozáshoz, a közömbösségi felülethez (indifference map), ahol már a helyettesítésnél nincs megtakarítás államháztartási szinten.

Persze, ha itt kezdik a költségátcsoportosítást, és nem itt végzik, bőven túllépi már induláskor a helyettesítési határát (marginal rate of substitution). És csodálkoznak, hogy a sok munkából, normaszövegből, kommunikációs stratégiából nem jön ki semmi. A nép meg csak nézi, mit csinálnak vele. Sok éve nála negatív a szaldó. Elérkezett türelme határátárához.

Pirityi Ottó

## A magánszektor a visegrádi országokban

A négy visegrádi országban – Magyarországon, Csehországban, Szlovákiában, Lengyelországban – dinamikusan növekszik a magánszektor aránya és jelentősége a gazdaságban. A Világbank két vezető tisztségviselője által nemrégiben készített tanulmány szerint a piacgazdasági átmenet sikeres befejezéséhez ezeknek az országoknak további lépéseket kell tenniük a pénzügyi, a jogi és a szabályozási reformok területén.

Michael S. Borish véleménye szerint a visegrádi országokban a tartós gazdasági növekedés egyik alapfeltétele az erős és arányaiban is jelentős magánszektor. A szerzőtárs, Michel Noël úgy látja, hogy a négy állam eddigi piacgazdasági stratégiája összességében és nagyobb összefüggésekben sikeresnek nevezhető. Az állami szektor szerepe még mindig meglehetősen nagy Lengyelország és Szlovákia iparában, valamint bankágazatában.

1989-ben a magánszféra részesedése a magyar GDP-ben 20 százalék volt, ez az arány 1995 végére elérte a 70 százalékot. Ugyanebben az időszakban a magánszektorból származó termékek és szolgáltatások értéke 6-ról 31 milliárd dollárra növekedett. (A világbanki tanulmány szerint a magyar GDP közel 75 százaléka a szolgáltatási ágazatból származik.)

1989-ben Magyarországon a munkaerő 20 százalékát foglalkoztatta a magángazdaság, ma ez az arány megközelíti a 70 százalékot. 1995-ben a nem állami szektor már 2,6 millió főt foglalkoztatott. Az említett időszakban a vállalatok száma megháromszorozódott, a foglalkoztatottak száma egyharmaddal csökkent annak nyomán, hogy számottevő átszervezéseket hajtottak végre az állami cégeknél. 1989 óta kétféle munkahely szűnt meg, a magánszektor viszont mintegy 1,4 millió új munkalehetőséget teremtett.

Csehországban 1995 végén a magánszektor részesedése a bruttó hazai termékben elérte a 60 százalékot, hat évvel korábban viszont mindössze 11 százalék volt. A magánszektor teljesítménye 1989 és 1995 vége között 4-ről 27 milliárd dollárra emelkedett. A magántulajdon elsősorban az iparban, az építőiparban és a szállításban számottevő, de mind nagyobb jelentőségű a szolgáltatási ágazatban is.

A cseh munkaerő 65 százaléka dolgozott 1995 végén a magánszektorban. 1989-ben ez az arány csak 16 százalék volt. Mindent összevetve: Csehországban a magánszektor 3,2 millió dolgozónak biztosít megélhetést. Az új munkahelyek többsége a magánszektorban a szolgáltatások és a feldolgozás területén jött létre. A kisvállalatok száma hat év alatt 20 ezerről 640 ezerre növekedett. 1990 óta jelentős mértékben átszervezték az állami ipart, ami nagyszámú munkahelyvesztéssel járt együtt. Megjegyzendő: Csehországban a munkanélküliségi ráta nem haladja meg a 3 százalékot.

Szlovákiában a magánszektor aránya a GDP-ben az 1991. évi 27-ről 62 százalékra növekedett 1995 végére. A nem állami cégek termelésének és szolgáltatásainak értéke 1995 végén 11 milliárd dollár volt, vagyis négy esztendő alatt csaknem négyszeresére emelkedett. Az úgynevezett tömegprivatizációs program eredményeként ezen időszakban a vállalatok száma 9400-ról 26 400-ra nőtt, a kisvállalkozások száma pedig elérte a félmilliót.

A világbanki tanulmány rámutat: a magánszektor elsősorban a szolgáltatási ágazatban bővült dinamikusan, mindenekelőtt Pozsonyban és vonzáskörében 1994 óta a privatizáció üteme lassult, ugyanakkor az export mind nagyobb része származik a magánosított cégektől. 1990-ben a dolgozók 10 százalékát foglalkoztatta a magánszektor, öt évvel később már 55 százalékát. Öt esztendő alatt a munkahelyek száma a magánszférában megötszöröződött, s már meghaladja az 1,2 milliót. Ugyanebben az időszakban 1,3 millió munkahely szűnt meg az állami szektorban. 1989 és 1994 között a szlovák iparban foglalkoztatottak száma 24 százalékkal esett vissza, a munkanélküliség pedig 1,5-ről 13 százalékra növekedett.

Lengyelországban 1989 és 1995 vége között a magánszektor aránya a GDP-ben kétszeresére, 59 százalékra emelkedett, s termelésének, szolgáltatásainak értéke 23-ról 70 milliárd dollárra növekedett. Az országban már korábban is magasabb volt a magánszféra részesedése a GDP-ben, mint a többi visegrádi államban, Lengyelországban ugyanis a mezőgazdaságban gyakorlatilag a magántulajdon volt az uralkodó.

Lengyelországban az állami iparvállalatok száma még eléri a négyezret, elsősor-

ban a nehézipar, a bányászat és a szállítás magánosítása várat még magára. A magáncégek száma az országban eléri az ötmilliót.

1989-ben a magánszektor foglalkoztatta a dolgozók 47 százalékát, hat évvel később ez az arány már 66 százalék volt. A hivatalos munkanélküliségi ráta 14 százalék. 1989 óta kétféle munkahely szűnt meg az állami szektorban, s ez is hozzájárult ahhoz, hogy Lengyelországban viszonylag lassan halad a magánosítás.

Borish és Noël szerint Csehországban és Szlovákiában a magánszektor sokat profitál a viszonylag stabil makrogazdasági környezetből, nevezetesen az alacsony költségvetési és folyó fizetési mérleghiányból, a mérséklődő inflációból és a viszonylag stabil valutaárfolyamból. Az elmúlt esztendőben mindkét országban számottevően bővült az export, Csehországba pedig jelentős mennyiségű külföldi működőtőke áramlott be.

A statisztikák tanúsága szerint mind a négy visegrádi országban a magánszektor növeli bankhitelállományát, ugyanakkor az állami cégek hitelfelvételi tevékenysége – Csehország kivételével – dinamikusan bővül. Csehországban a bankok kinnlevőségeinek 65 százalékát a magánszektor jegyzi. 1995 végén a bankok hitelállományából a magánszektor Magyarországon, Lengyelországban és Szlovákiában 32-46 százalékkal részesedett.

Az elmúlt években mind a négy országban növekedett a banki betétállomány. A betétállomány nagyobbik részét az állami tulajdonban lévő bankok tudhatják magukénak. A bankprivatizáció előrehaladtával mind a négy országban a jövőben növekedni fog természetesen a magánbankok betétállománya. A betétbiztosítás terjedése következtében hatékonyabbá válik majd a magánbankok hitelezési tevékenysége.

A Finance and Development című kiadványban megjelent világbanki tanulmány szerint a magyar példát követve a többi visegrádi országnak is meg kell gyorsítania a privatizációt a nagyvállalati körben és bankágazatban. A kedvező fejlemények nyomán a négy ország számára mind elérhetőbb távolságba kerül a teljes jogú tagság elnyerése az Európai Unióban.

Gonda György

## Állampapírpiac

A vizsgált periódus elején az MNB egyértelmű irányt mutatott a piacnak. Korábban ugyanis fennállt a lehetősége annak, hogy a pénzügyi kormányzat a forintbefektetések hozamelőnyét nem a leértékelés ütemének mérséklésével, hanem a hozamszint mesterségesen magas szinten tartásával igyekszik megőrizni. Erre lehetett ugyanis következtetni a 365 napos bázison 21,57 százalékos nyújtó betétcsere konstrukció bevezetéséből. A január 24-i negyed százalékos repo- és fél százalékos betétcsere-kamat csökkentés azonban új impulzust adott a hozamszökkenésnek. Rövid távon azonban az időszak elején irracionális dolog történt, a hosszabb futamidejű papírok iránt ugyanis csökkent a kereslet. Ennek hátterében inkább technikai jellegű kérdések álltak, a korábban erős hozamesésre játszóknál sokan ugyanis még finanszírozták pozíciójukat, s csak a repocsökkentés után kívántak a piacra lépni. Az időszak közepén ekkor a piacot az ötéves államkötvény aukciója tartotta lázban, amelynek meglepően alacsony, 15,69 százalékos átlaghozama ismét lökést adott a hozamerózióknak. Ezt követően még egy lényeges tényező merült fel, amely a szakértőket is meglepte, nevezetesen, hogy a január-január infláció 18,9 százalékosnak bizonyult, a hozamesés tehát a makrogazdaság oldaláról igazolást nyert. A legnagyobb csökkenés a hosszabb futamidejű papíroknál következett be, a hat hónapos aukciós átlaghozam 20,47, a tizenkét hónapos 20,14 százalékos alakult ki. A rövidebb futamidőknél – kisebb mértékben ugyan – de szintén hozamesés volt tapasztalható, a periódus végi aukciókon rendre 21,44 és 20,76 százalékos átlagokat jegyeztek.

Az időszak legnagyobb érdeklődésre számot tartó eseménye az államkötvények területén az ötéves, eddig még ismeretlen konstrukció megjelenése volt. A 2001/C jelű, 17,5 százalékos szelvényhozamú papír aukcióján az ötmilliárd forintnyi felkínált mennyiségre – bár sok nem kompetitív ajánlat jelent meg – mintegy ötszörös volt a túljegyzés. A hozamok lényegesen a várakozások alatt alakultak ki, a maximális hozam 15,78 százalékos, az átlaghozam pedig 15,69 százalékos lett. Az inflációkövető Pannon GSM kötvény közelgő kibocsátása a hasonlóan 3 százalékos reálhozamot fizető 2003/F államkötvényre

irányította a figyelmet. A hétéves papír legutolsó – február 13-án tartott – aukcióján a befektetők ajánlatai 103,9 százalékos átlagárfolyamot eredményeztek.

## Részvénypiac

A vizsgált periódus elején gyors emelkedés jellemezte a Budapesti Értéktőzsdén szereplő társaságok részvényeit, amit azonban gyors korrekció követett. Az időszak egészét tekintve a tőzsde hivatalos indexe 385,09 pontot emelkedett, és elérte az 5.520,4 pontos értéket. Az utolsó két hétben tapasztalt értékvesztés hátterében az éves gyorsjelentések megjelenése állt, amelyek nem váltották be a hozzájuk fűzött reményeket.

A jegyzett „A” kategória legkeresettebb papírjának a Mol részvények számítottak, a kereskedési volumen több mint harmadát ez a piac mondhatta magáénak. Az árfolyamok a periódus első felében 2.500 forintról 3.790 forintra erősödtek, onnan azonban a kiváló gyorsjelentés ellenére 3.195 forintra estek vissza. Az értékvesztés hátterében minden bizonnyal a közelgő kibocsátással kapcsolatos spekulációk álltak. Az olajipari óriás a tavalyi évben 22,2 milliárdos adózott eredményt ért el, amely azonban nem elsősorban a tevékenységből, hanem a tartalékok felszámolásából származott. Az eredményből például 5,3 milliárd forinttal részesedett a környezetvédelmi céltartalékok felszabadítása, amelyet még az első kibocsátáskor képeztek meg egy átvilágítás eredményeképpen.

Mivel az új vizsgálatok a becsültnél jóval alacsonyabb nehézfém-tartalmat állapítottak meg, a várható költségek is csökkentek, annak ellenére, hogy az infláció növeli a költségeket. A Mol IAS-számai egyébként ezek után mintegy 18 milliárd forint ilyen típusú céltartalékokat tartalmaznak. Az eredmény legnagyobb része természetesen most is, mint hagyományosan az anyavállalattól tevékenységből származott. Az év folyamán gyakorlatilag folyamatosan nőttek a kőolajárak mellett a Mol a termékeinek az árát is tudta növelni, úgy hogy az árrés is bővült.

A gázüzletág ugyan tavaly végig veszteséges volt, az év közben végrehajtott áremelések azonban kifejtették kedvező hatásukat. A konszolidálás szintén kedvezően hatott az eredményre, itt különösen a Nitrogénművek Rt. tavaly első félévtől a konszolidációba bevont

eredménye említendő 2,2 milliárd forinttal. Beruházásokra tavaly a társaság 45,2 milliárd forintot költött, az idei évre azonban már 84 milliárdot irányoztak elő. A jelentős növekedés oka, hogy az idénre várják az egyre kiterjedtebb külföldi kutatási program beérését. A vártnál sokkal jobb eredmények azt is elbírtok, hogy a költségracionalizálás következtében elbocsátott dolgozók költségeinek fedezésére 2,5 milliárdos tartalékokat képzett a társaság. Az idei évről nem nyilatkozott a társaság menedzsmentje, sok minden függ ugyanis a gázárak alakulásától.

A januári 17 százalékos emelés, ugyan megszünteti a veszteségeket, viszont hatása csak az első negyedévet érinti, másrészt a törvényi 8 százalékos eszközarányos megtérülést sem biztosítja. A várható kibocsátás nagy forduló lesz a társaság életében, az emisszióval azonban meg kell az új bányatörvény jóváhagyását. Az árfolyam körül még sok bizonytalansági tényező van, a külföldi elemzők azonban a kiugró eredmény ellenére soknak tartják a jelenlegi tőzsdei árat. A nagy önköteleseknek köszönhetően magas forgalommal büszkélkedhetett a Richter Gedeon is, ahol az árfolyam 10.900 forintról 12.035 forintra emelkedett. A hírtelen szárnyalás oka a privatizációs ellenérték 20 százaléka visszajelentése mellett a kiváló éves jelentés volt, amely az optimista várakozásokat igazolta. A kőbányai társaság 1996-ban 12,3 milliárdos adózás előtti eredményt ért el a magyar számviteli szabályok szerint, szemben az 1995-ös 7,7 milliárddal. A növekedés hátterében továbbra is az egykori szovjet piac áll, itt és Kelet-Európában 108 millió dollár értékű termék kelt el, 16 százalékkal több, mint az előző évben. Ugyanakkor a fejlett piacokon az erős dollár, illetve az árengedmények miatt csak 2 százalékkal növekedtek a bevételek. A hazai piacon viszont kecsesítőek az elért eredmények, az 1996-os 9,3-as piaci részesedés növekedést jelent. A Richter évről évre növeli beruházásait, 1996-ban 6,65 milliárd forintot költött fejlesztésekre, miközben hitelállománya 3 milliárd forintra csökkent, pénzeszközei pedig 7 milliárdra duzzadtak.

Az utóbbiak egy része 1995-től dollárban kamatozik, 619 millió forintos árfolyam-nyereséget biztosítva a társaságnak. A társasággal kapcsolatos az a hír is, amely szerint az ÁPV Rt. a Molhoz hasonlóan a Richterben lévő 38,48 százalékos részesedésének egy részét is piacra kívánja dobni. A teljes csomag piaci értéke megközelíti a félmil-

## Virágzik a pénzmosás-biznisz

Prágában nemrégiben nemzetközi konferenciát rendeztek a szervezett bűnözés pénzügyi kihatásairól. A kérdéskör legjobb nemzetközi szakértői szerint tavaly a világon a szervezett bűnözésből 1000 milliárd dollár bevétele keletkezett a bűnbándáknak. E hatalmas összeg nagyobbik része rövid időn belül – különböző pénzmosási technikákon és pénzintézeteken keresztül – bekerül a nemzetközi pénzvilág véráramába.

A szakértők egybehangzó véleménye szerint az illegális bevételek többségét határidős és származékos ügyleteken keresztül mossák tisztára. David Bickford, a holland Inter-Európa Bank Access Risk Management cég (amely igyekszik védelmet nyújtani a világ vezető bankjainak a pénzmosás ellen) szakértője úgy véli: az Egyesült Államokban tavaly a szervezett bűnözés 500 milliárd dollár bevételre tett szert. A kábítószeres utcai árusításából 400 milliárd dollár bevétel származott, s ezen összeg nagyobbik része rövid időn belül biztosításban, részvényekben, kötvényekben és ingatlanfejlesztésben „landolt”. Bickford szerint az amerikai maffia a világ huszadik leggazdagabb szervezete, vagyona 150 országát is meghaladja.

A japán Jakuza-bandák bevétele 1995-ben 10 milliárd dollár volt. Az orosz belügyminisztérium állítja: a szervezett bűnbándák tartják ellenőrzésük alatt az ország pénztörvényének felét, valamint a külkereskedelem egyharmadát. Jól jellemzi az „iparág” fejlődését, hogy az USA-ban 1986-ban a szervezett bűnözés éves bevétele még nem haladta meg a 100 milliárd dollárt, s tíz év alatt ez az összeg megötszöröződött. A szervezett bűnbándák bevételeinek 78 százaléka származik az Egyesült Államokban kábítószer-kereskedelemből. A világ hét legfejlettebb ipari országában ez az arány pedig 70 százalék körül alakult.

A kolumbiai Cali kábítószerkartell tavalyi jövedelme 320 milliárd dollár volt. A kokainkereskedelemből származó bevétel szinte az utolsó centig átmosásra került a Cali által ellenőrzött vállalatok közreműködésével a bankrendszeren keresztül. Az Egyesült Államok 1995-ben megkísérelte befagyasztani a Cali amerikai vagyonát, az akció azonban nem járt sikerrel, mert a többi érintett ország nem volt hajlandó az együttműködésre Washingtonnal. A Cali ve-

szélyezettett amerikai vagyonát ezek után igencsak gyorsan átmosták a londoni, a tokiói és a frankfurti pénzpiacokon.

Amerikai becslések szerint a bankok napi tranzakcióinak 25 százaléka pénzmosással kapcsolatos, bár ezt meglehetősen nehéz bizonyítani.

A szervezett bűnözés bevételei és az átmosásra kerülő pénzek mennyisége azért növekszik drámai ütemben, mert – a prágai konferencián résztvevő szakértők véleménye szerint – nem kellően hatékony a nemzetközi együttműködés a bűnbándák ellen. Emiatt az egyes országok kénytelenek egyoldalú akciókat végrehajtani. Ebben az USA jár az élen, amely igen magas standard-et állított fel a szervezett bűnözés elleni harcban. Ennek része az olyan jogi szabályozás, amely lehetővé teszi a beavatkozást, az intézkedést az Egyesült Államok határain kívül is.

Ami Közép- és Kelet-Európát illeti: térségünkben a szervezett bűnözés és a pénzmosás területén Oroszország tudhatja magáénak a kétes első helyet. Szergej Sibajev – aki éveken át a Coopers & Lybrand moszkvai irodájának egyik üzlettársa volt – véleménye és adatai szerint az elmúlt öt évben 60 milliárd dollár hagyta el Oroszországot, s ennek az összegnek a nagyobbik része külföldi pénzközpontokban bukkant fel – már tisztára mosva. Sibajev úgy véli: idén 12 milliárd dollár töke áramlik majd ki az országból. (Svájci vélemények szerint az ország bankjaiban mintegy 10 milliárd dollár orosz maffiapénzt helyeztek el eddig).

A maffiapénzek útja külföldre meglehetősen egyszerű. Vagy aktatáskában jut a pénz külföldre, vagy pedig „üres” export-import szerződés keretében. Figyelemre méltó, hogy tavaly az orosz központi bank mindössze 811 millió dollár külföldre való átutalására adott engedélyt, s ebből csak 416 millió dollárt utaltak át ténylegesen. A szervezett bűnözés erejét jól mutatják az orosz szakértők adatai. Sibajev szerint Oroszországban 41 ezer vállalat, a bankok fele, valamint a külföldi részvétellel működő közös vállalkozások mintegy 80 százaléka kapcsolódik erősebb-gyengébb szálakkal az országban működő mintegy 5000 maffiacsoporthoz.

Az orosz GDP-ben becslések szerint a feketegazdaság aránya eléri már a 40 százalékot. Sibajev arra is felhívta a prágai konferencia figyelmét, hogy Oroszországból a pénzátutalás szinte lehetetlen a nyugati segítsége nélkül. Ezzel arra utalt, hogy számos nyugati cég állít ki számlákat az orosz maffia részére soha el nem küldött árukról és szolgáltatásokról. A nyugati cégek sok esetben valóban ártatlanok, ezért Sibajev azt tanácsolta a külföldi vállalatoknak, hogy mindig informálódjanak orosz kereskedelmi partnereikről.

A FÁK-tagállamok között erősödik az együttműködés a szervezett bűnözés elleni harcban, de a probléma felszámolására erőteljesebb és összehangoltabb nemzetközi együttműködésre volna szükség. Különösen a svájci és a ciprusi hatóságoknak kellene nagyobb figyelmet fordítaniuk az orosz pénzekre, amelyek előszeretettel használják e két ország bankjait, ingatlanügynökségeit és biztosítótársaságait az illegális jövedelmek tisztára mosására.

## Fejlődők segélyezése

Az OECD legújabb statisztikái azt mutatják, hogy az ipari országok 1995-ben számottevően csökkentették a fejlődő országoknak nyújtott segélyeket 1994-hez képest. Az ipari országok 1995-ben 59,4 milliárd dollárt fordítottak a fejlődő államok hivatalos segélyezésére, 12 milliárd dollárral kevesebbet, mint egy évvel korábban. Az OECD gazdasági segélyekkel foglalkozó bizottsága szerint az 1995. évi segély a donor országok bruttó hazai termékének mindössze 0,27 százalékaival volt egyenlő. Ismeretes, hogy az ipari országok a hetvenes évek elején azt a célt tűzték maguk elé, hogy GDP-jük 0,7 százalékát fordítják a költségvetésből külföldi segélyekre.

Az OECD-ben mindössze négy az azon országok száma, amelyek rendszeresen eleget tettek ígéretüknek: Svédország, Norvégia, Dánia és Hollandia. 1995-ben Németország csak a GDP 0,31 százalékát fordította erre a célra, még kisebb arányt, mint az előző években. A tagállamok közül a sereghajtó az Egyesült Államok, amely GDP-jének csak 0,1 százalékát fordította a fejlődők segélyezésére. (Érdemes megjegyezni, hogy a GDP arányában sohasem volt olyan

kevés a segély az ötvenes évek óta, mint 1995-ben.)

Abszolút összegben Japán vezeti a donorországok toplistáját 14,5 milliárd dollárral. Az ázsiai szigetországot Franciaország követi a listán 8,4 milliárd dollárral. A németek 7,5 milliárd, az amerikaiak pedig 7,4 milliárd dollár segélyt nyújtottak. 1958-ban az összes OECD-segély több mint felét az USA adta, 1995-ben ez az arány 12,5 százalékra mérséklődött.

Az OECD illetékes bizottsága a donorországok költségvetési helyzete miatt nem számít arra, hogy a belátható jövőben a hivatalos segélyek növekedni fognak. Valószínű, hogy a jövőben a segélyek a legszegényebb országokra összpontosulnak majd. Az ázsiai országok ma mintegy 33, az afrikaiak pedig 40 százalékot kapnak a segélyekből. Jobban segítik a szociálpolitikai és demográfiai célokat, s kevésbé az infrastrukturális és termékjellegűeket. Az utóbbi programokat – a donorországok egybehangzó véleménye szerint – inkább közvetlen befektetésekkel kell elősegíteni. A hivatalos segélyekkel ellentétben tovább növekedtek a támogatások.

## Pénzügyi óriás születik

A Morgan Stanley befektetési bank és a többek között hitelkártyáiról ismert Dean Witter, Discover and Co. egyesülésével az USA legnagyobb pénzügyi szolgáltató cége jöhet létre.

Az egyesülés tervét mindkét cég igazgatótanácsa egyhangúlag hagyta jóvá. A tervek szerint a fúzió részvénytársaság formájában megy majd végbe: a Morgan Stanley tulajdonosai egy részvényükért 1,65 Dean Witter-részvényt kapnak. Ennek eredményeként a Morgan Stanley, Dean Witter, Discover and Co. névre hallgató új cég részvényeinek 55 százaléka a Dean Witter, 45 százaléka pedig a Morgan Stanley eddigi tulajdonosai kezére kerül.

A jelenlegi részvényárfolyamokon számolva a születő pénzügyi óriás piaci tőkeértéke 21 milliárd dollár körül alakul, míg a cég által kezelt összvagyon értéke elérheti a rekordnak számító 270 milliárd dollárt.

Az 1935-ben alapított Morgan Stanleynek 19 országban van irodája, ezek elsősorban a klasszikus befektetési banki tevékenységgel, tanácsadással, kibocsátási garanciavállalással foglalkoznak. A 361 irodával rendelkező Dean Witter magánügyfeleknek nyújt értékpapírpiazi szolgáltatásokat, Discover nevű hitelkártyáját pedig 39 millióan használják. A Discover – a statisztikák tanúsága szerint – az igénybe vett hiteleket tekintve az USA harmadik legnagyobb hitelkártyamárkájának számít.

A fúzió valószínűleg az év közepére fejeződik be, s egyelőre nincsen hivatalosan szó leépítésekről. A két cég tevékenysége között viszonylag kevés az átfedés. A Morgan Stanley elsősorban az intézményi, a Dean Witter pedig a lakossági ügyfelekre összpontosít. A nyilvánosságra hozott egyesülési tervek szerint a két cég eddigi vezetői megtartják posztjukat. Az egyesülésről a végső szót a két cég részvényesei mondják majd ki. A Morgan Stanley és a Dean Witter vezetése az összeolvadás bejelentésével egyidőben hozta nyilvánosságra, hogy a két társaság opciót szerzett a másikban 19,9 százalékos részesedés megvásárlására. Az opció beváltására a fúzió esetén nem kerül sor, viszont ez igencsak hatékony ellenszere lehet egy ellenséges felvásárlási ajánlat visszaverésének.

## Terjeszkedik az Allied Irish

Az Allied Irish Banks (AIB) bejelentette, hogy amerikai jelenlétének erősítése céljából 1,36 milliárd dollárért felvásárolja a pennsylvániai bankholding céget, a Dauphin Deposit Corporationt. A bekebelezési tranzakció révén 50 százalékkal növekszik az AIB amerikai leányvállalatának, a First Maryland Bancorpnak a mérete. Az ír bank amerikai leánycége eddig elsősorban Washingtonban és Baltimore környékén folytatott lakossági tevékenységet, a felvásárlás után hatóságára Pennsylvániára is kiterjed majd.

Az AIB azt a célt tűzte maga elé, hogy az USA-ban olyan bankja legyen, amelynek eszközállománya meghaladja a 20 milliárd dollárt. A Dauphin Deposit bekebelezésével a First Maryland eszközállománya 16,8 milliárd dollárra növekszik. Szakértők szerint a további eszköz-

állomány-bővülést az AIB-leány cég nem újabb felvásárlásokkal, hanem belső növekedéssel kívánja elérni.

Hírek szerint az AIB minden Dauphin részvényért 43 dollár készpénzt vagy ugyanilyen értékű ADR-t fizet.

## Bevételi rekord

Az Egyesült Államok első számú befektetési bankja, a Goldman Sachs 1996. évi bevételei rekordot értek el, nevezetesen 6,1 milliárd dollárt. A bevételi rekord nem járt együtt rekord nyereségnövekedéssel: a bank profitja valamivel elmaradt az 1993-ban regisztrált rekordtól.

A Goldman a kiváló bevételi eredményt elsősorban a negyedik negyedévben nyújtott teljesítményével érte el. Ez arra a következtetésre juttatta az ágazat amerikai szakértőit, hogy az amerikai befektetési bankok többsége számára is sikeres volt a tavalyi üzleti év. A befektetési bankok számára a világ vezető pénzpiacain kedvezőek voltak tavaly a feltételek mind a részvények és értékpapírok, mind pedig a felvásárlások és összeolvadások területén. Az előrejelzések szerint az idei esztendő is hasonló kedvező körülményeket kínál a befektetési bankok sikeres működéséhez.

A Goldman adózás előtti nyeresége a negyedik negyedévben 743 millió dollár volt, 68 százalékkal több, mint egy évvel korábban. Az egész tavalyi üzleti évre a Goldman 2,61 milliárd dollár adózás előtti nyereséget jelentett, ami 50 millió dollárral marad el az 1993. évi rekordtól, de csaknem kétszerese az előző évinek. A befektetési bank bevétele 1993-ban 5,76, 1995-ben 5,76, tavaly pedig 6,14 milliárd dollár volt.

A Goldman nem teszi közzé, hogy nyeresége mely tevékenységekből származik, de a bank vezetői szerint a profitot az előző évinél több tevékenység termelte meg. Ismeretes, hogy a Goldman Sachs korábban elsősorban a részvények területén számított specialistának, újabban azonban új üzletágakat épített fel, nevezetesen a kötvények, az újonnan iparosodó országok és az alapkezelés területén.

A befektetési bank tőkéje egy év alatt 4,9-ről 5,25 milliárd dollárra növekedett. Ugyanebben az időszakban munkatársainak száma 8200-ról 9 ezerre emelkedett.

Gonda György

## Az idegenforgalom pénzügyei

A madridi székhelyű nemzetközi idegenforgalmi szervezet legújabb adatai szerint 1996-ban is az USA vezette a legnagyobb idegenforgalmi bevételű országok listáját. Tavaly az Egyesült Államokban az ágazat 64,4 milliárd dollár bevételt ért el, 54,3 százalékkal többet, mint egy évvel korábban.

Spanyolország 1996-ban 12,2 százalékos bevételnövekedést ért el a turizmuságazatban, s ezzel a toplista második helyére került 28,4 milliárd dollárral. Érdemes megjegyezni, hogy az ibériai ország 1995-ben a ranglistán még a negyedik helyet foglalta el. Franciaország az 1995. évi második helyről a harmadikra csúszott vissza: tavaly idegenforgalmi bevételei 2,6 százalékkal bővültek, s elérték a 28,2 milliárd dollárt.

Olaszországban a múlt évben 0,4 százalékkal csökkentek az idegenforgalomból származó bevételek, így a 27,3 milliárd dolláros teljesítménnyel Itália az előző évi harmadik helyről a negyedikre került a listán. Az ötödik, hatodik, hetedik és nyolcadik helyen nem történt változás. 1996-ban Nagy-Britannia 20,4, Ausztria 15,1, Németország 13,2, Hongkong pedig 11,2 milliárd dollár bevételre tett szert az idegenforgalomból. A lista kilencedik helyén Kína váltotta fel Svájcot. Az ázsiai ország idegenforgalmi bevétele tavaly 10,5 milliárd dollár volt, 20,2 százalékkal több, mint 1995-ben. Svájcban viszont a bevételnövekedés nem haladta meg a 4,6 százalékot, s az alpesi ország idegenforgalma 9,9 milliárd dolláros bevétellel zárta a tavalyi üzleti évet.

1995-ben a külföldre utazó turisták száma a világon 3,6 százalékkal nőtt, tavaly a növekedés viszont 4,6 százalékos volt, vagyis csaknem 593 millióan kerekedtek fel a világon más országok meglátogatására. Az előrejelzések szerint idén a nemzetközi turisták száma 4 százalékkal nő, s hasonló dinamikus növekedésre lehet számítani a következő években is.

Az idegenforgalom világpiacán továbbra is Európa az első, háromszor annyi külföldi érkezésével, mint az Egyesült Államok. Európa tavaly 214 milliárd dollár idegenforgalmi bevételt könyvelhetett el. A legnagyobb emelkedést a

Közel-Keleten regisztrálták, ahol 1996-ban a látogatók száma 10, a bevételek pedig 15 százalékkal emelkedtek. Tavaly a világ idegenforgalmának bevétele – a repülőjegyek ára nélkül – 423 milliárd dollár volt.

## Mexikóban véget ért a visszaesés

Minden várakozást felülmúló teljesítménnyel zárta a tavalyi évet a mexikói gazdaság, s ennek alapján egyértelmű, hogy a latin-amerikai ország kilábal a recesszióból.

1996-ban a GDP 5,1 százalékkal növekedett a tervezett 3 százalékkal szemben. A bruttó hazai termék szempontjából különösen az utolsó negyedév volt kiugró, hiszen 7,6 százalékos háromhavi GDP-növekedésre 1981 óta nem volt példa.

Ismeretes, hogy a mexikói gazdaság 1994 végén omlott össze, s ekkor tört ki az országban a valutaválság is. Elemzők egybehangzó véleménye szerint elsősorban a feldolgozóipar teljesítménye állította újra növekedési pályára a gazdaságot, s ez az ágazat magával húzta a szolgáltatászekort is. Tavaly az import 24 százalékkal bővült, a regisztrált új munkahelyek száma pedig meghaladta a 820 ezret. Számottevően nőtt tavaly az export is, s a magánfogyasztás újbóli növekedése azt eredményezheti, hogy idén a megélénkülő fogyasztás lesz a gazdasági növekedés motorja. A kormány előrejelzése szerint idén 4 százalékos GDP-bővülésre lehet számítani.

Nemrégiben a mexikói kormány tárgyalásokat kezdett a Nemzetközi Valutaalappal a középtávú gazdaságfejlesztési terv részleteiről és az ezt finanszírozó kibővített hitelmegállapodás (EFF) feltételeiről.

Az 1994. év végi összeomlaskor nyújtott többmilliárd dolláros kölcsön eredetileg 18 hónapos visszafizetési határidejét tavaly augusztusban a mexikói kormány kérésére hat hónappal meghosszabbították. A részleteket az ország rendben és pontosan törleszti, január közepén például 1,5 milliárd dolláros törlesztést utaltak át. Szakértők szerint a várhatóan hároméves futamidejű EFF aláírása a gazdaság számára jelentős összegű magánpénzforrásokat nyithat meg. A befektetők bizalmát ugyanis erősíti az, hogy

Mexikó adósságszolgálatát mentes a problémáktól, és a célok meghatározása az IMF-fel egyetértésben történik. A Reuter hírügynökség rámutat: Ortiz pénzügyminiszter tavaly októberben még 6 milliárd dolláros EFF-hitelkeretet tartott szükségesnek, azonban a tőkepiacok utóbbi időben bekövetkezett kedvező alakulása után nem kizárt, hogy Mexikó lemond a további IMF-hitelek igénybevételéről.

## Szerb bankrendszer

Az összeomlás szélén áll a szerb bankrendszer, amely nem rendelkezik elegendő pénzzel. A Financial Times elemzése szerint a válság akkor kezdődött, amikor a belgrádi kormány – valutatartalékai gyors csökkenése láttán – befagyasztott 4,7 milliárd dollárnyi bankbetétet az állami pénzintézetekben.

Belgrádban a kormány lépését követően a lakosság jelentős mennyiségű pénzt helyezett el a Dafiment és a Jugoskandic magánbankokban. A két magánbank azonban piramisjátékok finanszírozásából tartotta fenn magát, törvényszerű bukásuk 1993 elején következett be. A Jugoszláv Nemzeti Bank azóta sorra vonja be a pénzintézetek működési engedélyét, megelőzendő a további csődöket. Csak az utóbbi hónapokban 13 állami és magánbank jutott hasonló sorsra.

Ebben a helyzetben a szakértők attól tartanak, hogy az öt állami szerb nagybank egyikének bukása általános pénzügyi válságot idézhet elő az országban. A ki nem zárható összeomlás azonban csak azokat az állami vállalatokat és társadalmi alapokat sodorná el, amelyek rákényszerülnek az állami bankok szolgáltatásainak igénybevételére. A lakosság nem bízik ezekben a pénzintézetekben, amit jól jelez, hogy a pénzügyi műveleteknek csak 10 százaléka bonyolódik le rajtuk keresztül. Ennek megfelelően a fekete piacon a legkelendőbb fizetési eszköz a német márka, árfolyama 20 százalékkal magasabb a hivatalosnál.

A kormány érthető módon nem meri beindítani a bankóprést, mert tart az 1990 eleji hiperinfláció megismétlődésétől. Ebből következik, hogy a kormány nem tud a bajba jutott bankokon segíteni. Belgrádi pénzügyi szakértők szerint 1,5 milliárd dollárnyi tőkeinjekcióra volna szükség a csődveszély elhárítására a



szerb bankszektorban, ez az összeg azonban messze meghaladja a kormány lehetőségeit. A nemzetközi pénzüzetek viszont addig nem hajlandók kölcsönt nyújtani Belgrádnak, amíg az nem tesz jelentős demokratikus engedményeket, és nem rendezi megnyugtatóan a kosovói albán kisebbség sorsát. A hatalmon lévő szerb szocialisták azonban a válság ellenére sem szeretnék kiengedni a kezükből a bankrendszer ellenőrzését.

## Külföldi tőke Kelet-Európában

Az ENSZ Európai Gazdasági Bizottsága jelentést készített a közép- és kelet-európai térségbe irányuló külföldi tőkebeáramlásról. A jelentés szerint a térségünkben eszközölt közvetlen külföldi befektetések összege 1996 közepéig elérte a 46 milliárd dollárt. Az utolsó 12 hónapban a növekedés elérte a 60 százalékot.

A 46 milliárd dollár 70 százaléka Magyarországra, Csehországba, Lengyelországra, Szlovéniába és Szlovákiába áramlott be, tehát azokba az államokba, amelyek már korábban beindították a piacgazdaság feltételeit kiépítő reformokat. Az EGB szerint térségünkben ezen a területen továbbra is Magyarországa a vezető szerep, 30 százalékos részesedéssel. A térségbe érkezett külföldi befektetések 17 százalékát Lengyelország tudhatja a magáénak. Oroszország részesedése 13 százalék, s ezzel tavaly megelőzte Csehországot, amelyre a külföldi befektetések 12 százaléka jutott.

A közép- és kelet-európai térség jelenlegi 135 dolláros egy főre jutó közvetlen külföldi befektetése ugyan még jelentősen elmarad az Egyesült Államokban regisztrált 1800 dollártól, azonban már meghaladja Brazília 130 és Kína 110 dolláros hasonló mutatóját. Jól jelzi a fejlődés ütemét, hogy ez az arány két esztendő alatt több mint kétszeresére növekedett.

Az EGB jelentése szerint Magyarország esetében az egy főre jutó közvetlen külföldi befektetések értéke meghaladja az 1300 dollárt. Érdemes megjegyezni, hogy nem végleges adatok szerint 1996-ban 1,9-2,0 milliárd dollár működőtőke érkezett Magyarországra.

## Helyzetkép térségünkről

A nemzetközi összehasonlító tanulmányokkal foglalkozó bécsi gazdaságtudományi intézet, a WIIW elemzést készített régióink gazdasági helyzetéről és a kilátásokról. A WIIW tanulmánya megállapítja, hogy a kelet-európai országok gazdasági növekedése összességében mérséklődött 1996-ban.

A régió hét országa – Magyarország, Lengyelország, Csehország, Szlovákia, Szlovénia, Románia és Bulgária – 1995-ben átlagosan 5,5 százalékos GDP-bővülést ért el, tavaly azonban a növekedés 3,5 százalékra mérséklődött. A korábbi kedvező ütemet 1996-ban csak Lengyelország (6 százalék) és Szlovákia (6,9 százalék) tudta folytatni. A két országban az erős belső – elsősorban beruházási célú – kereslet tette lehetővé a kedvező növekedési ütemet. A bolgár gazdaság ezzel szemben súlyos recesszióba került.

A WIIW szerint Magyarországon, Csehországban és Szlovéniában a gazdaságpolitikai óvatosság fogta vissza a befektetéseket s ezzel a növekedést. Magyarországon jelentős fékező hatást fejt ki az 1995 eleje óta érezhető szűk belső kereslet, a másik két országban viszont a külkereskedelem alakult kedvezőtlenül. Romániában és Bulgáriában még várakozás a reformok konszolidálása. (A WIIW-tanulmány még a romániai sokterápia bevezetése előtt készült.) A fejlődést itt fékezi az egyoldalúan magas tartott kamatszint, ami Bulgáriában hozzájárult a mostani pénzügyi válsághoz.

A tanulmány a hét országra vonatkozóan megállapítja, hogy az infláció csak lassan mérséklődik annak ellenére, hogy a költségvetési hiányt mindenütt visszafogták, és igencsak restriktív kamatpolitikát folytatnak. Az elért viszonylagos inflációcsökkenés is jobbára a valuták reálértékben számított felértékelődésére vezethető vissza. Az elemzés előrejelző része kitér arra, hogy a következő években – legjobb esetben is – csak mérsékelt élénkülésre lehet számítani, a délkelet-európai térségben még ennél is kevesebbre.

A bécsi intézet szerint a hét kelet-közép-európai országon kívül Oroszországban és Ukrajnában 1996-ban is folytatódott a hanyatlás, ez azonban az idén véget

érhet. A két országban 1996-ban mérséklődött a pénzromlás, és stabilizálódott a valuta árfolyama.

## Greenspan beszámolója

Alan Greenspan, a szövetségi jegybank szerepét betöltő FED elnöke az amerikai szenátus bankbizottsága előtt február végén tartotta meg mindig megkülönböztetett figyelemmel kísért szokásos féléves beszámolóját.

A FED elnöke elismeréssel szólt az amerikai gazdaság teljesítményéről, valamint az ideai kilátásokról. Kedvező jelenségeként említette meg az árstabilitást és az ezzel is összefüggő élénk gazdasági növekedést. Az Egyesült Államokban a FED az inflációellenes küzdelem első számú letéteményese, így a piacokon megnyugvást váltott ki, hogy Greenspan szerint a gazdaságban jelenleg minimális az inflációs nyomás. Felhívta azonban a figyelmet arra, hogy a „szélcsend” megváltozhat, hiszen az USA-ban nemrégiben növekedett a minimálbér, s az alacsony munkanélküliségi ráta következtében jobbak a munkavállalók pozíciói. Az elmúlt másfél esztendőben a dollár folyamatosan erősödött, s így csökkentek az importárak. Az elnök szerint a dollár további számottevő erősödésére nem lehet számítani, ezért nem kizárt, hogy a behozatali árak növekedése valamelyest felélénkíti a pénzromlást.

Greenspan nem tartja kizártnak, hogy az infláció felélénkülését megakadályozandó, a FED kénytelen lesz a monetáris szigorítás eszközeihez nyúlni, sőt sor kerülhet egy megelőző jellegű kamatemelésre is. Az infláció ellen hat viszont, hogy megszűnt a mezőgazdasági és élelmiszeripari termékek piacán néhány szűk kínálati keresztmetszet. Hasonló hatásra lehet számítani az olajpiacon is, ahol a várhatóan növekvő kitermelés enyhíti majd az utóbbi hónapokban tapasztalt feszültséget.

Beszámolójában a bankelnök kitért az értékpapírpiacon viselkedésére is. Bejelentette, hogy a FED-et foglalkoztatja az a kérdés, mennyire tartható fenn a részvényárak hosszabb ideje tartó emelkedése. Óvatosságra intette a részvénytársaság szereplőit, mert joggal merül fel a kérdés, meddig tartható fenn a részvényárfolyamok magas szintje.

Gonda György

## EBRD-mérleg 1996

Március elején tette közzé a múlt évről szóló mérlegét a londoni székhelyű Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank (EBRD). A tavalyi üzleti évet a pénzintézet tartalékképzés után 4,9 millió ecu nettó nyereséggel zárta.

A beszámoló szerint a bank működésének eddigi hat éve alatt folyósított hitelek, illetve befektetések teljes portfóliója 7,7 milliárd ecu volt. A tavalyi szófiai közgyűlésen a részvényesek az alaptőke megkésztetéséről döntöttek. Így most a pénzintézet jegyzett alaptőkéje 20 milliárd ecu. Az EBRD ennek nyomán folytathatja kihelyezéseit anélkül, hogy veszélybe kerülne AAA kockázati minősítése.

A pénzintézet 1996. évi működési nyeresége 97,3 millió ecu volt. A nyereség több mint fele származott immáron a banki tevékenységből, a költségek pedig 10 százalékkal maradtak el a tervezettől.

Az EBRD tavaly minden eddiginél nagyobb mértékű tartalékképzésről döntött: erre a célra összesen 92,4 millió ecu-t tettek félre, ami 22,5 százalékkal haladja meg az előző évit. Ez a lépés összefügg azzal, hogy a pénzintézet tevékenységének súlypontja Magyarországról, Csehországról, Lengyelországról és Szlovákiáról egyre keletebbre, azaz egyre kockázatosabb térségek irányába tolódik el. A tartalék jelenleg a folyósított kintlévő hitelek, illetve befektetések 8,2 százalékára rúg.

1996-ban az EBRD 119 új programot hagyott jóvá, 2,83 milliárd ecu értékben. Az eddigi jóváhagyott programok teljes száma ezzel 518, s ezen 26 ország osztozik. Az 1996-ban aláírt hitelek és befektetések összege mintegy 2,2 milliárd ecu volt.

Magyarország számára 1996 végéig az EBRD több mint 900 millió ecu-t hagyott jóvá, ebből egyedül 1995-ben 400 milliót. Tavaly az új vállalatok összege nem érte el a 100 millió ecu-t. A pénzintézet szakértői szerint ennek az az oka, hogy az állam a vártnál nagyobb szerepet játszott a legnagyobb finanszírozási igényt jelentő infrastrukturális beruházások garantálásában.

## Lassul a cseh gazdasági növekedés

Klaus miniszterelnök szerint tavaly Csehországban a bruttó hazai termék növekedése 1 százalékkal volt alacsonyabb a tervezettnél, vagyis 3,8 százalék körül ala-

kult. Véleménye szerint a jegybank inflációcsökkentő intézkedései túlzott mértékben a gazdasági növekedés rovására mennek.

Az ország tavalyi gazdasági teljesítményét – Klaus szerint – nagyban meghatározta az ipari termelés lassulása, a cseh termékek iránti kereslet lanygulása a nyugati országokban, valamint a beruházások és a lakossági fogyasztás kedvezőtlen összetétele. E tényezők miatt módosítani kell az idei GDP-növekedésről szóló előrejelzést: eszerint a bruttó hazai termék bővülése 1997-ben 4 százalékkal főlött lesz, szemben az eredeti 5,4 százalékos előrejelzéssel, amelynek alapján az ez évi költségvetés is készült.

Klaus úgy véli: a jegybank tavaly nyári inflációellenes intézkedései – a kamatemelés, a bankok kötelező tartalékrátájának emelése – túlságosan fékezőleg hatottak a gazdasági növekedésre. Felhívta a figyelmet arra, hogy a monetáris szigor megítélésében jelentősen eltér a kormány és a jegybank véleménye.

Egy üzleti konferencián a miniszterelnök azt is elmondta, hogy a gazdaságban egy sor olyan inflációs tényező van, amelyek rövid távon nem számolhatók fel, s amelyek miatt nem lehet a pénzromlás gyors csökkenésével számolni. (A statisztikák tanúsága szerint Csehországban tavaly az infláció 8,8 százalék volt, idén pedig 9-9,5 százalékos áremelkedéssel számolnak.)

A gazdaság elsőszámú gondjának Klaus a külkereskedelmi mérleg gyorsan növekvő hiányát tartja, de ismételtenszögezte, hogy megoldásként nem jöhet szóba a korona leértékelése. Ebben a kormány és a jegybank között teljes az egyetértés.

Csehország idén a tervezettnél nagyobb privatizációs bevételt akar elérni, s ennek érdekében magánosítanak olyan vállalatokat is, amelyekkel kapcsolatban korábban nem voltak ilyen tervek. Privatizálják többek között a Budvar sörgyárat, a Leciva gyógyszeripari nagyvállalatot, a Jan Becher-Karlovarska Becherovka likörgyárat, valamint a Crystalex üvegyárat.

## Jelcin üzenete

Parlamenti beszédében március elején Jelcin gazdasági üzenetet küldött az orosz néphez, amelyben gazdasági növekedést, adó- és földreformot, a bérhátralékok kifizetését, s az államháztartás rendbetételét ígérte.

Az idei év legfontosabb gazdasági feladatának az adóreformot nevezte. A kormány hamarosan a törvényhozás elé terjeszti az új adóködörös tervezetét, amelyet

a parlament alsóháza várhatóan gyorsan elfogad. Az új törvény alapján egyszerűsödik az adórendszer, megszűnik a mentességek többsége, s ezzel igazságosabbá válik a teherviselés. Mérséklődik tehát az adóteher, szigorodik viszont a behajtás.

Fontos gazdasági feladatként jelölte meg Jelcin, hogy 1999-től egyensúlyba kell hozni a költségvetés elsődleges mérlegét. Az államfő egyúttal megbízta a kormányt a nyugdíjreform kidolgozásával, melynek nyomán az állami felosztó-kirovó rendszert egy tőkefedezeti pillérrel egészítenék ki. További lényeges változás, hogy nemzetközileg elfogadott költségvetési szabványokat vezetnek be 1998-tól, amelyet az állami pénzügyekre is kiterjesztenek.

Jelcin a kormány feladatává tette, hogy maga szabályozza az árakat és ellenőrizze a költségeket a közszolgálati-közüzemi szféra olyan területein, mint az áram, a földgáz és a vasút. A kormánynak rövid időn belül a parlament elé kell terjesztenie a törvényjavaslatot a földtulajdonlásról, illetve az ingatlanforgalmazásról.

Változás lesz az állami pénzek kezelésében, így a jövőben a jegybanknál és az igen nagy körültekintéssel kiválasztott kereskedelmi bankoknál helyezik el a közpénzeket. Az újabb reformcsomag része, hogy az állami szerződéseket a későbbiekben nyílt tendereken lehet majd elnyerni a jelenlegi zárt pályázatok helyett.

## Privatizáció Horvátországban

Újtára indult Horvátországban a régóta halogatott tömeges privatizációs program. Az ügyletnek mindössze 350 ezer kedvezményezettje van, akiket a szerbekkel vívott háború ároslultjai közül választottak ki.

A késedelmet a privatizációért felelős miniszterhelyettes azzal magyarázta, hogy gondosan kellett válogatni azokból az aktívákból, amelyek a horvát vagyonügynökség portfóliójában még megmaradtak. A kormány azzal szeretné a tervezett kuponos privatizáció hitelét növelni, hogy a létező legjobb eszközöket kínálja fel magánosításra. Az összesen mintegy 4 milliárd márkának megfelelő összegűre becsült ügylet számára a jogi kereteket az egy éve elfogadott privatizációs törvény teremti meg.

A tömeges privatizációban résztvevő cégek listáján nem szerepelnek olyan jól jövedelmező vállalatok részvényei, mint a Pliva gyógyszergyár. Jelentős számban szerepelnek viszont a listán textilgyárak,

elektromosipari és élelmiszeripari vállalatok, valamint szállodák.

Igencsak körülményesen folyik a kedvezményezettek kiválasztása. A háború károsultjai az április követő öt hónapban jelenthetik be igényeiket a mintegy 20 regionális iroda egyikében. A szerbek által korábban megszállt területeken lévő üzemeiket verseny nélkül a korábbi dolgozók, illetve az onnan elűzöttek fogják megkapni.

Egyes horvát szakértők szerint a lerobbant, gyakran évek óta nem működő üzemeket nem igazán fog segíteni az eszköztelen, valamint az irányítási ügyekben járatlan új tulajdonosok megjelenése. Helyettük viszont jelentős tőkéjű befektetők kellenének, akik viszonylag rövid idő alatt mozgásba tudnák hozni és jövedelemtermelésre képesek fogni a lerobbant üzemeiket és gyárakat.

## Első ízben veszteséges a Credit Suisse

Száznegyven esztendő történelmében először volt veszteséges tavaly Svájc legnagyobb bankja, a Credit Suisse. Az 1996-os üzleti év nettó vesztesége 2,59 milliárd svájci frank (1,7 milliárd dollár) volt, 300 millió frankkal több a tavaly decemberben előreljelztnél.

A pénzügyintézet üzemi bevétele 17 százalékkal, 12,89 milliárd frankra nőtt tavaly, az üzemi költségek növekedése viszont 20 százalékos volt, s elérte a 8,33 milliárd frankot. Lukas Mühlemann vezérigazgató szerint aggasztó a költségek növekedési üteme, s a bank számára jelenleg a fő feladatot a költségek ellenőrzése jelenti.

A bank nettó kamatbevételei 6 százalékkal növekedtek tavaly, összegük 3,49 milliárd frank volt. A kereskedelmi tranzakciókból származó jövedelem 3,9 milliárd frank volt, 33 százalékkal több, mint egy esztendővel korábban.

A vártnál magasabb veszteséget elsősorban az idézte elő, hogy a bank amerikai részlegének reorganizálásánál nem képezték meg a 170 millió frankos adóhitelt. Emellett a bank 195 millió frankkal növelte kockázati tartalékait.

A vezérigazgató – aki kiváló szakmai hírnévre tett szert a világ második legnagyobb viszontbiztosítója, a Swiss Re átszervezésével – megerősítette, hogy a bank folytatja a tavaly bejelentett reorganizációs stratégiát megvalósítását.

A Credit Suisse befektetési bankja, a Credit Suisse First Boston 6,47 milliárd frankos bevétel mellett 1,87 milliárd frank nyereségre tett szert. A bankcsoport hazai lakossági üzletága 2,7 milliárdos bevétel mellett 950 millió frank adózás előtti veszteséget ért el. A private banking részleg adózás előtti nyeresége 1,36 milliárd frank volt 3 milliárdos bevétel mellett. A Credit Suisse vagyongazdálkodási üzletága a tavalyi évet 195 millió profittal zárta 660 millió frankos bevétel mellett.

A Credit Suisse eszközeinek értéke 524 milliárd frank volt tavaly, jegyzett tőkéje pedig meghaladta a 23,2 milliárd frankot. A pénzügyintézet jelentős nyereségre tett szert az Electrowatt cégben korábban megszerzett tulajdonosi hányadának értékesítéséből.

## Bankprivatizáció Izraelben

Az izraeli kormány március első felében zöld utat adott a kereskedelmi bankok további magánosításának. Számos külföldi befektető figyelmét hívta fel arra, hogy ellenőrző részesedést vásárolhat az ország legnagyobb kereskedelmi bankjában, a Hapoalimban.

A befektetőknek szóló felhívást a kormány mellett az MI Holdings is jegyezte. Ez utóbbi állami vállalat felelős a pénzügyintézetek magánosításának lebonyolításáért Izraelben. A tervek szerint augusztus végére lezárulhat a Hapoalim magánosítása.

Szakértők szerint a Hapoalim privatizálása amolyan teszt Benjamin Netanyahu miniszterelnök számára, aki a privatizációt gazdaságpolitikája sarokkövének nevezte. A miniszterelnök szerint a bankok magánosítása fontos állomás lesz az izraeli monopóliumok megszüntetésében.

Az állami vállalatok és bankok magánosításából idén Netanyahu 4 milliárd székeli (1,2 milliárd dollár) bevételre számít.

Ismeretes, hogy az izraeli kormány 1983-ban vonta ellenőrzése alá a bankokat, amikor azok állami mentőakcióra szorultak, mert csaknem csődbe jutottak a tartozásért részvényt ügyletek kapcsán. 1988-ban a kormány úgy döntött, hogy az állami tulajdonba került pénzügyintézeteket magánosítja, de a jelek szerint a bankprivatizáció Izraelben igen lassan halad.

A tervek szerint hamarosan pályázni lehet az ország második legjelentősebb keres-

kedelmi bankja, a Bank Leumi tulajdoni hányadának 10 százaléka is. A kormány várakozásai szerint a tranzakcióra májusban kerül majd sor, s az ügylet 700 millió székeli bevételt jelent majd a kincstárnak.

Az első feladat azonban a Bank Hapoalim ellenőrző részesedésének értékesítése. A pénzügyintézet az izraeli hitelpiacon 35 százalékos részesedéssel rendelkezik. 1996 első kilenc hónapjában nettó nyeresége 8 százalékkal növekedett, s elérte a 209,6 millió dollárt. Befektetésein keresztül ellenőrzése alatt tartja az ország GDP-jének 8 százalékát. Húsz százalékot meghaladó tulajdoni hányada van a Koor Industriesben, s 25 százalékos tulajdoni hányadot tudhat a magáénak egy másik hatalmas ipari konglomerátumban, a Clalban. Az izraeli banktörvény értelmében a Hapoalimnak ezeket a befektetéseket 1999-ig értékesítenie kell.

A kormány a Hapoalim 25-69 százalékát szándékozik értékesíteni magánbefektetők számára. Ebből a kincstár 2-2,5 milliárd székeli bevételhez juthat. Tavaly már volt egy sikertelen kísérlet a Hapoalim egy részének eladására. Elemzők véleménye szerint idén sikeres lesz az ügylet a jó időzítés miatt. Ebben szerepet játszik, hogy a tavaly májusi választások óta stabilizálódott a politikai környezet. Fontos tényező az is, hogy az izraeli bankok alulértékelték. A tel-avivi Zanex Securities elemzője, Debra Kodish szerint a Bank Hapoalim olcsó és a piac felfelé tart. Úgy véli: az elmúlt két esztendőben az izraeli bankokat a könyv szerinti értékénél 20-30 százalékkal alacsonyabb áron árulták, miközben a világ más részein a bankokat a könyv szerinti érték mintegy kétszereséért értékesítették.

A Bank Hapoalimért jelenleg két befektetői csoport verseng, mindkettő hazai és külföldi investorokból áll. Az egyik csoportot Jeffrey Keil amerikai bankár vezeti. A másik csoport élén Ted Arison amerikai-izraeli vállalkozó áll, s a csoportnak tagja a Claridge-Israel, amely az egyik legjelentősebb külföldi befektető az országban.

Jonathan Kolber, a Claridge-Israel elnöke nemrégiben úgy nyilatkozott, hogy csoportja tavaly azért állt el az ügylettől, mert a tárgyalások már másfél éve folytak, s ezalatt számottevően megváltoztak a körülmények, például bankreformot vezettek be Izraelben. Kolber jelenleg igencsak bizakodó, mert elemzők szerint fellendülés tapasztalható a politikai és a gazdasági életben, s a piac felébredt. Az MI Holding és a kormány most igencsak elszánt a Hapoalim magánosítását illetően.

Gonda György

## Az arany trónfosztása

Március második felében az arany ára négyéves mélypontját érte el, s unciánkénti ára nem haladta meg a 322 dollárt. Ez csaknem 30 dollárral alacsonyabb az idei év elején regisztrált árnál, amely ugyancsak 40-45 dollárral marad el a tavaly szeptemberitől.

Minden jel arra mutat, hogy az „aranykorszak” véget ért, hiszen az 1980-as unciánkénti 850 dolláros ár újbóli elérése belátható időn belül szinte kizárt. Jól bizonyítja az arany szerepének gyökeres változását, hogy ára az Öböl-válság idején gyakorlatilag változatlan volt, tehát a világpolitikai válsághelyzetek sem idéznek elő ugrásszerű áremelkedést.

Az arany trónfosztásában nem kis szerepet játszott, hogy az elmúlt két évtizedben a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon sorra jelentek meg azok a „termékek” (többek között a derivatívák), amelyek hozama jócskán meghaladja a páncélszekrényekben fekvő aranyét. Ráadásul az elmúlt két évtizedben számottevően megnőtt a világon a részvények és kötvények kínálata, valamint ezek forgalma. Miután ezek hozama ugyancsak jócskán felülmúlja az aranyét, a kisbefektetők, valamint az intézményi investorok szinte teljesen elfordultak a sárga fémtől, mint a kincsképzés hajdanvolt eszközétől.

A Gold Field Mineral Services ágazati elemző cég adatai szerint tavaly az arany kereslete és kínálata is 4,7 százalékkal csökkent az előző évihez képest. A kínálati oldalon tavaly 3432 tonna arany állott, ebből 2328 tonnát képviselt a tavalyi aranybányászat. A központi bankok és más hivatalos intézmények 208 tonna aranyat értékesítettek, a „rég” aranyból pedig 621 tonnát olvasztottak be.

A világ feldolgozóiparának tavalyi aranyükséglete 3277 tonna volt. Ebből az ékszergyártás 2792 tonnával részesedett, vagyis 1,7 százalékkal többel, mint egy évvel korábban. (Érdemes megjegyezni, hogy 1996-ban a világ aranybányászata 2,9 százalékkal bővült, s elérte a 2328 tonnát.) A keresleti oldalon 139 tonnát képviselt a rúdarány, 7 tonnát pedig a kölcsön céljára szolgáló arany. A Gold Fields cég szerint nem várható, hogy az arany unciánkénti ára belátható időn belül jelentősebben meghaladhatja a 400 dollárt, s a sárga fém világpiacon inkább enyhe túlkínálat várható. Különösen akkor, ha a kisebb országok központi bankjai folytatják aranykészleteik egy részének értékesítését. Az aranyipari szakértők egy része a központi bankok

aranyeladásaira vezeti vissza a fém árának további esését.

Ismeretes, hogy a világ eddig kibányászott aranyának egyharmadát a központi bankok páncéltérmeiben tartalékként tárolják. Háromszázötven dolláros unciánkénti áron számolva az USA 91,6, Németország 33,3, Svájc 29,2, Franciaország 28,7, Olaszország pedig 23,3 milliárd dollár értékű központi banki aranykészlettel rendelkezik. Az ipari országok „második osztályába” tartozik Hollandia 12,2, Japán 8,5, Nagy-Britannia 6,4, Spanyolország 5,5, Belgium 5,4 és Ausztria 3,9 milliárd dolláros aranykészlettel.

1991 óta Hollandia és Belgium csaknem 15 millió uncia aranyat értékesített központi banki készleteiből. Ebből az idei esztendő elején a holland jegybank 9,6 millió uncia aranyat adott el. E mennyiség értékesítésével Hollandia aranykészletei 20 százalékkal csökkentek. (Összehasonlításképpen: tavaly az USA aranytermelése mintegy 9,6 millió uncia volt.) Szakértők egybehangzó véleménye szerint Belgium és Hollandia aranyeladása azt jelzi, hogy a központi bankok tartalékrendszerében túl sok volt az arany a külföldi valuták rovására.

A központi banki aranykészletek egy részének értékesítése az állami szektor tartozásainak valamelyes csökkenéséhez is hozzájárul. Az aranyértékesítés a szakértők véleménye szerint elsősorban azon kormányok és országok számára lehet vonzó, amelyek igyekeznek az államadósságot a GDP 60 százalékára leszorítani, mivel ez az egyik maastrichti kritérium. Az aranyeladás tehát hozzájárulhat, hogy egy-egy EU-ország mielőbb részese lehessen az egységes európai valutának.

A Bundesbank elnöke szerint a központi banki arany egy részének értékesítésével szinte kizárólag a kisebb tartalékkal rendelkező EU-országok élnek. Hans Tietmeyer szerint a jelenlegi ismeretek alapján szinte kizárt, hogy a G10-országok központi bankjai a belátható jövőben készleteiket csökkentendők, aranyat adnának el. A nagy aranykészletekkel rendelkező államok saját aranyuk foglyai: ha nagyobb mennyiséget értékesítenének a világpiacon, akkor ez számottevően – és feltehetően hosszabb időre – lenyomná a sárga fém árát. Ezzel pedig jelentősen csökkenne a központi bankokban őrzött készleteik értéke.

Az aranyra hosszú időn át úgy tekintettek, mint ami biztosíték lehet az infláció ellen. Normális időkben hasznos rész volt a portfólióknak: amikor a kormánykötvények árfolyama, hozama gyenge volt, akkor az arany ára emelkedett, s fordítva. Számos országban az arany még mindig nagy jelentőséget tulajdonítanak. Németországban például úgy tekintenek az aranyra, mint egy gazdasági katasztrófa esetén kínálkozó utolsó lehetőségre. Innen ered az a német vélemény, amely ellenzi, hogy az IMF aranyat értékesítsen. A francia központi bank kormányzója, Jean-Claude Trichet nemrégiben a Financial Times hasábjain úgy nyilatkozott, hogy az aranykészlet fontos eleme a francia nép bizalmának.

## Az IMF Szlovákiáról

A Nemzetközi Valutaalap Szlovákiáról készült elemzése szerint az ország hirtelen romló folyó fizetési mérlege arra utal, hogy a szlovák gazdaság kezd túlhevülni. Erre a három éven át tartó gazdasági növekedés és mérséklődő infláció után kerül sor.

Miután Szlovákiába kevés külföldi tőke érkezik be, az ország külföldi adóssága a következő öt esztendőben több mint 50 százalékkal növekedhet, ha nem csökken a deficit – állítják az IMF szakértők.

A túlhevülés másik jele a reálbéreknek a termelékenység jóval meghaladó, 10 százalékos növekedése volt 1996-ban, aminek a vállalati nyereséget csökkentő, és egyben inflációgerjesztő hatása volt. Mindezek következtében a belföldi kereslet 20 százalékkal növekedett, amihez a pénzügyi politika lazulása is hozzájárult.

Ezért a Nemzetközi Valutaalap 1997-re szigorúbb pénzügyi politikát javasol a belföldi kereslet visszafogása és a korona árfolyamának stabilitása érdekében. A közösségi beruházások növelését is mintegy 10 százalékra kellene lassítani, s lehetővé kellene tenni, hogy a vállalatoknak és a háztartásoknak több hitel jusson.

Az IMF szerint a következő években a kis- és középvállalkozások fejlődésén múlik a szlovák GDP növekedése. A Valutaalap szerint idén a bruttó hazai termék 10, az infláció pedig 5,5 százalékkal fog növekedni. Az IMF fontosnak tartja, hogy a nemzeti bank nagyobb bankfelügyeleti hatáskört kapjon, és hogy állami beavatkozás nélkül működhessen.

## Bolgár bankstabilizáció

A szófiai kormány konszolidálni kívánja az állami tulajdonban lévő kereskedelmi bankokat. A lépésre várhatóan azt megelőzően kerül sor, hogy létrehozzák a le-  
va stabilitásának megteremtését célzó valutatanácsot. Hírek szerint a bankstabilizációban a Világbank is részt vesz.

A belföldi és a külföldi szakértők között teljes az egyetértés abban, hogy a bankrendszer fizetőképességének fenntartása elengedhetetlen feltétele a valuta iránti bizalom helyreállításának. A Nemzetközi Valutaalap által tavaly decemberben készített jelentés a bolgár bankok tőkeelátottságának nemzetközi szintre emeléséhez és likviditásuk biztosításához 151 millió dolláros injekciót tartott szükségesnek. Az IMF szakértői szerint a bulgáriai bankpiac 70 százalékát lefedő állami pénzügyintézetek közül kettő van különösen nehéz helyzetben, s egyikük mára teljesen elvesztette tőkéjét.

Az IMF eredeti terveiben az szerepelt, hogy a bankok tőkeemfelelési mutatóját 1998 közepére 8 százalékig, 1999 közepére pedig 12 százalékig emelik. Ez azonban módosult, ugyanis az IMF és a bolgár kormány legutóbbi egyezménye azt rögzíti, hogy a tőkeemfelelési mutatónak az idei esztendő végére 6 százalékot kell elérnie. Hazai szakértők szerint a bolgár bankok felénél nagyjából ezen a szinten áll a mutató értéke.

Rövid távon – a valutatanács júniusi létrehozásáig – Szófia belső forrásokból siet a bankrendszer segítségére. A Nemzetközi Valutaalappal egyetértésben a legnagyobb állami pénzügyintézet, a Bulbank e célból a kormánynak 50-60 millió dolláros kölcsönt nyújt. Ez az összeg a bankok eladásából remélt bevétel fedezetéül szolgál. Bulgária ezen a téren is számít a Világbank gyors segítségére. Erre van is esély, hiszen az IMF-fel kötött készenléti hitelmegállapodás nyomán várhatóan ismét megnyílik a nemzetközi hitelezők pénztárcája.

Bolgár szakértők felhívják a figyelmet arra, hogy a konszolidáció egyetlen alternatívája a bankcsődök újabb hulláma lett volna. A jegybank tavaly május óta tizenöt pénzügyintézet esetében kezdeményezett felszámolási eljárást. Szakértők szerint e folyamat feltartóztatása elengedhetetlen az ország pénzügyei iránti bizalom helyreállításához.

## A Morgan Stanley a Koor tulajdonosai között

Az Egyesült Államok egyik legnagyobb befektetési bankja, a Morgan Stanley mintegy 150 millió dollárért 8 százalékos tulajdoni hányadot szerez Izrael első számú ipari konglomerátumában, a Koor Industriesben. Az akvizíció nyomán a Morgan Stanley 1,325 millió részvényhez jut, s ezzel a Koor harmadik legnagyobb befektetője lesz. A Koor egyébként az első izraeli vállalat, amelyet 1995 óta jegyeznek a New York-i tőzsdén.

Ami a Koor tulajdonosi szerkezetét illeti: Izrael első számú kereskedelmi bankja, a Hapoalim 23 százalékos tulajdoni hányaddal rendelkezik, az amerikai Shamrock Holdings részesedése 20 százalék, míg a Bank Leumi a részvények 6 százalékát tudhatja magáénak. A „maradék” részvények többsége külföldi intézményi befektetők kezében van. Érdemes megjegyezni, hogy a Morgan Stanley nem választotta a Financial Times azon kérdésére, hogy saját magának vásárolja-e meg a Koor részvényeket vagy pedig megbízást teljesít.

Az újabb Koor részvénycsomag értékesítése megfelel az óriásvállalat 3 éve kinevezett elnök-vezérigazgatója, Benny Gaon stratégiájának. E stratégia a reorganizáció mellett meghirdette: szélesíteni kell a Koor tulajdonosainak körét, s ebbe külföldi befektetőket is be kell vonni. A reorganizáció révén olyan vállalatcsoport alakul ki, amelynek magját agrokémiai, vegyipari, távközlési, valamint építőipari cégek alkotják. Az elmúlt három esztendőben a Koor értékesítette néhány élelmiszeripari leánycégét, ugyanakkor újabb vállalatok felvásárlásával erősítette építőanyag-ipari és agrokémiai tevékenységét. Az óriásvállalat annak híve, hogy erősödjenek üzleti kapcsolatai Izrael szomszédaival, mindenekelőtt Egyiptommal.

Idén januárban Egyiptom első számú üzleti csoportja, a Kato Group 5 százalékos tulajdoni hányadot szerzett a Koorban. A tavalyi esztendő első kilenc hónapjában a Koor bevétele 2,65 milliárd dollár volt, egy évvel korábban pedig 2,59 milliárd. Ugyanebben az időszakban a nettó nyereség 141,1-ről 154,3 millió dollárra növekedett.

## Az ázsiai tőke és Európa

Az ENSZ kereskedelmi és fejlesztési szervezete, az UNCTAD legutóbbi jelentése rávilágít, hogy a kelet-ázsiai tőke nem igazán kedveli Európát, mint befektetési célpontot. Kelet-Ázsia újonnan iparosodó országai már egy ideje nettó közvetlen külföldi befektetők a világon, ám a térségből kiáramló tőkének mindössze 5 százaléka célozta meg Európát.

Az UNCTAD-dokumentum szerint Hongkong, Tajvan, Szingapúr és Dél-Korea beruházói pénzüket mintegy kétharmad részét Ázsiában fektetik be, második helyen pedig az Egyesült Államok szerepel.

Az Európától való tartózkodás oka az, hogy egyrészt az ázsiai befektetők inkább exportálnak kontinensünkre, sem hogy közvetlen beruházásokat eszközöljenek az ő mércéjükkel lassan fejlődő, alacsony megtakarítási szinten álló és telített gazdaságokba. Másrészt sokuknak nincs tapasztalata Európáról, s inkább a hasonló kultúrájú Ázsiában maradnak. Az ázsiai-európai viszony ebből a szempontból kölcsönös: az európai közvetlen befektetések nagysága ugyanis szintén alaposan le van maradva az amerikai és japán versenytársak által az ázsiai újonnan iparosodó országokba irányított tőke nagysága mögött.

A délkelet-ázsiai országok közül a legnagyobb nettó közvetlen külföldi befektető Hongkong: 1995-ben 25 milliárd dollárt fordított határain túli beruházásokra, s a kelet- és délkelet-ázsiai régióba irányuló összes külföldi befektetés 52 százaléka a brit koronagyarmatról érkezett. Kelet-Ázsia második legnagyobb külföldi befektetője Tajvan, ahonnan 24 milliárd dollár értékű tőke áramlott ki. Ezen összeg harmadrészének célpontja az Egyesült Államok volt, de számottevő tajvani tőke jutott Kínába is. A szigetország befektetői Európát mindössze 500 millió dollár beruházásra érdemesítették. 1994-Ben Szingapúrból 14, Dél-Koreából pedig 11 milliárd dollár értékű működőtőke áramlott külföldre.

A jelentés szerint a kelet- és délkelet-ázsiai befektetők az Európai Unió 15 tagállamából elsősorban Nagy-Britanniát, Németországot és Hollandiát választották tevékenységük célterületévé, a kedvelt ágazatok pedig az elektronika és a feldolgozóipar.

Gonda György

## Világbanki reformtervek

A Világbank tagállamaiból álló igazgatótanács egyhangúlag jóváhagyta az intézmény elnökségének, James Wolfensohnnak a tervét az átszervezésről és a reformról. Az 1995-ben megválasztott elnök által kidolgozott terv célja a hatékonyabb fejlesztés. Az eredeti terv költségeiből – az USA, Franciaország és Nagy-Britannia bírálata alapján – 122 millió dollárt lefaragtak, s ennek nyomán a Világbank átszervezésének költségei 2000-ig elérik majd a 400 millió dollárt. Az elbocsátandó alkalmazottak végkielégítésére a tervek szerint 60 millió dollárt fordítanak, a folyó költségek pedig 250 millió dollárral növekednek majd. Az igazgatótanács által elfogadott átszervezési terv szerint 2001-ben már visszaesnek a Világbank működési kiadásai a jelenlegi 1,1 milliárd dolláros szintre.

Az átszervezési terv fontos elemei közül megkülönböztetett figyelmet érdemel, hogy az adminisztrációról a projektekre kívánják áthelyezni a hangsúlyt és a forrásokat. Új szolgáltatásokat vezetnek be, növelik a világbank dolgozóinak műszaki szakértelmét, számos tevékenységet az ügyfélországok irányába decentralizálnak, s partneri kapcsolatokat alakítanak ki más szervezetekkel. Várhatóan jelentősen fejlesztik az információs rendszert, s reformok várhatók a személyzeti politika területén is.

A Világbank évente 22 milliárd dollár kölcsönt nyújt fejlesztési tervek megvalósítására. Szerepét azonban újabban kétségbe vonják arra hivatkozva, hogy szerte a világon számottevően bővülnek az elérhető magánhitel-források. Wolfensohn véleménye szerint a reform kiadásai eredményeképpen évi 2 milliárd dollárral nőhet a hatékony felhasználás. Megítélése szerint a Nemzetközi Újjáépítési és Fejlesztési Banknak (EBRD) is hatékonyabban kell a jövőben működnie. Ugyanis a „gazdagok gazdagabbá, a szegények szegényebbekké lettek. A világ lakosságának legszegényebb 20 százaléka a jövedelmekből 1,4 százalékkal részesedik, s ez az arány tovább romlik”.

Wolfensohn szerint az általa kezdeményezett világbanki reformok legfontosabb célja a támogatott tervek hatékonyságának javítása. Jelenleg a finanszírozott projektek 34 százaléka nem kielégítő hatékonyságú, s ezt az arányt rövid időn belül 25 százalékra kell csökkenteni.

## Megafúzió Norvégiában

Norvégia első számú biztosítótársasága a Storebrand és az ország második legnagyobb bankja, a Christiania Bank bejelentette, hogy összeolvad. A fúzió az ország eddigi történelmének legnagyobb összeolvadási tranzakciója, amelynek nyomán olyan pénzügyi szolgáltató-csoport jön létre, amelynek vagyona eléri a 272 milliárd norvég koronát (41,2 milliárd dollár).

Az összeolvadás bejelentésére azután került sor, hogy Svédországban mind erősebb a nyomás a pénzügyi ágazat átszervezésére. A Storebrand és a Christiania vezetői hangsúlyozták, hogy az összeolvadást elsősorban nem a költségek csökkentése, hanem a bevételek szinergiája vezérelte. Mindkét pénzügyi hatékonyaságát számottevően növeli, hogy igénybe veszik majd egymás fiókhálózatát. Történik ez majd úgy, hogy az összeolvadás nyomán nem kerül sor létszámleépítésre. A hatalmas értékű fúziót egyébként az is elősegítette, hogy az északi országban jó ütemben folyik a pénzügyi ágazat deregulációja, s mindkét cég már korábban is szeretett volna pozíciókra szert tenni a másik működési területén.

A befektetők örömmel fogadták az egyesülés hírért, s ennek nyomán élénk kereskedés mellett jelentősen emelkedett mindkét pénzügyi részvényeinek árfolyama. Bankpiaci elemzők véleménye szerint a fúzió nyomán a norvég bankok toplistáján a Christiania átveszi a vezető helyet a Den Norske Banktól. Emellett az egyesülés jó üzleti kilátásokat is biztosít, ugyanis Norvégiában az életbiztosítási üzletág évi 20 százalékkal növekszik.

A két pénzügyi hatékonyaságát – mindkettő fúzió előtti tőkeellátottsága 13 milliárd korona – az egyesülést egyenlők összeolvadásának tekinti. A fuzionált pénzügyi csoport neve Christiania, vezérigazgatója pedig Age Korsvold lesz, aki ugyanezt a posztot töltötte be a Storebrandnál. A csoport elnöke Harald Arukvaern lesz, a Christiania Bank jelenlegi elnöke. Az ügyletben a Storebrand tanácsadója a Morgan Stanley, a Christiania banké pedig a Credit Suisse First Boston volt.

A fúzió révén létrejövő új pénzügyi csoport az oslói tőzsde második legnagyobb jegyzett cége lesz. Az életbiztosítási üzletágban 32, az egyéb biztosítások terü-

letén 39, a hagyományos bankágazatban pedig 12 százalékos piaci részesedést tudhat a magáénak.

A Christiania Bankban az állam tulajdoni részaránya 51 százalék, amelyre a kincstár az 1991-1992-es bankválság idején tett szert. (A Den Norske Bankban az állami tulajdon részaránya 52 százalékos.)

Az új pénzügyi csoportban az állam részesedése 25,5 százalékos lesz. Elemzők véleménye szerint az állami tulajdon is szerepet játszik abban, hogy várhatóan rövid időn belül hozzájárulnak a fúzióhoz az illetékes hatóságok.

## Japán bankkonszolidáció

Rossz hitelek leírásával, a külföldi piacokról történő kivonulással igyekeznek túljutni a válságon a súlyos gondokkal küszködő japán bankok. Az elmúlt hetekben két bank is bejelentette ilyen szándékát.

Az ázsiai szigetország tizedik legjelentősebb kereskedelmi bankja, a Hokkaido Takusoku összeolvad a szintén Japán legészakibb nagy szigetén működő regionális Hokkaido Bankkal. A két saporói székhelyű pénzügyi párhuzamososságai megszüntetésével akarja költségeit lefaragni. Szakértők egybehangzó véleménye szerint legalább kétezer alkalmazott elbocsátása várható a fúzió nyomán. A Hokkaido Takusoku emellett leépíti külföldi tevékenységét is.

A Takusokut a szakemberek már régóta az összeolvadásra esélyes bankok között tartották számon. Ezt a pénzügyi hatékonyaságát különösen súlyosan érintette a japán ingatlanpiac összeomlása a kilencvenes évek elején. A befagyott építési és ingatlanhitelek terhét egyébként az egész szektor hordozza, a mindenkori tokiói kormány pedig újabb és újabb, ám kevésbé hatékony kezdeményezésekkel áll elő a probléma megoldására.

A bajba került pénzügyi hatékonyaságát állami pénzalapot is létrehozta. Ebből a forrásból részesedik most az ázsiai szigetország harmadik legnagyobb hosszú lejáratú hiteleket folyósító bankja, a Nippo Credit Bank (NCB). A Takusokuhoz hasonlóan az NCB is visszavonul a nemzetközi szinterről. A szintén javarészt ingatlanhitelezésből származó rossz hitelfortfolióval rendelkező pénzügyi hatékonyaságát emellett

újonnan kibocsátott részvényekkel is segíti a terv. A tokiói pénzügyminisztérium nyomására a kibocsátást más japán pénzintézetek – bankok és biztosítók – jegyzik le.

Elemzők véleménye szerint az NCB által kidolgozott tervek nem elégségesek a bank problémáinak megoldására, a kibocsátás viszont a pénzügyi ágazat jobb helyzetben lévő szereplőit is megterheli. A szakértők egyébként – a Reuter hírügynökség szerint – a hokkaidói bankok összeolvadását sem tartják különösen jó elképzelésnek.

## Tajvani bankok Kínában?

A Financial Times értesülése szerint a kínai központi bank ösztönözni fogja a tajvani pénzintézeteket arra, hogy létesítsenek bankokat a Kínai Népköztársaság területén. Ismeretes, hogy Tajpei jelenleg tiltja a tajvani befektetők számára a kínai investíciókat az úgynevezett stratégiai ágazatokban, többek között a pénzügyi szolgáltatások területén.

A központi bank hírek szerint rövid időn belül engedélyt ad arra, hogy tajvani alapítású bank kezdje meg működését Sanghajban. Di Weiping, a központi bank sanghaji részlegének alelnöke szerint az illetékes kínai hatóságok kedvező elbírálást és rugalmasságot tanúsítanak abban az esetben, ha a tajvani bankokat kívánják alapítani Kínában.

A tajvani hatóságok márciusban figyelemztették a helyi vállalatokat, hogy ne alapítsanak bankokat Kínában. A „renitenskedők” félmillió dollár büntetésben is részesíthetők.

A First Sino Bank – egy kínai-tajvani közös vállalkozás – az idei esztendő elején elsőként Kínában rontja a sziget kormányának tárgyalási esélyeit Pekinggel. (Érdemes megjegyezni, hogy Tajvan első számú ipari csoportja, a Formosa Plastics arra próbálja rávenni a kormányt, hogy álljon el egy 3 milliárd kolláros kínai beruházás megvétőzésától. A Formosa Plastics erőművet kíván építeni Kínában, s tajvani értelmezés szerint ez is a stratégiai ágazatok sorába tartozik.)

Nem hivatalos adatok szerint Kínában jelenleg 30 ezer tajvani beruházás működik. Di Weiping szerint a bankágazat igencsak személyes üzletág, ezért a tajvani befektetők szívesen állnának Kínában is saját, hazai pénzintézeteikkel kapcsolatban.

Ismeretes, hogy Kínában megkezdődött a bankszektor, a biztosítási ágazat, valamint a pénzügyi alapkezelés lassú liberalizálása. Ezeket a tevékenységeket egyébként jelenleg a nemzeti bank felügyeli.

Április elején – mintegy félévszázados szünet után – több külföldi bank megkezdte a jüanhitelek folyósítását Sanghajban az ott letelepedett külföldi vállalatok számára. Di Weiping szerint a külföldi bankok nem jelentenek jelentősebb versenyt a hazai bankok számára, amelyek egyébként vergődnek a rossz hitelek súlya alatt. Jelenleg nyolc külföldi bank működik Kínában, s hírek szerint rövid időn belül további hat kap engedélyt fióknyitásra.

## Akadozik a „cseh csoda”

Mind több jel mutat arra, hogy a cseh gazdaságnak most már valóban szembe kell néznie azokkal a gondokkal, amelyeket korábban igyekeztek a szőnyeg alá söpörni. A tavalyi esztendőben lelassult a gazdasági növekedés, s az 1997-es év első hónapjainak gazdasági adatai sem a legrózsásabbak. 1995-ben a bruttó hazai termék 4,8 százalékkal bővült, tavaly a GDP-növekedés nem haladta meg a 4,4 százalékot. (Érdemes megjegyezni, hogy a gazdasági növekedés a szomszédos Szlovákiában és Lengyelországban is erőteljesebb, mint Csehországban.)

A statisztikák tanúsága szerint folyamatosan csökken az export, ugyanakkor növekszik a behozatal. A bérek növekedése meghaladja a termelékenységét. A cseh vállalatok – elsősorban az ipari cégek – tavalyi eredményei többnyire elmaradtak a várakozásoktól, az ipar eladósodottsága a bankoknál tovább növekedett. A helyzetet bonyolítja, hogy az adós cégek jelentős része banki tulajdonban van.

Válságban van a cseh társadalombiztosítás, számottevően növekszenek az állami kiadások, s ezzel párhuzamosan a költségvetés hiánya. A nemzeti bank adatai szerint tavaly a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 8,5 százalékával volt egyenlő, idén pedig elérheti a 9 százalékot. (Összehasonlításképpen: 1995-ben a hiány nem haladta meg a bruttó hazai termék 4 százalékát.)

Nyugati szakértők véleménye szerint az iparvállalatok magánosítása után nem került sor azok átszervezésére, korsze-

rűsítésére. Így a magántulajdonban lévő cseh vállalatok többsége számára elkerülhetetlen azok a fájdalmas átalakítások, amelyekben a magyar és a lengyel cégek többsége már túljutott.

Jiri Hübner, az EBRD cseh részlegének vezetője szerint a dinamikusabb gazdasági növekedés első számú akadálya jelenleg az, hogy az iparban még nem hajtották végre az elkerülhetetlen reorganizációt. Hübner szerint az országban újjá kell élesíteni az ipari szektort, mindeken előtt a gépipari vállalatokat. Változásokat sürgetett az adórendszerben, s erőteljes fellépést az úgynevezett transzfer-árak ellen.

Véleménye szerint ideje volna szétválasztani a bankok hitelezési és vállaltulajdonosi tevékenységét, illetve szerepét, amely számos érdekütközés forrása. Ideje volna megreformálni a vállalatvezetési struktúrákat is, ugyanis a részvényesek részéről semmiféle nyomás nem tapasztalható a reorganizáció irányába. Amennyiben a cseh kormány nem tesz erőteljes lépéseket a vállalatok átszervezésének ösztönzésére, a cseh cégek iránt elvesztik érdeklődésüket a potenciális külföldi befektetők – véli az EBRD-szakértő.

Ennek már tapasztalhatók az első jelei a prágai tőzsdén, ahol április elején meglehetősen alacsony volt a külföldi befektetők érdeklődése. A szakértők ezt a nem kielégítő szabályozással, a terjedő korrupcióval, valamint a vonzó befektetési lehetőségek hiányával magyarázzák.

Vannak azonban kedvező jelek is a cseh vállalati szektorban. Növekszik azon cégek száma, amelyek már nem halasztják tovább az elkerülhetetlen karsúsítást és korszerűsítést. Az SPT Telecom távközlési monopólium például nemrégiben jelentette be, hogy alkalmazottainak számát rövid időn belül tízezerrel csökkenti. Több bank és iparvállalat is jelezte, hogy a költségcsökkentés jegyében kénytelen lesz megválni dolgozói egy részétől.

Vaclav Klaus miniszterelnök szerint nincsen ok a gazdasági pesszimizmusra, szerinte a borús előrejelzések túlzóak. Úgy véli: a külföldi befektetők dogmatikusak, azzal azonban egyetért, hogy a hazai tőke aktivizálása mellett szükséges ösztönözni a külföldi tőke dinamikusabb beáramlását is.

Gonda György

## Oroszország: pénzügyi élénkülés

Az elmúlt hetekben számos olyan eseményre került sor Oroszországban, amelyek arra engednek következtetni, hogy Moszkva mind inkább elkötelezett a reformok sikeres végrehajtása mellett, s mind inkább részévé kíván válni a nemzetközi pénzügyi piacoknak.

Ennek egyik jele, hogy Oroszország sikeresen befejezte a tárgyalásokat a Nemzetközi Valutaalappal a nemzetközi pénzintézet 10,2 milliárd dolláros, hároméves hitelkerete ez évi részleteinek folyósításáról, s az ehhez szükséges 1997-es gazdasági programról.

Az egy éve futó, de az elmúlt év végén gyakorlatilag befagyasztott hitelprogramból az első új részlet 685 millió dollár, részben kipótlandó az eddig elmaradt havi kiutalásokat. A korábbi gyakorlattól eltérően az IMF a jövőben nem havonta, hanem negyedévente vizsgálja majd meg azoknak a kötelezettségeknek a teljesítését, amelyeket Moszkva vállalt fel a hitel fejében. Az utalásokra sem havonta, hanem negyedévente kerül ezentúl sor.

A hitelkeret feléléstése azt jelzi, hogy bár az idejű költségvetés irrealitását a kormány is elismerte – s egyelőre bizonytalan, miként sikerül majd kiigazítani a tévedést –, a Valutaalap mégis bízik az orosz reformok sikerében.

Az első részletből a kormány kifizetheti a felhalmozódott bér- és nyugdíjhátralék egy részét, enyhítve ezzel a szociális feszültségeket. Anatolij Csubajsz első miniszterelnök-helyettes – akinek képességeit és elkötelezettségét a reformok végrehajtása mellett a nemzetközi pénzintézetek igen magasra értékelik – véleménye szerint Moszkva az első fél év végéig a Világbanktól mintegy egymillió dollárra számíthat. (Érdemes megjegyezni, hogy a Világbank korábban elzárkózott a további hitelek folyósításától mindaddig, amíg az orosz kormány nem javít az adóbehajtás hatékonyságán, s nem reformálja meg az egész adórendszert. A kormány egyébként április végén a törvényhozás elé terjesztette az adóreform tervezetét.)

Anatolij Csubajsznak tehát sikerült meggyeznie mind a Nemzetközi Valutaalappal, mind pedig a Világbankkal az idén követendő orosz gazdaságpolitikáról, amelynek teljesítésére közös nyilatkozatban vállalt kötelezettséget a kormány és a jegybank. A kemény tárgyalásokon született egyezség azért is fontos Moszkva számára, mert így Oroszország kedvező feltételek mellett vehet fel kölcsönt az eurokötvény-piacon is.

Időközben a parlament elé terjesztette az orosz kormányfő azt a tervezetet, amely tartalmazza a költségvetési kiadások eredetileg jóváhagyott lefaragásának menetrendjét. A Nemzetközi Valutaalappal kötött megállapodás egyébként rögzíti a negyedéves költségvetési előirányzatokat, valamint azt a tényt, hogy az infláció éves szinten nem haladja majd meg a 12 százalékot. Időközben az orosz központi bank bejelentette, hogy 1997 végéig megszünteti a külföldi befektetők részvételének fennálló korlátait a rövid lejáratú kincstárjegyek és a szövetségi kölcsönkötvények piacán. Ez azt jelenti, hogy a piaci részvételi feltételek a külföldiek számára azonosak lesznek a belföldiekével.

Ismeretes, hogy az orosz állampapírpiacon a külföldiek eddig csak egy megszabott felső határig szerezhettek jövedelmet, s annak kivételét is korlátozták. A külföldi részvétel liberalizálását több lépésben hajtják végre. Első lépésként május 1-jétől már nem szabják meg az értéktőzsdei határidős ügyletek teljesítésének maximális lejáratát idejéig, a minimális lejáratit időt viszont a jelenlegi négyről két hónapra csökkentik. A következő lépése az lesz, hogy szeptembertől megszüntetik a prompt ügyletek kötelező lefedezését. Jövő januártól pedig a külföldi befektetők akadálytalanul léphetnek be az orosz állampapírpiacon, s szabadon léphetnek ki onnan. A mexikóihoz hasonló válság elkerülése érdekében azonban az orosz jegybank fenntartja magának a jogot arra, hogy szükség esetén változtasson a kompenzációs ügyletek feltételein és szabályozza a külföldiek részvételi arányát a rövid lejáratú kincstárjegyek és a szövetségi kölcsönkötvények investícióinak teljes összegében.

A Finanszovijje Izvesztija című lap szerint a liberalizálás valószínűleg kedvezet csinál a külföldieknek a legális üzletekhez az orosz állampapírok piacán. Ha viszont az adóbevételei hiányok kiegyenlítésére a pénzügyminisztérium túl sok állampapírt bocsát ki – és ezért a központi bank kénytelen lesz élni szabályozási jogával –, akkor a külföldiek várhatóan újra előnyben részesítik majd a „szürke” befektetési lehetőségeket.

Az értékpapírok jövedelmezőségének csökkenése azonban – a gazdasági szaklap szerint – a külföldiek tömeges kivonulását idézheti elő. A jegybank azonban erre az esetre is felkészült devizataralékok gyűjtésével. A likvid tartalékokat április végén mintegy 12 milliárd dollárra becsülték a szakemberek.

Ugyancsak az orosz pénzügyi élet pezsdülését jelzi, hogy a központi kormány mellett több régió kormányzata is bejelentette: eurokötvényekkel fog idén megjelenni a nemzetközi pénzügyi piacon. Az orosz kormány által tavaly novemberben kibocsátott első öt éves eurokötvény – amelynek hozama 3,45 százalékkal haladta meg a hasonló futamidejű amerikai állampapírokat – a piac lelkesen fogadta és többszörösen túljegyezte. Moszkva márciusban márkajegyzésű eurokötvényt bocsátott ki sikerrel, s a kormány tervei szerint még legalább egy dollárjegyzésű papírral is megjelennek idén a piacon.

Felbuzdulva a központi kormány kibocsátásainak sikerén, orosz nagyvárosok és régiók egész sora vette tervbe saját eurokötvény-kibocsátását. Az előkészületeket tekintve Moszkva, Szentpétervár és Nyizsnyij Novgorod megye áll a legközelebb a kibocsátáshoz. Hírek szerint az előbbieket hamarosan követi a nemzetközi piaci megmérettetésben Tatársztán, valamint a szverdlovszki és az irkutszki megye.

Moszkva városa a hírek szerint 300-500 millió dollár értékben bocsát ki eurokötvényeket 3-5 éves lejáratra. Moszkva városát nemrégiben a Standard and Poor's BB mínusz minősítéssel „látta el”. Szakértők szerint a moszkvai eurokötvény szereplése még az orosz eurodollár kötvénynél is sikeresebb lesz, a város költségvetési helyzete ugyanis egészségesebb az országénál. A Moszkva-kötvények kibocsátásának vezetője a CSFB és a Nomura Securities. Megjegyzendő, hogy Moszkva azon kevés orosz városok egyike, amelynek költségvetése nem mutat hiányt.

A központi kormányzat az SBC Warburgot és a JP Morgant jelölte ki saját kihelyezéseinek lebonyolítására, és még el kell fogadtatni a regionális papírok sorsát szabályozó törvényt is. Az erre vonatkozó törvénytervezet szerint csak azok a megyék jogosultak kilépni a nemzetközi pénzügyi piacra, amelyek a költségvetés nettó befizetői. Ilyen jelenleg csak nyolc akad. A megyék legfeljebb a saját költségvetési bevételeik 30 százalékáig vehetnek majd fel nemzetközi hiteleket és adósságszolgálatuk nem haladhatja meg éves bevételeik 15 százalékát.

Pénzügyi szakértők egybehangozóan úgy vélik: az orosz központi kormány és a városok, valamint a megyék idén összesen 5 milliárd dollárnyi értékpapírral jelennek majd meg, s ezt a mennyiséget a pénzhiánnyal küszködő nemzetközi piac minden gond nélkül felszívja. (Összehasonlításképpen: Brazília évente 7-8 milliárd dollárnyi hitelhez jut a piacon.) A nemzetközi pénzügyi szakértők arra is rámutatnak, hogy ha korlátlan kereslet

# Jelzálogpénztár

Már a csapból is a jelzáloghitel folyik. Valami műszaki okból kifolyólag a kötelező magánnyugdíjpénztár is innen folyik. A zavaros folyadék immár visszatérő álmom. Amikor sorra veszem nemzetgazdasági hatásait, garanciális elemeiket, matematikai módszereiket, modellszámításait, már nem is tudom, melyikről elmélkedek.

Zavaros agyamban a nyugdíjpénztárnak van földje, telke, hűtőháza számtalan. Olyikra csak zálogjoga van bejegyezve; hovatovább az övé lesz, ahogy kinéz. A kötelező pénztártag pedig már nem aggályoskodik, mi lesz a pénzével harminc év múlva. Minimálisra csökkent a biztosítási és a befektetési kockázata. Kockázatminimalizáló közösség az ő számára a pénztár. Nem egyéni számlájára fizet tagdíjat havonta, hanem a pénztár által kibocsátott jelzálogleveleket vásárolgatja havi részletekben. Hitelt nyújt saját jelzálognyugdíjpénztárának, s közben létre is hozza ennek visszafizetési fedezetét. Nem elfolyó, híguló pénzben, hanem anyaföldben, ingatlanokban.

A pénztár vezetősége gondosan ügyel arra, hogy tartós kihelyezéseinek egy része gyorsan és vidáman értékesíthető ingatlanokból álljon. Ezt nevezzük likvid ingatlanoknak, mobil immobililiának. Főleg mezőgazdasági és lakásépítési hitelt nyújt a nála gyűlő tagdíjból, helyesebben az általa kibocsátott jelzáloglevél ellenében kapott hiteltől. A kamatbevételből, a vagyongyarapodásból nagy biztonsággal őrzi meg a tagok pénzének reálértékét, sőt. A nyugdíjpénztár főleg olyan ingatlanokra száll rá, amelyek értéke tőle függetlenül nő az infrastruktúra-fejlesztés hatására. Más vet és ő arat. A pénztártag bizalma immár nemcsak saját pénztárához kapcsolódik, hanem a fedezethez, az ingatlanhoz. Gyorsan és önfeledten felfutó cégek rakatáira, hűtőháza, parkolóháza nyújt a jelzálognyugdíjpénztár záloghitelt, és vár, míg eljön az ő napja.

A több lábbon állás követelményét érvényesítve összebarátkoznak a mezőgazdasági kistermelőkkel ezek tudvalevőleg soha nem fognak tagdíjat fizetni a kötelező pénztárnak. Nem is kell. Kis földcsékjüket a pénztár évente jelzáloggal terhelteti az elmaradt tagdíj összegének megfelelően. Vagyis: jelzálog-kényszerhitelt nyújt azoknak, akiknek mindenük van, csak készpénzüik nincs. Néha ad rendes jelzáloghitelt is nekik, mert szereti őket, és hátha tönkre mennek.

Az idősebb bácsikat különösen szeretik. Ezek naivan arra számítanak, hogy vénségükre csak kapnak valamilyen nyugdíjat. Nem élhetnek a gyerekeik nyakán, mint hajdanán. Nyugdíjjárulékot nem fizettek, de bíznak a biztos és kiszámítható jövőben. A pénztár elnézően mosolyog és nyújtja a havi járadékot. Aztán ráterheli az örökségre. Senki nem halhat éhen e hazában, akinek van vagyona. Még akkor sem, ha földcsékjét nem teheti pénzzé, mert azt már régen az ő dolgos elsőszülött fia műveli sajátjaként. Jelzáloggal terhelt is terem a föld. A vetőmagot, a trágyát, a munkát befogadja és meghálálja.

Drága föld, szülőházánknak földje drága kincset ad. Reálértékét hosszú távon megőrzi. A hitelező elől el nem tüntethető. A tulajdoni lapon rajta van a jelzáloggal való terheltég. Minden röge, minden hantja kincset ér. Erre a kincstre tesz rá még egy lapáttal az a tény, hogy hazánkban a termőföld most kezd áruvá válni. Most lesz igazi piaci, üzleti értéke. Ára az inflációt meghaladó mértékben fog emelkedni. Hozadéknak csupán csekély – néha negatív – részét adja az üzemi eredmény. Az igazi hozadék önmaga értékének növekedése.

A mezőgazdasági kistermelő ebből még semmit nem érez. Most neki a föld megművelése legfeljebb annyit

hoz, hogy a be nem fizetett adókból és járulékokból minden évben tud venni valamit: egyik évben egy traktort, a másikkban a gyerekeknek egy fél családi házat, a harmadikban egy gépkocsit. Nincs neki forgó- és tartaléktőkéje ahhoz, hogy földje érték-növekedését kivárja, majd az árnyereséget realizálja. Pedig ezzel többre menne, mint a kétkezi munkával. Ott van azonban a nyugdíjpénztár, mint hosszú távú befektető és jelzáloghitelező. Tud ő várni, mert évtizedekig csak gyűlik nála a tagság pénze, járadékkifizetés pedig nincs.

Na és el ne felejtjük a nemzetgazdaság szempontjait. Itt magasodik előtünk a növekedés és az egyensúly együttes követelménye. No meg a kommunikációs stratégia és a fizetett hirdetés. Amikor legnagyobb az ínség, akkor jó imhol a segítség. Kettő is egyszerre. Mind a kötelező magánpénztár, mind a jelzáloghitelezés ugyanazt a célt szolgálja: felendíteni a tőkepiacot, növelni a tőke kínálatot, lehetővé tenni a tartós befektetéseket. Kialakul a nyugdíjbiztosítási jelzáloglevél-piac, hozzájárulva a magyar tőkepiac sokszínűségéhez. A nyugdíjpénztár nemcsak államkötvényt fog vásárolni, mint ezt a minden káknán csomót keresők állítják. Vesz földet, telket, kikötőt. Ha jól spekulál ügyfele tönkrementelére, ezekre előbb jelzálogjogot szerez.

A kielégítési sorrendben a pénztártag követelése is, a pénztár követelése is minden más követelést meg fog előzni. A jelzáloghitelező nyugdíjpénztár nyilvántartásai „közhitelesnek” minősülnek. A pénztár az adós ellen végrehajtást vezethet nyilvános árverésen. Megkaparintja a földet a külföldiek elől. Kiszámíthatóvá, megalapozottá teszi tagjai jövőjét. Akié a föld, azé az ország. Akié az ország, azé a jövő. Akié a jövő, azé a jövedelem.

Pirityi Ottó

nincs is az orosz értékpapírokra, megfelelő feltételek mellett a kibocsátásokat igen nagy érdeklődés kíséri majd.

## Amerikai álláspontváltás

A világ vezető gazdasági hatalmainak, valamint a felemelkedő piacgazdaságok képviselői Genfben újabb tárgyalássorozatot kezdtek annak érdekében, hogy az ideiglenes végéig általános megállapodást dolgozzanak ki a pénzügyi szolgáltatások liberalizálásáról.

Új és a tárgyalások végső kimenetelét meghatározó fejlemény, hogy az egyezmény létrejöttét több mint két éve megakadályozó Washington kijelentette: érdekelt abban, hogy a 43 ország ezúttal sikerrel fejezze be tárgyalásait. Szakértők szerint az amerikai álláspont megváltozásában számos tényező játszott szerepet. Ezek közül érdemes kiemelni, hogy az év első hónapjaiban sikeresen zárultak a távközlési és az információtechnológia liberalizálását szolgáló tárgyalások. Elemzők rámutatnak: az Egyesült Államok – mint a pénzügyi szolgáltatási ágazat első számú piaca – részvétele kiemelten fontos a Kereskedelmi Világszervezet (WTO) égisze alatt megkötendő egyezményben.

A pénzügyi szolgáltatásokról szóló világmegállapodás – amelybe egyebek mellett napi 1200 milliárd dollár értékű banki, tőzsdei, biztosítási és aktívkezelési ügylet is tartozik – azon az 1995-ben született átmeneti egyezményen alapulna, amelyet az Európai Unió öntött formába azután, hogy az USA kivonult a tárgyalásokról. Ez az átmeneti egyezmény arra kötelezi az aláírókat, hogy fokozatosan szüntessék meg az akadályokat a piacokon tevékenykedni szándékozó külföldi cégek előtt. Az amerikai kormány egyébként azzal az ürüggyel utasította vissza az ideiglenes végéig lejárató dokumentum aláírását, hogy a legfontosabb fejlődő országok nem elég gyorsan liberalizálnák pénzügyi szolgáltatási ágazatukat.

Hírek szerint Washington hamarosan felkéri az Ázsiai és Csendes-óceáni Gazdasági Együttműködés Szervezetének következő értekezletét, hogy nyilatkozatban támogassa a liberalizációs megállapodás szükségességét. Ezzel az USA amolyan közvetett biztosítékot kíván kapni arra, hogy a felemelkedő piacgazdaságok is hívei a pénzügyi szolgáltatások liberalizálásának.

## Privatizációs toplista

A Privatisation International című szaklap felmérése szerint tavaly az európai befektetési bankok vezették a privatizációs

tanácsadási biznisz toplistáját. A felmérés adatai szerint az elmúlt évben a világon a kormányok 88 milliárd dollár bevételre tettek szert a magánosításból, szemben az 1994-ben és az 1995-ben regisztrált 64, illetve 73 milliárd dolláros bevétellel.

Míg 1995-ben az európai befektetési bankok részaránya a kormányok számára nyújtott privatizációs tanácsadásban 45 százalék volt, addig tavaly ez az arány megközelítette a 60 százalékot. A pénzügyintézetek a kormányok javára nemcsak privatizációs tanácsadási tevékenységet végeztek, hanem részt vettek a részvények értékesítésében és a marketingmunkában is. Az európai befektetési bankok részarányának növekedése a privatizációs tanácsadási üzletágban elsősorban az észak-amerikai befektetési bankok kárára következett be. Az adatok értékelésénél nem hagyható figyelmen kívül, hogy 1996-ban a privatizációs bevételek 56 százaléka Nyugat-Európában keletkezett, s novemberben megkezdődött a kontinens történetének eddigi legnagyobb magánosítása, nevezetesen a Deutsche Telekom értékesítése. Ismeretes, hogy a német távközlési vállalatbirodalom részvényeiből tavaly 13 milliárd dollár értékű jutott magánkézbe.

Latin-Amerikában tavaly 34 privatizációs ügylet kötötték, amelyekből a kormányok 12,3 milliárd dollár bevételhez jutottak. Ázsiában 20 magánosítást bonyolítottak el összesen 10,3 milliárd dollár értékben. Ausztráliában 9,2, Kelet-Európában 3,3, a Közel-Keleten és Észak-Afrikában 1,8, Észak-Amerikában 1,3, az afrikai kontinens Szaharától délre eső részén pedig 0,2 milliárd dollár bevételhez jutottak a kormányok a magánosításból.

A Privatisation International felmérése szerint a brit privatizáció során komoly tapasztalatokra szert tett londoni befektetési bankok nagy üzleteket szereztek meg az európai tanácsadási piacon. A befektetési bankok toplistáját az SBC Warburg vezeti, amely összesen 58 privatizációs tranzakciót bonyolított le, s ezek értéke 61 milliárd dollár volt. A Credit Suisse First Boston 55 magánosítási ügyletben volt érdekelt, ezek együttes értéke 41,9 milliárd dollár.

A felmérés rangsorolja a privatizációs tanácsadásban résztvevő könyvvizsgáló és jogi cégeket is. A könyvvizsgáló cégek sorát a tranzakciós értékek összege alapján a Price Waterhouse vezeti, a megbízások számát tekintve pedig a Coopers and Lybrand a listavezető. Az ügyvédi irodák közül a privatizációhoz kapcsolódó jogi tanácsadás területén elsősorban a londoni cégek jeleskedtek. A legtöbb megbízást a Freshfieldsnek sikerült elnyernie. Az ügyletek ösz-

szesített értékét tekintve az ügyvédi irodák közül az amerikai Sullivan and Cromwell volt a legsikeresebb.

## Gyors növekedés Kínában

Továbbra is számottevő gazdasági növekedést mutat a kínai gazdaság. Az első negyedévben a GDP 9,4 százalékkal volt magasabb az egy évvel korábnál. A pekingi kormány által közzétett statisztikai adatok tanúsága szerint azonban az állami vállalatok vesztesége továbbra is erőteljes növekedést mutat. Az első negyedévben az állami cégek összesített vesztesége 19,3 milliárd jüan (2,32 milliárd dollár) volt, 11,8 százalékkal magasabb, mint az előző év azonos időszakában.

Az első negyedévben az ipari termelés 10,6, a mezőgazdaság 5, a szolgáltatási ágazat pedig 8,3 százalékkal növekedett. Lassult az év első három hónapjában az infláció üteme: az árak 2,6 százalékkal voltak magasabbak, mint egy évvel korábban. A fogyasztói árindex növekedése 5,2 százalékos volt. Az egész idei évre Kínában 6 százalékos inflációval számolnak, tavaly 6,1 százalékos volt a pénzromlás.

Nyugati elemzők arra hívják fel a statisztikák kapcsán a figyelmet, hogy az állami vállalatok több mint felének gazdálkodása krónikusan veszteséges. Az állami ipar hozzájárulása az ország teljes ipari termeléséhez nem éri el az 50 százalékot.

Kétségtelen, hogy Peking jelentős eredményeket ért el a gazdaság lehűtésében, a felpörgött konjunktúra szabályozásában. 1994-ben az infláció még 20 százalék körül alakult, a pénzromlást sikerült 10 százalék alá szorítani, s ezzel párhuzamosan megzabolázták a túlhevült gazdasági növekedést is. Az idei év első három hónapjában az ázsiai ország exportja 25 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban, értéke 35,5 milliárd dollár volt. A teljes külkereskedelmi forgalom értéke az első negyedben 64,3 milliárd dollár volt. Az import 28,8 milliárd dollárt tett ki, vagyis 1,8 százalékkal kevesebbet, mint egy évvel korábban. Az első negyedévet a kínai külkereskedelem 6,7 milliárd dolláros többlettel zárta. Érdemes kiemelni, hogy a gépek és az elektronikai termékek kivétel az első negyedben 22 százalékkal bővült, a behozatal ezekben az árucsoportokba viszont csökkent. Február végén az ország valutatartalékainak összege 111 milliárd dollár volt. A központi bank idén a tartalékok 20 milliárd dolláros növekedésével számol.

Gonda György

## Állampapírpiac

Az állampapír-hozamok a repokamatok csökkentése és a javuló inflációs adatoknak köszönhetően újra gyengültek a periódusban, a DWIX 20,79 százalékról 20,71 százalékra esett vissza.

Az 1 hónapos kincstárjegyek iránt az időszak egészében fokozott kereslet mutatkozott, ennek ellenére az átlaghozam igen hektikusan mozgott. Az egymást követő gyengülések és erősödések eredőjeként az átlagos kötvényegyenérték-hozam 21,15 százalékról 21,20 százalékra emelkedett.

A 3 hónapos diszkontjegyek aukcióira is a kibocsátásra szánt mennyiséget felülmúló mértékben érkeztek be ajánlatok, ami – az utolsó hét kivételével – a hozamszint csökkenését eredményezte. Az utolsó emisszió kialakult 20,59 százalékos átlaghozam 11 bázisponttal maradt el az első aukción regisztrált szinttől.

A 6 és 12 hónapos diszkontkincstárjegy-aukciókon is túlkérésletet regisztráltak a vizsgált időszakban, ennek ellenére a hozamok eróziója alatta maradt a rövidebb futamidejű állampapírok esetében tapasztalt hozamesésnek.

A hozamgörbe alakja továbbra is inverz maradt, ami azt jelzi, hogy a befektetők a kamatok további esését prognosztizálják. Az aukciós eredmények viszont azt jelzik, hogy ennek mértéke az 1997-es évben – a lassuló ütemben csökkenő infláció miatt – messze elmarad a tavalyi 10 százalékpontos eséstől. A makrogazdasági elemzések szerint az éves infláció 17-19 százalék között fog alakulni, vagyis az állampapírok által biztosított megtérülés is e körül a szint körül mozog majd az év végén.

## Részvénypiac

A vizsgált periódusban a Budapesti Értéktőzsdén szereplő részvények árfolyama jelentős mértékben emel-

kedett, egyrészt az időközben megjelent negyedéves jelentések, másrészt a közelgő kibocsátásokkal kapcsolatos várakozások miatt. Az árfolyamok változását reprezentáló BUX 5.442,59 pontos értékéről egészen a 6.000 pontos magasságba erősödött, ami azonban ellenállási szintnek is számított. Az utolsó napon regisztrált 5.944,46 pontos érték közel 10 százalékos emelkedést takart egy hónap alatt.

A jegyzett „A” kategória kereskedési volumene a vizsgált időszakban megközelítette a 74 milliárd forintot, ami heti 18 milliárd forint feletti átlagforgalmat jelent. A parkett legkeresettebb papírja a Mol volt, az olajipari részvényből közel 9 millió darab cserélt gazdát 2.995 forintról 3.475 forintra erősödő árfolyam mellett. A fokozott érdeklődést a május 6-án lezárult külföldi kibocsátásról szóló eredmények váltották ki, amelyek hatszoros túljegyzésről adtak számot. Az ÁPV Rt. tehát sikeresen értékesített 12,3 millió darab részvényt 16,25 dolláros áron. A 2.970 forintos árfolyam 200 millió dollárt közelítő bruttó bevételt jelentett a privatizációs szervez számára. A „green shoe” opció lehívásával ez az összeg 240 millió dollárra bővíthet amihez jön még a sikeres magyar kibocsátás esetén befolyó 11,7 milliárd forintos összeg.

Az állam ezzel a nem mindennapi tranzakcióval 55,5 milliárd forintos bevételhez juthat, és az olajipari részvények árfolyam-emelkedése esetén az ÁPV Rt. tulajdonában maradó 40 százalék alatti részesedés értéke is növekedhet. A folyamatos értéknövekedés hatására az ÁPV Rt. megnövelte az eredetileg kibocsátásra szánt mennyiséget, túljegyzés esetén a hazai befektetők akár négy százalékot is megvásárolhatnak, vagyis közel 2 millió darabbal emelkedett a forgalomba hozni kívánt részvények mennyisége. Az akár milliós nagyságrenddel nagyobb értékesítés természetesen csak akkor jöhet létre, ha az érdeklődés tényleg olyan nagy lesz, mint amelyet a tőzsdéi áralakulás mutat. Az viszont továbbra is kérdés, hogy az értéknövekedés háttérében a hazai kisbefektetők rövid távú spekulációja áll, vagy a külföldi befektetők vásárol-

nak, attól tartva, hogy a túljegyzés miatt nem tudják a szükséges mennyiséget beszerezni.

A társaság külföldi terjeszkedésével kapcsolatos az a hír, amely az Adria olajvezeték kisebbségi tulajdonának megvásárlásáról látott napvilágot. Az információ szerint a horvát vagyionügynökség még nem döntötte el a szerződés aláírásának pontos dátumát, mivel egyes részletek még tisztázásra várnak. Bővebb részletek a megállapodások szerint a végleges üzletkötésig nem kerülnek nyilvánosságra. A tőzsdén másik favoritjának a TVK bizonyult, amely a 2.440 forintos nyitást követően a 3.000 forintot is áttörte, igaz a periódus végére – minden bizonnyal a „Mol-hisztéria” miatt – 2.850 forintig csúszott vissza. A 14 milliárdos forgalom és a 20 százalékos értéknövekedés a negyedéves eredményekkel hozható kapcsolatba, amelyek ugyanis igazolták az optimista várakozásokat, a bázisidőszakban realizált 14,2 milliárdos szinttel szemben az idén közel 20 milliárdos árbevétel ért el a társaság.

Az árbevétel növekedése mellett a folyamatosan csökkenő árú vegyipari benzinnek és az emelkedő végtermékeknek köszönhetően a nettó eredmény 2,748 milliárdra emelkedett az 1996. első három hónapjában realizált 1,717 milliárról. A csaknem 40 százalékos árbevétel-növekményben jelentős a szerepe volt a hazai piacnak, hiszen az árbevétel 53 százalékát 10,5 milliárdos eredményt ért el belföldön a tiszaujvárosi társaság. A 9,3 milliárdos exportban 83 százalékra emelkedett az európai piac aránya.

Az exportbevétel jelentős emelkedése mindenesetre örvendetes hír, hiszen így a társaságnak jó esélyei vannak arra, hogy megkapja az 50 százalékos adókedvezményt. A TVK-nak jelentős tartalékai vannak, hiszen a 24 milliárdos alaptőke 12,5 százalékát tartja kezében, amelyeket a beszerzési áron tart nyilván. Ez a jelenlegi árfolyammal kalkulálva közel 4 milliárdnyi árfolyam-tartalékot rejt magában, és az egyre biztosabb 50 százalékos adókedvezmény mellett a társaság eredményét jelentősen növelheti az ÁPV Rt. által még el nem utalt és felhasznál-

## Amerikai költségvetés

A törvényhozás és a Fehér Ház vezetői írásba foglalták a költségvetési megállapodás részleteit. A tervek szerint 2002-ben már enyhe többlettel zár a költségvetés, bár a demokraták egy része attól tart, hogy az adócsökkentések egy idő után a költségvetési hiány súlyosbodását eredményezik majd.

A költségvetés öt éve alatti kiegyensúlyozásáról az adminisztráció és a törvényhozás között – hosszadalmas tárgyalások után – kompromisszum született. Washingtonban azt remélik, hogy a következő öt pénzügyi évben az összesen 85 milliárd dolláros nettó adócsökkentés mellett 209 milliárd dollár nettó megtakarítás érhető el.

A tervek szerint csökken a tőkenyerésadó, az örökösödési adó, valamint minden gyermek után a szülők 500 dolláros adókedvezményben részesülnek. A demokratáknak sikerült elérniük, hogy 35 milliárd dolláros adókedvezményt használhassanak fel az oktatás támogatására is.

A megtakarítási oldalon 77 milliárd dollárt akarnak öt esztendő alatt lefaragni a védelmi kiadásokból. A republikánusok követelésére 115 milliárd dollárral csökken az öregek egészségügyi ellátását szolgáló Medicare költségvetése, a szegényekért felelős Medicaid pedig 13,6 milliárddal kap kevesebbet. Ugyanakkor az elnök 32 milliárdot költhet különböző új szövetségi programokra.

Számítások szerint az idei 67 milliárdról jövőre 90 milliárd dollárra növekszik az amerikai szövetségi költségvetés hiánya. Utána viszont folyamatosan csökkenne, s 2002-ben már egymilliárd dolláros többlettel zárna.

## Az OECD Szlovéniáról

Országjelentést készített a közelmúltban a párizsi székhelyű OECD Szlovénia gazdaságáról: a tanulmány megállapítja, hogy az ország az elmúlt esztendőkből figyelemre méltó gazdasági teljesítményt mutatott fel. A reformok elmélyüléséhez és tartóssá tételéhez azonban további erőfeszítésekre van szükség, mindenképp az antiinflációs politika területén.

Az OECD-dokumentum a kelet-európai térségben a szlovén gazdaságot a legjobbak közé sorolja; ez az ország volt az el-

ső, ahol a politikai változások után a leghamarabb indult meg a gazdasági növekedés. 1994-Ben a GDP 5,3 százalékkal növekedett, tavaly a bruttó hazai termék bővülése 3,5 százalékra mérséklődött. Az OECD szerint a növekedés dinamikájának lassulása annak tudható be, hogy gyengélkedtek az ország legfontosabb exportpiacai, s a bérnövekedés meghaladta a termelékenységet. Az idei esztendőre 3,5, jövőre pedig 4 százalékos gazdasági növekedéssel számol Szlovéniában az OECD. A GDP-bővülés várható okai közül érdemes kiemelni, hogy Németországban és a többi fontosabb exportpiacon élénkülő kereslettel lehet számolni.

A jelentés szerint az infláció mértéke a tavalyi 8,8 százalék után idén 9, jövőre pedig 8 százalék lesz, ami jóval magasabb, mint az OECD-országokban, illetve ezek többségében mért áremelkedés. A szervezet figyelmeztet arra, hogy a központilag szabályozott árak – többek között az energiatarifák – felszabadítása, valamint a hozzáadottérték-adó tervezett bevezetése erősíteni fogja az inflációs nyomást.

Ennek megfelelően az OECD azt várja a kormánytól és a jegybanktól, hogy határozottan fogalmazza meg az infláció lezórítását tartalmazó célkitűzést, és tegyen hatékony lépéseket ez irányba. Nemcsak a monetáris politika terén, hanem fiskális reformokkal is. A dokumentum kritikaként megállapítja: az elmúlt években nem volt mindig világos, hogy a jegybank az infláció csökkentését vagy a külkereskedelmi pozíciók javítását tekinti-e legfontosabb céljának.

## Konvertibilis hrvnyia

A Nemzetközi Valutaalap tájékoztatást kapott az ukrán kormánytól arról, hogy Kiev eleget tesz az IMF-nek a nemzeti valuta konvertibilitásához előírt feltételeinek. Az ukrán nemzeti valuta, a hrvnyia már konvertibilis az országban belül és néhány bankközi műveletben a FÁK-on belül, de külföldön egyébként nem forgatható.

Az IMF VIII. cikkelyének elfogadása – az idei költségvetés parlamenti jóváhagyása mellett – egyik alapfeltétele volt annak, hogy Ukrajna megkaphassa az IMF 2,5-3 milliárd dollárra tervezett, 3 évre kiterjesztett hitelét.

Az IMF közleménye szerint az ukrán kormány biztosította a nemzetközi kö-

zösséget afelől, hogy ésszerű gazdaságpolitikát folytat majd, s így nem lesz szüksége a folyó nemzetközi átutalások korlátozására.

A már említett cikkely teljesítése nyomán várhatóan csökkenni fog a beruházások és a kölcsönök kockázata az országban, így a kormányzat kedvező feltételű hitelekhez juthat.

Lazarenko miniszterelnök becslése szerint 1997-ben csaknem kétszeresére, 800 millió dollárra növekszik a külföldi beruházások összege az előző évihez képest. A keleti statisztikai hivatal adatai szerint a közvetlen külföldi befektetések értéke 1997 első negyedévében elérte a 157 millió dollárt, s ezzel a beruházások összege a függetlenné válás óta 1,49 milliárd dollárra nőtt. A külföldi tőkével működő cégek száma Ukrajnában ma már meghaladja az ötezret. A befektetők sorát az amerikaiak vezetik, akik eddig 272 millió dollárt investáltak Ukrajnába.

## Lengyel vagyonjegyek

Újabb állomáshoz érkezett Lengyelországban a privatizáció. Május közepén megkezdődött az úgynevezett tömeges privatizáció keretében korábban kiosztott vagyonjegyek átcsereleése a magánosításba bevont állami vállalatokat tömörítő nemzeti befektetési alapok részvényeire. A szintén privatizálásra szánt alapok értékpapírjait júniustól vezetik be a varsói tőzsdére, s az átváltásra 1998 végéig van lehetőség.

Az elveiben már 1991-ben kidolgozott magánosítási technikát csak 1995-ben kezdték alkalmazni, az állampolgárok akkor jelentkeztek a fejenként 20 zlotyért kiváltható kuponokért, amelyekért egy-egy részvény jár a 15 befektetési alap mindegyikéből. Közel 26 millió kupon talált gazdára, amit azt jelenti, hogy a jogosultak mintegy 85 százaléka élt a lehetőséggel.

A vagyonjegyek szabadon forgalmazhatók, piaci árfolyamuk jelenleg meghaladja a 180 zlotyot. Hírek szerint a vagyonjegyek mintegy 25 százalékát nagy külföldi intézményi befektetők vásárolták meg a lakosságtól.

Az ebben a privatizációs körben érintett 512 vállalat összesített könyv szerinti értéke 2 milliárd zloty. A cégek tulajdonosi jogait a 15 zárt végű – tíz évre létrehozott – nemzeti befektetési alap



gyakorolja. Mindegyik alapnak 34 vállalatban van meghatározó részesedése, a többiben csupán töredék tulajdoni hányad jut egy-egy alapra. Az alapkezelői feladatokat lengyel és külföldi bankokból álló konzorciumok látják el annak fejében, hogy az állam a teljes 10 éves futamidőre 15 százalékot enged át nekik az általuk kezelt alaplóból.

A vagyonjegyek átváltásának beindításával egyidejűleg Lengyelországban fel erősödtek azok az aggodalmak, hogy kevés fog megvalósulni az eredeti elképzelésből. Vagyis abból, hogy a bevont vállalati kör a kisbefektetők széles körének tulajdonába kerül. A kuponokat eddig felvásárló intézményi befektetők között ugyanis több olyan található, amely tagja valamelyik alapot kezelő konzorciumnak. Sokan arra számítanak, hogy a vagyonjegyek beváltásának ürügyén nagy harc indul meg majd az alapkezelők között egyes alapok tulajdonosi irányításáért.

## Japán pénzügyi reformok

A japán törvényhozás törvényt fogadott el a valutaellenőrzés reformjáról, amely az ország pénzügyminisztere szerint jelentős lépés az ázsiai szigetország pénzügyi piacának teljes körű liberalizálása felé. A valutaellenőrzés 17 év óta első alapvető reformjától azt várják, hogy szabaddá teszi a pénzügyi piacokat, új üzleti lehetőségeket teremt, és fokozza a piaci versenyt.

A pénzügyminiszter nyilatkozata szerint a reform nyomán a tokiói pénzügyi piacok egyenrangú partnerei lesznek a világ pénzügyi központjainak. Az 1998. áprilisi eljéjétől hatályba lépő reformintézkedések a pénzügyminisztérium szerint felgyorsítják az adórendszer és a tőzsdéi tranzakciók feletti szigorú ellenőrzés enyhítésének folyamatát is.

Az új törvény lehetővé teszi a nyílt részvételt a tokiói valutapiacokon, megszüntetve a jelenlegi gyakorlatot, amelynek értelmében kizárólag külföldi fizetőeszközökkel foglalkozó bankok bonyolíthatnak le valutapiaci tranzakciókat. Megszűnnek többek között olyan idejétműlt szabályok is, amelyek eddig tiltották a vállalatok és magánszemélyek számára, hogy közvetlenül lépjenek kapcsolatba külföldi bankokkal és brókerekkel. Enyhülnek a bel- és külföldi magánszemélyek és társaságok közötti tőkeműveleti és fizetési feltételek is.

Elemzők szerint a devizaellenőrzés feloldása egyéb területek – például az adózás – liberalizálása nélkül tökémenekülést indíthat el Japánból.

A liberalizálás azonban nem jelent mindenki számára felvirágzást. Egy japán bankár emlékeztetett arra, hogy a nyolcvanas években New Yorkban 20-30 jelentős devizakereskedő volt a piac, ma csak 5-6 nagy résztvevő van. Várhatóan Tokióban is be kell zárniuk a gazdaságtalan devizakereskedőknek. Változni fog a bankok ügyfeleinek köre is. A nagy ügyfelek korábban az exportőrök és az importőrök közül kerültek ki, ma a jelentős ügyfelek a tőkebefektetők és a spekuláns befektetési alapok.

Szakemberek egybehangzó véleménye szerint a japán pénzügyi intézeteket a külföldi versenytől védő szigorú szabályrendszer miatt Tokió messze elmarad a világ többi pénzügyi központjától a valuta-tranzakciók mennyiségét tekintve. Ezt jól mutatja, hogy a legutóbbi adatok szerint míg 1995 áprilisában Tokióban napi átlagban 167 milliárd dollár értékű valutaműveleteket hajtottak végre, New Yorkban ez az összeg 266, Londonban pedig 477 milliárd dollár volt. Egy másik statisztika szerint a tokiói tőzsdén mindössze 77 külföldi vállalat papírjai forognak, ez a szám New Yorkban 247, Londonban pedig 531.

Itt érdemes megjegyezni, hogy a japán kormány május második felében konkretizálta a decemberben nyilvánosságra hozott reformtervét. A kormány az akciótervben az energetikai vállalatokat az árak csökkentésére szólította fel annak érdekében, hogy a termelési költségeket az országban az amerikai és az európai versenytársak alacsonyabb árszintjére lehessen leszállítani. A kabinet elvárja az energetikai cégektől, hogy 1998-ban és 2000-ben kétféle árcsökkentést hajtsanak végre. Központi irányszámot ugyan a kormány nem ír elő, de hírek szerint 20 százalékos ármérséklés-re számít.

Az akcióprogramban emellett 15 stratégiai minősített területre dolgoztak ki tervet. Ezek állami fejlesztési támogatásokból, liberalizálásból, a köztársaságok leépítéséből állnak, és az idei év végéig fogják részletesen kidolgozni. A kormány elképzelése szerint a fejlesztések nyomán 7,4 millió új munkahely jönne létre azáltal, hogy a 15 kiemelt területen – köztük a távközlés, a jóléti szolgáltatások, a biotechnológia – jelenleg 2000 milliárd dollárra becsült piaca 2010-re megkétszereződne.

## Bajban az NCB

A hosszú lejáratú hitelek nyújtására szakosodott Nippon Credit Bank (NCB) rossz hitelei a korábban feltételezettnél is magasabbak – állapította meg nemrégiben egy japán kormánybizottság. A pénzügyminisztérium átfogó vizsgálata szerint a pénzügyi intézet potenciálisan rossz hitelállománya mintegy 700 milliárd jen (6 milliárd dollár), vagyis 150 milliárdal több, mint amennyiről a bank korábban számot adott. Ez az összeg a már hivatalosan is behajthatatlannak minősített hiteleket „fejeli meg”.

Az új adatok fényében mind többen kérdőjelezik meg Japánban a bankcsoport jövőjét. Noha az NCB áprilisban azt jelentette, hogy rossz hiteleinek állománya mintegy 1260 milliárd jen, a szakértők egy része úgy véli, hogy ez az összeg még mindig igencsak alábecsült.

Az NCB vezetői viszont azt hangsúlyozták, hogy a rossz hitelek összege elsősorban azért magas, mert a bank minősítési szempontjai meglehetősen szigorúak, tehát nem a pénzügyi intézet helyzetének gyakorlati romlásáról van szó. A pénzügyminisztérium állásfoglalása szerint a banknak van jövője, meg tud birkózni a nehézségekkel a fokozott tartalékképzéssel.

A tokiói pénzügyminisztérium bízik abban, hogy az NCB-nél folytatott vizsgálata meggyőzi a bankszektor arról, hogy szükség van a bajba került pénzügyi intézet 291 milliárd jenes feltőkésítési programjának végrehajtására. A tervek szerint a magánbankok 70 milliárd jen értékben vásárolnak majd NCB-résvényeket, a biztosítótársaságok részvényvásárlásainak értéke 97 milliárd jen lesz, s az ázsiai szigetország központi bankja is tőkeinjekcióban részesíti a megroggyant pénzügyi intézetet.

A japán bankok többsége jelezte a pénzügyminisztériumnak, hogy támogatja az NCB feltőkésítését. A biztosítók azonban egyelőre elutasító állásponton vannak, aminek az a magyarázata, hogy az ágazat hasonló „segélycsomagot” állít össze a Nissan Mutual számára. Ez utóbbi életbiztosítási csoport az ágazat első cége, amely a második világháború óta az NCB-hez hasonló csődöközembe került. Elemzők szerint az életbiztosítással foglalkozó cégek hajlandóak lesznek a kormánnyal együttműködni az NCB megsegítésében abban az esetben, ha a bankok ígéretet tesznek a Nissan Mutual megsegítésére.

Gonda György

## Kelet-Európa gyorsít

Az elmúlt hetekben térségünk több országában sorra születtek olyan intézkedések és törvények, amelyek célja a reformok felgyorsítása, s a gazdasági növekedés, valamint a piacgazdasági átalakulás ösztönzése. Szakértők szerint a nyáreleji pezsgés azzal is összefügg, hogy az érintett országok szeretnének mindinkább „szalonképessé” válni az Európai Unió számára.

**A román kormány** gazdasági reformtanácsának előrejelzése szerint az országban a GDP idén még 3 százalékkal csökken, 1998-ban azonban 2,4, 1999-ben 3,4, 2000-ben pedig 4 százalékkal fog bővülni. Az ipari termelés idén még 5 százalékkal esik vissza, 1998-tól azonban folyamatosan bővül majd. A mezőgazdaságban az idén is növekedés lesz, amely a következő esztendőkből gyorsulni fog. A prognózis készítői a növekedés fő forrásának az export bővülését tartják. Számításaik szerint a kivitel a tavalyi 3,2 százalékos csökkenés után 1997-ben 2,5 százalékkal növekszik. Az ezredfordulón a tavalyi 52 százalékhelyett a GDP 80 százaléka származik a magánszektorból.

Az idén az infláció – az előrejelzés alapján – 97 százalékos lesz, jövőre 30 százalékra esik vissza, 2000-ben pedig 15 százalék körül alakul. A munkanélküliség a tavalyi 6,1 százalékról 1997-ben 10,3 százalékra növekszik, 2000-ben pedig 8,7 százalékra mérséklődik.

A román miniszterelnök szerint a kormány néhány területen máris több fontos reformintézkedést hozott: felszabadította a devizakereskedelmet, valamint liberalizálta a legtöbb termék árát. Lendületet kapott a privatizáció is: az elmúlt négy hónapban 800 állami vállalat került magánkézbe. Darabszám tekintetében ez 25 százalékat teszi ki az 1993 és 1996 között magánosított vállalatoknak.

A folyamat további gyorsítása érdekében a kormány irányítása alá helyezték a vagyonalapot, amelyet eddig a parlament felügyelt. A külföldi tőke nagyobb arányú becsalogatására a kormány rendelkezletet fogadott el, amelynek értelmében korlátozás nélkül repatriálható a Romániában eszközölt külföldi portfólióberuházás és annak nyeresége. A tőkenyereség-adó esetében az elfogadott jogszabály valamivel kevésbé kedvező a vártnál. A hazautalásnak a befektetéssel azonos valutanemben kell történnie. Az adó legalacsonyabb értéke 4 százalék, ez azonban tovább nőhet, ha a nyereség

meghaladja a 25 százalékot, s a befektető egy éven belül repatriálja azt. Ez esetben napi 0,1 százalékos pótdótot kell fizetni a repatriált érték után. (Itt érdemes megjegyezni, hogy a Világbank június első napjaiban 550 millió dolláros hitelt hagyott jóvá Románia számára.)

**Bulgáriában** július elsején kezdte meg működését az úgynevezett valutatanács, amely az ország pénzügyi fegyelmét hivatott biztosítani. Az IMF ajánlása értelmében a valutatanács egyik legfontosabb feladata, hogy a forgalomban lévő pénzmennyiség pontosan megfeleljen a jegybanki devizatartalékoknak. (A jegybank a rendszer beindulásakor mintegy egymilliárd dollár tartalékkal rendelkezett.) A bolgár és külföldi tisztségviselőkből álló bizottság által felügyelt valutatanács létrejöttét évet vetett a kormány és a kereskedelmi bankok jegybanki finanszírozásának.

A valutatanács felállításával egyidőben került sor a leva árfolyamának rögzítésére: a bolgár valuta árfolyamát az előzetes tervek szerint 1000 leva/1 márká szinten rögzítik. Korábban több bel- és külföldi pénzügyi szakember 1300-1400 leva/márkás szintet javasolt az árfolyam rögzítésére. (Június első napjaiban a szófiai bankközi piacon 920 leva körül alakult egy márká árfolyama.)

Május végén a bolgár kormány és a Nemzetközi Valutaalap nem tudott megállapodni az elfogadható bolgár költségvetési hiányban. Kiderült ugyanis, hogy egyes nagy és állami cégek március végén 30 százalékkal növelték a béreket. A megállapodást az is gátolja, hogy a kormány szerint az idei költségvetési hiány a GDP 6,3 százaléka lesz, az IMF viszont 3,8 százalékot tart elfogadhatónak.

**Borisz Jelcin orosz és Leonid Kucsma ukrán elnök** aláírta a két ország közötti alapszerződést. A megállapodás fontos része, hogy a szevasztopoli hadiflottabázis bérléséért az orosz kormány 20 éven át évi 100 millió dollárt fog fizetni Kievnak, amit leírnak a 3,5 milliárd dollárnyi Moszkvával szembeni ukrán adósságból. A fennmaradó ukrán tartozást Moszkva átütömezte, azt 1998-tól kezdve Ukrajna évi 600 millió dollár körüli részletekben fizeti majd vissza. Kiev idén – a tervek szerint 225 millió dollárnyi adósságot törleszt legnagyobb orosz magánhitelezőjének, a Gazpromnak, emellett valószínűleg sor kerül 663 millió dollárnyi egyéb adósság rende-

zésére is Oroszország felé. (A statisztikák szerint Ukrajna külföldi adósságainak összege 8,83 milliárd dollár.)

**Bosznia** társelnöke aláírták a nemzetközi közösség által megkövetelt költségvetési egyezséget, s ezzel Szarajevó teljesítette a Nemzetközi Valutaalap százmillió dolláros hiteléhez, valamint a nemzetközi közösség további több mint egymilliárd dolláros pénzügyi támogatásához szabott feltételt.

A költségvetés sarokszámait tartalmazó megegyezés része annak a gazdasági csomagnak, amelyet az USA, az IMF a megosztott ország integrációjának előmozdítása érdekében a pénzügyi támogatás feltételeként szabott meg. A három boszniai etnikumot képviselő muzulmán, horvát és szerb elnök korábban már megállapodott a csomag másik két összetevőjéről is, nevezetesen a központi bank és a vámtörvény létrehozásáról.

Külföldi szakértők mindazonáltal élesen bírálták a közös jegybank létrehozásáról szóló törvénytervezetet, mivel az szerintük nem biztosítja a boszniai valuta bevezetését a köztársaság egész területén, és ezzel véglegesítené a jelenlegi megosztottságot. Az egységes boszniai parlament által elfogadott törvénytervezet ugyanis megengedi a boszniai szerbeknek, hogy átmeneti időre továbbra is a jugoszláv dinárt használják fizetőeszközként, de nem szab határidőt a közös valuta bevezetésére.

A törvénytervezet értelmében a Nemzetközi Valutaalap háromhavonta jelentésben számol be arról, hogy a szerb közösség elegendő külföldi valutát halmozott-e fel a közös valutához való csatlakozáshoz. Az IMF-ajánlás megszületése esetén azonban a háromfős köztársasági elnökségnek kell a döntést meghoznia, s mindhárom tagnak vétőjoga van. Ez pedig azt jelenti, hogy a továbbra is a Jugoszláviával való egyesülésre törekvő szerbek meg tudják akadályozni a közös boszniai valuta bevezetését.

## Világ gazdasági kilátások

Az Economic Survey International konjunktúraelemzésének tanúsága szerint a következő fél évben nem változik meg a világgazdaság növekedésének jelenlegi irányzata, nevezetesen a fellendülés a legtöbb országban. Az elemzést a német Ifo gazdaságkutató intézet közreműködésével készítették el a világ 67 országában 450 közgazdász megkérdezésével.

A Reuter hírügynökség által idézett tanulmány megállapítja: az idei első negyedév különösen Nagy-Britannia és az Egyesült Államok számára volt vára-kozáson felül sikeres, s kedvező irányba mozdult el a japán gazdaság növekedése is. Ezzel szemben a kontinentális Európa államainak gazdasága – ahol az alacsony kamatlábak és az árfolyamok kedvező alakulása miatt – nemrégiben még gyors felemelkedésre lehetett számítani, meglehetősen kiábrándító képet mutattak.

Ami az előrejelzéseket illeti: Közép- és Kelet-Európa gazdaságainak többsége a megkérdéztet elemzők szerint a következő hónapokban csak viszonylag mérsékelt ütemben fejlődik. Véleményük szerint a következő hónapokban a gazdasági növekedés üteme csak Csehországban és Lengyelországban haladja majd meg az 5 százalékos mértéket.

Megtörni látszik a szlovák növekedés dinamikája, ami a tavalyi 7 százalék után idén 3,3 százalékos lesz. Az elemzés szerint Magyarország esetében a javuló tendencia is mindössze 2 százalékos reálnövekedést eredményezhet. A balti országokban stabil, 3 százalékos növekedésre számíthatnak, ugyanakkor némileg visszaeshet az orosz gazdaság teljesítménye.

Az USA-ban a második és a harmadik negyedévben a gazdasági növekedés kis mértékű visszaesésre lehet számítani, hiszen az amerikai vállalatok már jelenleg is közel teljes kapacitással dolgoznak. A tavalyi 2,4 százalék után a GDP növekedése az USA-ban elérheti idén a 2,7 százalékos mértéket.

Nagy-Britannia mellett több ország – elsősorban Írország, Norvégia és Finnország – gazdasági növekedési üteme haladhatja meg 1997-ben a 2,3 százalékos európai átlagot. A szakértők véleménye szerint kevésbé kedvező a francia, az olasz, a német, a belga és a svájci gazdaság közeljövőbeli alakulása.

## A tőke mozgások kockázatai

A Világbank a közelmúltban jelentés készített a feltörekvő országokba irányuló tőkebeáramlásról. Adatai szerint tavaly 243,8 milliárd dollár magántőke áramlott be ezekbe az államokba, vagyis a világ tőkekihelyezéseinek 10 százaléka. Szakértők szerint ez az arány a következő esztendőben tovább növekszik. (A statisztikák tanúsága szerint ezekben a gazdaságokban 1996-ban 40,8 milliárd dollár állami tőke keresett magának érvényesülést.)

A jelentés arra figyelmeztet, hogy a magas magántőke-beáramlást élvező feltörekvő országoknak jelentős erőfeszítéseket kell tenniük azért, hogy elkerüljék a mexikóihoz hasonló pénzügyi válságokat. (A tanulmány Mexikó mellett külön említést tesz Malajziáról, Thaiföldről és Magyarországról, ahol a magántőke beáramlása több éven át kiugróan magas arányú volt, s kumulált összege meghaladja a bruttó hazai termék 40 százalékát.)

A világbanki elemzés szerint több feltörekvő országban hiányoznak azok az előfeltételek, amelyek egyrésztől biztosíthatnák a magántőke tartós felhasználását, másrésztől pedig kiküszöbölnék a tőke kivonás veszélyét. Az érintett országok azonban megfelelő intézkedésekkel elejét vehetik a tőke kimenekítésnek, s ezáltal hosszú távra a fejlődés szolgálatába állíthatják a beáramló dollármilliárdokat.

Ennek legfőbb záloga a stabil, a kockázati tényezőket mérséklő makrogazdasági politika. Ennek fontos eleme a monetáris szigor, amely kiküszöböli a tőkebeáramlás okozta inflációs hatásokat. A Világbank ugyanakkor szükségesnek tart némi rugalmasságot az árfolyam-politikában, mivel a mereven rögzített árfolyam spekulatív támadások célpontjává teheti az adott országot. A tapasztalat azt mutatja a Világbank szerint, hogy a szigorú költségvetési politikát folytató országokban a külföldi tőke beáramlása és a gyorsabb gazdasági növekedés révén kisebb lett a folyó fizetési mérleg hiánya. A befektetői bizalom elvesztésével azok a gazdaságok számolhatnak, ahol igen nagy az adóssághalomány, a valutaárfolyam nem reális, a költségvetést politikailag vagy adminisztratív okok miatt nem lehet kiigazítani, vagy az ország növekedési kilátásai nem túl biztatóak.

A jelentés szerint a befektetők becsalogatása szempontjából különösen fontos az egészséges bankrendszer megléte. A spekulatív befektetések feltartóztatása egy ideig elérhető a tőkebeáramlás adminisztratív korlátozásával, de hosszabb távon csak a helyes gazdaságpolitikai lépések hoznak megoldást. A befektetők bizalmának elnyerése szempontjából ugyancsak igen fontos a piaci infrastruktúra, a tulajdonjogok védelme, valamint a szabályozórendszerek megléte.

## Brazil óriáskötvény

Június első napjaiban a feltörekvő országok gazdasága történetének legnagyobb

értékű globális kötvényét bocsátotta ki Brazília. A nemzetközi kötvénypiac egymilliárd dolláros kibocsátásra számított. Nagy meglepetést keltett, hogy a hárommilliárdos kibocsátást jelentősen túljegyezték, ami egyértelműen a befektetők erőteljes bizalmát fejezte ki a latin-amerikai ország iránt.

A Goldman Sachs egyik vezető szakemberének értékelése szerint az a tény, hogy a befektetők rohamot indítottak egy 30 éves lejáratú kötvényre, azt jelzi: nagy fantáziát látnak a brazil gazdaság jövőjében.

A tőke- és kötvénypiac azért számított egymilliárdos kibocsátásra, mert Brazília nemrégiben kedvezően reagált arra a felhívásra, hogy cserélje le egymilliárd dolláros Brady-kötvény adósságát saját kibocsátású kötvényekre. A közelmúltban hasonló ügyletre került sor Mexikó és a Fülöp-szigetek esetében, mindkét tranzakció mérete azonban lényegesen kisebb volt a brazilénál.

A kötvénykibocsátást szervező J. P. Morgan és Goldman Sachs szerint a jegyzések összege elérte a 16 milliárd dollárt, de ennek kevesebb, mint egyötöde került kielégítésre. Az első jelentések szerint a New York-i kötvénypiacon igen erős volt a kötvény kereskedelme. A kereskedők szerint a kötvény iránti óriáskereslet azzal is magyarázható, hogy egyrésztől szokatlanul nagy értékben került a piacra, másrésztől pedig kedvező likviditása elősegítette a kereskedelmet. (Érdemes megjegyezni, hogy a brazil kötvény hozadéka 3,95 százalékponttal haladja meg az ugyancsak 30 évre szóló amerikai kincstárkötvényét.)

Brazil közzgazdászok egybehangzó véleménye szerint a kötvénykibocsátás sikere azt is jelzi, hogy az országgokkázat számottevően csökkent annak nyomán, hogy az elmúlt két esztendő gazdasági reformjai sikeresen hozzájárultak az infláció mérséklődéséhez, valamint a gazdaság növekedéséhez. A befektetési elemzők egy része mindazonáltal a kötvénykibocsátás előtt felhívta a figyelmet arra, hogy a kormánynak nem sikerült elfogadtatnia a parlamentben azt az alkotmánymódosítást, amelynek eredményeként csökkenhetett volna a pénzügyi mérleg hiánya.

Arturo Porzecanski, az ING Barings New York-i részlegének vezető közzgazdásza úgy vélik, hogy a közeljövőben nem csökken tovább Brazília országgokkázata. Véleménye szerint inkább az valószínűsíthető, hogy 1998-ban valamelyest növekedni fog a kockázat Brazília esetében.

Gonda György

## Horvátország – választások után

Horvátország a júniusi elnökválasztás után makrogazdasági szinten jó képet mutat: nemzeti valutája erős, a költségvetési deficit alacsony, s az inflációt is – amelynek mértéke nem haladja meg a 3,6 százalékot – sikerült kordában tartani. 1996-ban a GDP 4,5 százalékkal bővült, idén 5-6 százalékos növekedésre számítanak. A világbanki és más nemzetközi szakértők szerint a továbbhaladás kulcsa az, hogy Zágrábnak mennyire sikerült mozgósítania a hazai tőkét a fejlesztések érdekében, vagyis sikerül-e nagyobb takarékosságra ösztönözni a lakosságot, illetve felkelteni minden szinten az érdeklődést a befektetések iránt.

A Reuter hírügynökség elemzése szerint jelenleg meglehetősen nehéz előcsalogni a bankszámlákról a megtakarításokat. Egyelőre növekszik a vállalati körbetartozás is, miközben a horvát bankok nagy része csak korlátozott forrásokkal rendelkezik. Ez utóbbi miatt a tőke drága és nehezen hozzáférhető. A gazdaság élénkítése érdekében júniusban a jegybank enyhítette a kereskedelmi bankokra vonatkozó tartalékképzési követelményeket. Ugyanakkor a jegybanknak az infláció feléledésének elkerülésére stabilizálnia kell a külföldi valuta beáramlását, és továbbra is szigorúan ellenőriznie kell a pénzforgalmat.

Ilyen körülmények között – állapítja meg a Reuter – a gazdaság hosszú távú élénkítése rendkívül lassú folyamat. Az ipari termelés mérsékelt ütemben növekszik, áprilisban 0,2 százalékkal haladta meg a márciusi szintet, tizenkét hónapra pedig 6,5 százalékos a kivetített növekedés. Minden iparágat – különösen az exportra termelő szektorokat – kedvezőtlenül érintik a régi adósságok és a magas adók terhei. A szakértők többsége egyetért abban, hogy középtávon mérsékelni kell az adókat, meg kell változtatni a költségvetési kiadások összetételét, nevezetesen kevesebbet kell költeni a védelemre és többet a szociális, valamint a fejlesztésekkel kapcsolatos programokra.

Gondot okoz a rendkívül magas, 16,6 százalékos munkanélküliség is.

Ez az arány a következő hónapokban valószínűleg emelkedni fog, ha beindul a veszteséges állami vállalatok átszervezése, esetleg bezárása.

Folytatásra vár a háború által késleltetett magánosítás is. A kis- és közepes vállalatok értékesítése után a gazdaság 50 százaléka még mindig állami kézben van, s a kuponos privatizáció is csak most indult be. A zágrábi kormány tervei között szerepel a hajógyárak, a közszolgáltató vállalatok és a bankok részvényeinek eladása. A tervek szerint a külföldiek 30 százalék erejéig szerezhetnek majd tulajdont, ami jelentős tőkehozzájárulás lesz a háború utáni újjáépítéshez.

## Újabb reformterv Ukrajnában

Az IMF szerint Ukrajnában olyannyira lelassultak a gazdasági reformok, hogy veszélybe kerültek a múlt évi gazdasági stabilizáció sikerei. A reformfolyamat megtorpanása miatt keleti szomszédunk nem tud eleget tenni számos olyan feltételnek, amelyet a Valutaalap az 1996-ban jóváhagyott, 2,5 milliárd dolláros kiterjesztett hitelkeret folyósításának feltételül szabott. Az IMF szakértői szerint Ukrajnának 41 feltételt kellene teljesítenie ahhoz, hogy az idén februárban kifutott 867 millió dolláros készletli hitel helyébe beléphessen az új kölcsönkeret, amiből még az idén egymilliárd dollárt hívhatna le a kievi kormány.

Szerhij Tihipko, a gazdasági reformokért felelős miniszterelnök-helyettes ennek ellenére úgy véli, hogy Ukrajna meg fogja tudni győzni az IMF-et a kölcsön folyósításáról. Tihipko azt is bejelentette, hogy kidolgozták a reformok továbbvitelére hivatott 12 pontos új kormányprogramot.

A program elsősorban a kis- és középvállalkozások gyors fejlődését szeretné elősegíteni, csökkentve az adóterhetet, a központi túlszabályozottságot, valamint az ehhez kapcsolódó bürokráciát, megkönnyítve mind a hazai, mind a külföldi befektetők helyzetét. Számítások szerint a bruttó hazai össztermék 60 százaléka a szürkegazdaságban keletkezik a kiis-

merhetetlen és a gyakran változó, a vállalkozókra elviselhetetlen terhelket roví adórendszer miatt.

Az ukrán parlament azonban egyelőre semmi jelét nem mutatta annak, hogy hajlana a kompromisszumra a kormánnyal az immár másfél éve folytatott költségvetési vitában. A szociális kiadások lefaragását az ukrán kormánynak ráadásul egy olyan időszokban kellene megtennie, amikor a több hónapra rúgó bérhátalékok 2 milliárd dollárnál nagyobb összeget tesznek ki.

A kommunista párt és annak parlamenti frakcióvezetője képtelenségnek tartja, hogy az idei költségvetéstervezet 0,3 százalékos GDP-növekedést irányoz elő, miközben a bruttó hazai termék az első negyedéven 10 százalékkal csökkent. A kievi kormány mellett tevékenykedő nyugati szakértők egyetértenek ezzel a megállapítással, s véleményük szerint a GDP a tavalyi 10 százalékos csökkenés után 1997-ben tovább zsugorodik majd.

## Izrael: zöld út a pénzügyi reformoknak

Benjamin Netanyahu miniszterelnök hozzájárult annak az izraeli pénzügyi intézkedéscsomagnak a bevezetéséhez, amelynek célja a költségvetési hiány csökkentése, a magánosítás felgyorsítása, valamint a külföldi valutákkal kapcsolatos korlátozások megszüntetése. Az intézkedések bevezetésére jövőre kerül majd sor.

A pénzügyi reformok keretében liberalizálják majd a külföldi fizetőeszközökben végrehajtott tranzakciókat, s lehetővé teszik az izraeli befektetők és intézményi investorok számára, hogy külföldön is tevékenykedhessenek. Korlátozás nélkül hozzájuthatnak a külföldi valutákban vezetett számlákhoz is. Ezek a lépések a sékel teljes konvertibilitásához vezető utat kövezik ki.

A pénzügyi reformokról folytatott hosszas tárgyalásokon megállapodás született arról is, hogy az idei költségvetés 600 millió sékellel (175,7 millió dollárral) csökkentik, s így annak hiánya a GDP-nek csak 2,8

százalékát éri majd el a tervezett 4 százalékkal szemben. Az infláció mértéke jelenleg 9,5 százalék, s ezt szeretnék az esztendő végére 8 százalék körüli szintre mérsékelni.

Időközben lemondott Dan Meridor pénzügyminiszter, miután a miniszterelnökkel folytatott szakmai vitában az utóbbi álláspontja győzedelmeskedett. Vagyis az eddig pluszmínusz 7 százalékról a következő egy év folyamán 15 százalékra szélesítik az irányadó kamatlábat.

Meridor pénzügyminiszter ellenezte a sékel lebegési sávjának kiszélesítését, a miniszterelnök viszont hallgatott Jacob Frenkel jegybankelnök tanácsára. A lemondott pénzügyminiszter szerint egy ilyen döntés a sékel felértékelődéséhez vezethet, ami újabb terheket róna a vállalkozókra, az exportőrökre, s végső soron visszafogná az amúgy is gyengélkedő gazdaságot.

A kormány döntése egy meglehetősen bonyolult rendszert vezet be a lebegési sáv megállapítására. A sékel árfolyama jelenleg pluszmínusz 7 százalékkal térhet el attól a középárfolyamtól, amelyet egy öt valutából álló, leginkább a dollárhoz kötődő kosárral szemben állapítanak meg. A középárfolyamot olyan vonal mentén határozzák meg, hogy az egy év alatt 6 százalékos leértékelést eredményezzen. Az új rendszer 15 százalékra szélesíti a lebegési sávot, de ezzel egy időben két „lejtőt” vezet be a középárfolyamok meghatározására. A lebegési sáv alsó határát egy évi 4 százalékos leértékelést eredményező vonalhoz igazítják, míg a felső határt az eddigi 6 százalékos lejtőhöz.

A lebegési sáv kiszélesítését elsősorban a jegybank szorgalmazta, mivel az utóbbi időben igen nagy összegű dollárt kellett felvásárolnia ahhoz, hogy megakadályozza a sékel felértékelődését. (Az izraeli valuta iránti nagy spekulációs keresletet a magasan tartott kamatláb idézte elő.) A spekulánsok érdeklődése a sékel iránt valószínűleg csökkeni fog azután, hogy a központi bank a 13,9 százalékos leszámítolási kamatlábat 1,2 százalékponttal szállította le.

## Tőzsdén a lengyel befektetési alapok

A varsói tőzsdén június közepén megkezdődött a nemzeti befektetési alapok (NFI) részvényeinek kereskedelme. A lengyel privatizációs program gerincét képező 15 alap részvényeinek árfolyama már az első napokban nagy változékonyságot mutatott. A kereskedésben az első napokban még nem vettek részt sem a hosszú távú, sem a nyugati befetők, s domináns volt a gyors hozamokra törekvő spekulánsok jelenléte.

A lengyel kormány a privatizációs program keretében 15 zártvégű befektetési alapot hozott létre 1994 végén. A mintegy 500 privatizálásra váró vállalatot a véletlen és választásos elemek kombinációjával osztották fel az alapok között. Így azok együttesen 60 százalékos részesedéshez jutottak a vállalatokban, az állam 25 százalékot tartott meg, 15 százalék pedig a dolgozók között oszlik meg. Az alapokhoz tartozó cégek együttesen az ipari termelés 10, a GDP 6 százalékát képviselik.

Az NFI-részvények tőzsdei jegyzése a lengyel privatizációs program szempontjából fordulópontot jelent. Az azonban még a befetők bizonytalanságát jelzi, hogy a kormány által kibocsátott és jelképes összegért megvásárolható 27 millió privatizációs utalványnak csak 7 százalékát, azaz 1,7 milliót váltottak át részvényekre.

Ennek az az oka, hogy az alapok nagyjából ugyanolyanok, s egyelőre nem tudni, hogy melyik alap hogyan és mennyire sikeresen fogja változtatni a jövőben portfólióját. Egyébként az utalványok mindegyike 15 részvényt testesít meg, vagyis minden alapon egyet, és 1998 végéig lehet őket részvényre beváltani.

## Új jegybank Kubában

Két éve tartó pénzügyi reformprogramját a kubai kormány új nemzeti bank létrehozásával koronázta

meg. A Financial Times tudósítása szerint az új intézmény, a Banco Central de Cuba a jegybankként 1948-ban alakult Banco Nacional de Cuba jegybanki, bankfelügyeleti és szabályozási feladatait veszi át önálló jogi személyként.

A megmaradó rész kereskedelmi banki tevékenységet fejt majd ki, s ennek keretében intézi a külföldi államadósság ügyeit is. A hiteltárgyalásokon azonban az új központi bank vesz részt az ország nevében. (A karibi szigetország külföldi adóssága jelenleg mintegy 10,4 milliárd dollár.)

Az új központi bank elnöke Francisco Soberón Valdés, a nemzeti bank eddigi vezetője lett, aki a bankreform megvalósításának első számú ösztönzője volt. A Banco Central bocsátja ki a nemzeti valutát, kidolgozza és végrehajtja a monetáris, hitel- és devizapolitikát.

A londoni lap szerint a nemzeti bank állami kereskedelmi banki feladatait korszerűbb és diverzifikált bankszektor egészíti ki. Az elmúlt két évben ugyanis az országban már hét új bank és több pénzügyi intézmény alakult meg. A külföldi bankok csak képviselőket tarthatnak fenn a jelenlegi szabályozás szerint az országban. Eddig erre 13 külföldi bank kapott engedélyt.

Valdés a közelmúltban kijelentette, hogy a kubai bankrendszer reformja szándékosan fokozatos. Arra tekintettel dolgozták ki, hogy megfeleljen az új ügyfelek – külföldi vállalatok, közös befektetési vállalatok, félig önálló, keményvaluta-elszámolású társaságok, mezőgazdasági szövetkezetek és egyéni vállalkozók – egyre szélesebb körű igényeinek.

A kubai gazdaság központilag tervezett marad továbbra is, de a terv a hatékonyság és a nyereség figyelembevételén alapul. „Nem piacgazdaságra törekszünk, de a nagyobb hatékonyság érdekében megpróbáljuk bevezetni a piacgazdaság eszközeit” – mondta nemrégiben a jegybank elnöke.

Gonda György

## Külföldi tőke az USA-ban

Az amerikai kereskedelmi minisztérium legújabb adatai szerint az elmúlt esztendőben 40,8 százalékkal emelkedtek a közvetlen külföldi befektetések az Egyesült Államokban. A működőtőke befektetések tavalyi összege 80,5 milliárd dollár volt, ami rekordnak számít.

A minisztérium adatai szerint az elmúlt években mind nagyobb mértékben nőtt a külföldi befektetők bizalma a fellendülőben lévő amerikai gazdaság iránt. Az 1995. évi 57,2 milliárd dollár összbefektetés 25 százalékkal, az 1994. évi 45,6 milliárd dollár pedig 74 százalékkal haladta meg az előző évi működőtőke-beáramlást.

A növekedésben nagy szerepet játszott az egymilliárd dollárt meghaladó befektetések számának növekedése: 1996-ban 19 ilyen fejlesztés történt, egy évvel korábban pedig csak kilenc. Ezen projektek értéke az összes tavalyi külföldi befektetés összegének közel felét teszi ki.

Számottevően megnőtt – s elérte a 44 százalékot – a külföldiek közvetlen befektetéseinek aránya a már meglévő, külföldi kézben lévő leányvállalatok által eszközölt befektetésekhöz képest. Ez is azt jelzi, hogy sok külföldi befektető tavaly jelent meg először investorként az amerikai piacon.

A befektetett tőke 36 százaléka a feldolgozóiparba áramlott, ezután következett a szolgáltatási ágazat 19 százalékos részesedéssel. Ami a tőke eredetét illeti: a tavalyi befektetői toplistát Nagy-Britannia vezeti 15,5 milliárd dollárral, a második Németország 13,0, a harmadik pedig Kanada 10,2 milliárd dollárral. 1995-ben Németország (13,1 milliárd dollár), Nagy-Britannia (9,09 milliárd) és Kanada (8,03 milliárd) volt a sorrend.

A japán vállalatok tavalyi Egyesült Államok-beli közvetlen befektetéseinek összege 9,3 milliárd dollár volt. Noha harmadik éve folyamatos a bővülés, meglehetősen távoli még az 1990-ben regisztrált 19,9 milliárd dolláros csúcspont. Szakértők szerint az ázsiai szigetország cégei valószínűleg csak az ezredforduló után érik majd el újra az USA-ban a működőtőke-befektetések 1990-es csúcösszegét.

## Túlélésért küzd a Szezei-csatorna

Az ENSZ kereskedelmi és fejlesztési szervezete, az UNCTAD adatai szerint a világ kereskedelme 1995-ben 3,7 százalékkal növekedett, s elérte a 4,65 milliárd tonnát. Tavaly hasonló mértékű növekedést regisztráltak, s az előrejelzések szerint 1997-ben a tengeren szállított áruk mennyisége 4,8 milliárd tonna lesz. A tengeri áruszállítás bővülésében jelentős szerepet játszik, hogy világszerte növekszik a gabona, a szén, a vasérc és egyéb száraz nyersanyagok kereslete.

A tengeri áruszállítás növekedéséből nem profitál sokat a Vörös-tengert a Földközi-tengerrel összekötő 195 kilométer hosszú Szezei-csatorna, amely tavaly ünnepelte államosításának negyvenedik évfordulóját. Tavalyi bevétele mintegy 2 milliárd dollár volt, amelynek egyharmada az északi irányba tartó olajszállító hajók áthaladásából származott.

Az olajtankerek forgalma a Szezei-csatornán 1991–1995 között 30 százalékkal csökkent: 1995-ben még 3549 olajszállító hajó haladt át a csatornán 156,8 millió tonna nettó befogadóképességgel, 1995-ben a 2473 hajó nettó befogadóképessége összesen 96,6 millió tonna volt. Ami az összes áthaladó hajók számát illeti: 1985-ben még 19 791, tíz évvel később pedig 15 051 hajó vette igénybe a Szezei-csatornát. Látnivaló, hogy a víziút jelentősége folyamatosan csökken, s ez megmutatkozik Egyiptom devizabevételeinek alakulásában is, amelyben fontos szerepet játszanak az áthaladási díjak.

A forgalom visszaesésének fő oka, hogy a világ hajóflottájában az elmúlt évtizedekben előtérbe kerültek az óriástankerek, valamint az igen nagy befogadóképességű szárazrakományt szállító tengerjárók. Ezek a mélymerüléssű hajók – teljes terheléssel – nem tudják igénybe venni a csatornát annak ellenére, hogy a hajdanvolt fontos víziutat többször mélyítették.

A tankerhajók forgalmának visszaesésében fontos tényező a kőolajvezetékek jelentőségének növekedése. Az Öböl-államok olaja Európába és az Egyesült Államokba ma döntően a Horn-fok megkerülésével, illetve a

Sumed-vezetéken keresztül jut el. (A Szezei-öbölben végződő Sumed-vezeték – amely átszeli Egyiptomot – 50-50 százalékból az egyiptomi kormány és öt öbölmenti kőolajexportáló ország tulajdona.)

A Szezei-csatornát kezelő állami hatóság a forgalom élénkítése és a hajók visszacsalogatása érdekében többször csökkentette, illetve befagyasztotta a víziút használati díjait, s jelentős további kedvezményeket is nyújt a hajóstársaságoknak. A tavalyi statisztikák azonban azt mutatják, hogy nem csillapodik a forgalom csökkenése. Ebben a helyzetben újabb mélyítési munkálatok kezdődtek, amelyek nyomán három év múlva a 250 ezer tonna befogadóképességű tankhajók is áthaladhatnak majd a csatornán – teljes rakománnyal. A még ennél is nagyobb óriástankerek azonban kénytelenek lesznek továbbra is elkerülni a Szezei-csatornát.

Ebben a helyzetben a korábban bolder napokat látott Szezei-csatorna – amely az 1967-es háborút követően 8 éven át zárva volt – számára nincsen más lehetőség, mint a víziút folyamatos mélyítése, a különböző díjkezdvezmény-csomagok kialakítása és alkalmazása. A víziút 8 éves bezárása idején azonban új szállítási szokások és útvonalak alakultak ki.

## Barclays-Takugin stratégiai szövetség

A brit Barclays Bank bejelentette, hogy stratégiai szövetség létesítéséről folytat tárgyalásokat a Hokkaido Takushoku (más néven Takugin) japán nagybankkal annak érdekében, hogy a szigetország pénzügyi piacán együttesen nyújtsanak vagyionkezelési és befektetési banki szolgáltatásokat.

Szakértők szerint ez a lépés is azt bizonyítja, hogy a külföldi pénzügyi intézetek még a tervezett szigetországbeli dereguláció előtt szeretnének terjeszkedni Japánban.

A Takugin bank Hokkaido szigetének első számú hitelnyújtója. A pénzügyi intézet az elmúlt években számos problémával kényszerült szembenézni, többek között a 933 milliárd jenre (8,2

milliárd dollár) rúgó rossz hitelállománnyal, amelynek többsége az ingatlanhitelezéssel és -piaccal kapcsolatos.

Andy Simmonds, a Barclays tokiói részlegének vezérigazgatója szerint a szigetország pénzügyi életének tervezett deregulációja a bank számára sok lehetőséget kínál a jövőben, így szívesen fűzi szorosabbra a szálakat egy, elsősorban a japán piacra orientált hazai pénzügyi intézettel. A Barclays és a Takugin tervei között nem szerepel a részvények kereszttulajdonlása, miután a stratégiai szövetség nem lesz kizárólagos.

Elemzők úgy vélik: a stratégiai szövetség létrejöttét számottevően felgyorsítja a Takugin kedvezőnek nem mondható jelenlegi pénzügyi helyzete. A Barclaysen kívül számos külföldi bank és pénzügyi intézet keres szorosabb kapcsolatot japán partnerekkel azért, hogy együttesen ajánljanak finomra hangolt pénzügyi szolgáltatásokat. Elsősorban olyan szolgáltatásokról van szó, amelyek ma még hiányoznak a japán piacról, ahol mind a vállalatok, mind pedig a háztartások nagy megtakarítók.

Jól jellemzi az együttműködés ki- szélesítését, hogy nemrégiben a nagy amerikai alapkezelő, a Putnam Investment és a szigetország első számú életbiztosítója, a Nippon Life stratégiai szövetséget hozott létre a nyugdíjalapok területén. A Nippon Credit Bank és az amerikai Bankers Trust ugyancsak a közelmúltban hozta nyilvánosságra stratégiai szövetség tervét, valamint azt az elképzelést, hogy kereszttulajdonlásra is töreksenek.

A Morgan Stanley egyik tokiói elemzője a Financial Times hasábjain elmondta: a stratégiai szövetségekhez a japán pénzügyi intézetek a disztribúciós lehetőségeket tudják kínálni, míg a külföldi partnerek a pénzügyi termékek széles választékát, s ezek ismeretét.

## Tőkefolyam Kazahsztánban?

A külföldi befektetők eddig mintegy 6 milliárd dollárt investáltak Kazahsztánban, amely ezzel a volt szocialista térségben Magyarország után a máso-

dik helyen áll a lakosság számához viszonyított külföldi működőtőke összegét tekintve. Az országban csaknem kétezer vegyesvállalat működik, és az eddigi befizetésekén túl a külföldi cégek 60 milliárd dollárnyi (!) beruházásra tettek ígéretet.

A Nyugat-Európa méretű, de mindössze 17 millió lakosú Kazahsztán politikailag viszonylag stabil, s a kormányzat gyors privatizációba kezdett. A külföldiek jelentős részesedéshez jutottak a kazah olaj- és gáziparban, az amerikai Chevron például Tengizben van jelen. Nemrégiben született megállapodás arról, hogy a dél-koreai Daewoo 40 százalékos tulajdoni hányadot vásárol az állami távközlési társaságban. Mivel az ország rendkívül gazdag ásványi kincsekben, a többi volt szocialista országhoz képest jóval több lehetőség nyílik a külföldi investőrök számára.

A kazah kormány azonban nemcsak a nyersanyaglelőhelyek feltárása miatt szeretné felgyorsítani a külföldi tőke bevonását. Az utóbbi években 400 millió dollár nyugdíjhátralék halmozódott fel, ami veszélyeztetheti az ország politikai stabilitását.

A bevételekre igencsak rászoruló kormány olyan adókedvezményeket kíván adni a külföldi beruházásokhoz, amelyek a költségvetés bevételi oldalán jelenthetnek komoly gondokat. A Nemzetközi Valutaalap már figyelmeztette a kazah kormányt, hogy az új kedvezmények kétségessé tehetik a tavaly jóváhagyott 446 millió dolláros hitelkeret további részleteinek folyósítását. Az adókedvezmények ellenére a külföldi befektetőket egyelőre visszariasztja a mindenütt jelen lévő korrupció is. A Deutsche Telekomnak például januárban váratlanul ki kellett szállnia a telefontársaság magánosításából, és a svéd-svájci ABB-nek is meglepetéssel kellett tapasztalnia, hogy a korábban kötött megállapodások ellenére nem nyerte meg a villamoshálózat privatizációjára kiírt pályázatot. Szakértők hangsúlyozzák, hogy a már megkötött szerződések egyoldalú felmondása nem tesz jót a kormány tőkebevonási törekvéseinek.

Itt érdemes utalni arra, hogy júniusban Oroszország, Kazahsztán, Fehéroroszország és Kirgizisztán illetékes parlamenti bizottságai olyan megállapodás-

tervezetet fogadtak el, amely többek között kilátásba helyezi egy közös gazdasági térség kialakítását a négy ország részvételével. Egyelőre nem teljesen világos, mi értendő közös gazdasági térségen: az orosz hírügynökség megfogalmazása szerint a megállapodás elvezethet a négy volt szovjet köztársaság közötti „szabadabb” kereskedelem kialakulásához.

## Tőzsdetervek Vietnamban

A vietnami Állami Értékpapír Bizottság még az idén előterjesztést készít a kormány részére az ország első tőzsdéje létrehozásának és működtetésének lehetőségeiről és feltételeiről. Ebben arról is szó lesz, hogy miként vehessenek részt a tőzsde tevékenységében külföldi bróker-cégek. Ismeretes, hogy áprilisban a Daiwa Securities szándéknyilatkozatot írt alá egy vietnami bankkal közös bróker-cég létrehozásáról.

Az Állami Értékpapír Bizottság egyik vezetője szerint az intézmény már elkészítette az értékpapírtörvény tervezetét, amelyet valószínűleg a harmadik negyedévben tárgyal majd meg a parlament.

A tervek szerint az első vietnami tőzsde Ho-Si-Mihn Városban nyílik majd meg, amely az ország déli részének gazdasági és kereskedelmi központja. Külföldi elemzők szerint a tőzsde létrehozására nem kerül sor a közeli jövőben, a valóban megalapozott tőzsdényításhoz még évekre van szükség.

A vietnami tőzsde terve először a kilencvenes évek elején merült fel, de a megvalósítást többször elhalasztották egyrészt a könyvelési rendszer hiányosságai miatt, másrészt pedig azért, mert nem igazán voltak és vannak olyan cégek, amelyeket be lehetne vezetni a tőzsdére. Megfeneklett a privatizációs program is, amelyben nagy szerepet kapott volna az állami cégek részvényeinek tőzsdén keresztül történő értékesítése. A vietnami magán-cégek jelenleg túl kicsik a tőzsdei bevezetéshez, s továbbra is gondot okoz, hogy a könyvelési és könyvvizsgálási rendszerben az elmúlt években nem sok változás történt a nyugati sztenderek irányába.

Gonda György

## Az EU-bővítés finanszírozása

A brüsszeli bizottság véleménye szerint az Európai Unióban várható tartós gazdasági növekedés jó alapot teremt a keleti bővítés finanszírozására, s eközben a jelenlegi tagországok szegényebb régióinak sem kell lemondaniuk a központi támogatásokról. Az agrárpolitika területén azonban jelentős változásokra lehet számítani a következő esztendőkből.

A bővítési programot tartalmazó Agenda 2000 című dokumentum július közepén történt ismertetésekor a brüsszeli bizottság elnöke elmondta, hogy az EU bruttó hazai terméke a számítások szerint 2006-ig átlagosan évi 2,5 százalékkal növekszik. Ugyanebben az időszakban a felveendő tagok évi 4-5 százalékos GDP-gyarapodással számolhatnak. Ez az együttes gazdasági növekedés a mostani szinthez képest 20 milliárd ecu-s többletjövédelmet jelent az Európai Unió számára. Ezen előrejelzés alapján a bővítés első körének finanszírozásához nem kell módosítani azt az alapelvet, hogy az EU kiadásai nem haladhatják meg a bruttó nemzeti termék 1,27 százalékát. Számítások szerint a teljes EU-költségvetés 1999-ben 92,5, 2006-ban pedig 111,4 milliárd ecu lesz, ami jóval alacsonyabb az 1,27 százalékos plafonnál.

A brüsszeli bizottság – a Reuter jelentése szerint – 1999 és 2005 között 275 milliárd ecu-t javasol a szegényebb térségek felzárkózását elősegítő strukturális alapok számára. Ezen belül az új tagországoknak 45 milliárd ecu jutna a regionális fejlesztések, a mezőgazdasági korszerűsítés és a foglalkoztatásjavító programok finanszírozására. Ebből az összegből 38 milliárd a csatlakozást követően – tehát valószínűleg 2002 vagy 2003 után – állna rendelkezésre.

Jacques Santer bizottsági elnök véleménye: a számítások szerint a tíz társult ország – a felkészülést segítő támogatásokkal együtt – 2006-ig összesen 75 milliárd ecu-höz juthat, ami egy új Marshall-tervvel ér fel. Santer kiemelte, hogy a gazdasági növekedés kedvező kilátásait kihasználva Brüsszel fenn akarja tartani a jelenlegi tagok legszegényebb, főként görög, ír, portugál és spanyol régióinak támogatását is.

Az EMU-t (gazdasági és pénzügyi unió) illetően a bizottság arra számít, hogy a keleti bővítés módosítja ugyan az euró-zóna és a külső tábor súlyarányát, komolyabb hatással azonban nem lesz a valutaunióra. Főként akkor nem, ha az új tagok az elvárt módon a pénzügyi stabilitásra törekzenek.

Az Agenda 2000 leszögezi azt is, hogy számos társult országra egyelőre nem alkalmazhatóak a maastrichti kritériumok, ugyanis a piacgazdaságra való átállás még távolról sem fejeződött be. Mindazonáltal az új EU-tagok EMU-csatlakozásakor természetesen a maastrichti feltételek lesznek a mérvadóak.

Ami a közös agrárpolitikát illeti: a bizottság a garantált felvásárlási árak jelentős csökkenését szorgalmazza a túltermelés elkerülése és a nagyobb versenyképesség érdekében. A tervek szerint a gabonák ára 20, a tej és a tejtermékeké pedig 10 százalékkal mérséklődne 2000-ben. Ugyanakkor a termelők eltérő mértékű kompenzációt kapnának, ami összességében évi 4 milliárd ecu-vel növelné a központi agrárköltségvetést.

Ismeretes, hogy a felvételre váró államokban a mezőgazdasági árak jóval alacsonyabbak, mint az EU-ban, ezért az itteni termelők csak egy 10 éves átmeneti időszak után részesülhetnek a kompenzációban. A brüsszeli számítások szerint a bővítési időszak elején az ezzel járó közvetlen támogatások összege évi 1,7 milliárd ecu volna, ami a folyamat végére 3,9 milliárd ecu-re nőne.

## Unió támogatás Bulgáriának

Szófiában bejelentették, hogy az Európai Unió 515 millió dollár hitelt nyújt Bulgáriának a gazdasági reformok támogatására. A segélycsomag központi része egy 250 millió ecu-s Euratom-hitelt is, amelyet Szófia az ország elavult erőműveinek felújítására, illetve az energiaszolgáltatás biztonságának megerősítésére fordít. Brüsszel a PHARE-program keretében 40 millió ecu-t folyósít szerkezetátalakításra, illetve a szociális háló erősítésére. Ugyancsak a PHARE-program keretében az ország korábban 20 millió ecu-t kapott a létminimum alatt élők segélyezésére.

A brüsszeli bizottság egyébként megelégedésének adott hangot a bolgár reformfolyamatnak az utóbbi hónapokban elért haladási sebességével, valamint a kormányzatnak a mélyreható reformok iránti szilárd és visszavonhatatlan elkötelezettségével kapcsolatban. Mind a februárban kinevezett átmeneti kormány, mind pedig a májusi választások után hivatalba lépett kabinet ugyanis biztató eredményeket ért el a gazdaság stabilizálásában, a magánosítás felgyorsításában, valamint a veszteséges állami vállalatok felszámolásában.

Július elseje óta működik Bulgáriában a valutatanács, amelynek első feladata a nemzeti fizetőeszköz megszilárdítása, valamint az infláció megfékezése. E lépések megtétele volt egyébként a feltétele a Nemzetközi Valutaalap 657 millió dolláros hitelsomagjának is.

## Francia közkiadások

Az új francia kormány 11 milliárd franknyi kiadás átcsoportosításával kívánja az általa kitűzött célokat elérni. Dominique Strauss-Kahn pénzügyminiszter véleménye szerint a munkahelyteremtő és a szociális programok finanszírozása nem jár majd többletkiadással, mivel annak forrásait az egyéb célokra fordítandó

kiadások és hitelek lefaragásával teremtik elő. A költségvetési kiadások átcsoportosításának egyik vesztese a honvédelem, innen 1,8 milliárd frankot vonnak el. Az előző kormány által indított 35 milliárd frankos költségű munkahelyteremtő-programot – annak alacsony hatékonyságára hivatkozva – az új francia kormány leállítja. Kétmilliárd frankból fogják finanszírozni a főként fiatalok számára létesülő 40-70 ezer közalkalmazotti munkahelyet. A legtöbb új állami állást a közoktatásban fogják kínálni, ahová visszavárják a megszorító intézkedések következtében a közelmúltban elbocsátott oktatókat is. A minimálbért július elsején 4 százalékkal emelték, s ez az intézkedés 2 milliárd frankkal terheli meg a költségvetés kiadási oldalát.

A legnagyobb tételt, 6,4 milliárd frankot az alacsony jövedelműek iskoláztatási segélyének az eddigi 1000-ról 1600 frankra való emelése jelenti. A kormány emellett 600 millió frankkal kívánja támogatni az alacsony jövedelműek lakáshoz jutását, 1,15 milliárd frankkal az állami bérlások építését; 290 millió frankkal megemelik az iskolai étkeztetés támogatását, 600 milliót pedig egyéb célokra különítenek el.

A párizsi kormány megerősítette korábbi ígéretét, miszerint változtat az előző parlament által hozott nyugdíjtörvényeken. A baloldali pártok véleménye szerint ugyanis a törvényben foglalt adókedvezmények a béremelések helyett inkább a magán-nyugdíjpénztárakba történő befizetések növelésére ösztönzik a munkaadókat.

A pénzügyminiszter folytatja az elődje által már megkezdett jövedelemadó-csökkentéseket is. Ennek összesen 25 milliárd frankos kihatása lesz a költségvetésre. Rövid időn belül bejelentik azokat a megszorító intézkedéseket, amelyek célja a költségvetési hiány mérséklése. Ennek számláját azonban csak a kiugróan magas jövedelmű cégek és háztartások fizetik. Az idej esztendőre prognosztizált 2,3 százalékos gazdasági növekedés megfelel az előző kormány előirányzatának.

## Kína és a Világbank

A Világbank pekingi irodája nemrégiben bejelentette, hogy a nemzetközi pénzügyi szervezet a következő három esztendő folyamán 2,5-3 milliárd dollárt folyósít Kínának környezetvédelmi és infrastrukturális programokra, a szegénység elleni harcra, valamint munkaerőképzésre.

Az idén június 30-án végződött pénzügyi évben a bank több mint 2,8 milliárd dollárnyi kölcsönt – a Világbank teljes kihelyezésének 7 százalékát – nyújtott az ázsiai országnak. Ebből az összegből 11 projektet finanszíroztak. Nem számítva a kedvezményes kamatú hiteleket, Peking a Világbank legnagyobb hitelfelvevőjévé lépett elő.



A Kína által 1980. azaz világbanki tagságának megújítása óta felvett kölcsönök összege összesen 28 milliárd dollár, ebből 9,8 milliárd dollárra rúg a Világbank kedvezményes támogatásokat nyújtó fiókintézménye, a Nemzetközi Fejlesztési Társaság (IDA) által átutalt összeg.

A Világbank idei kiemelt kínai programjai közé tartozik egy 430 millió dolláros gátépítési, illetve vízgazdálkodási kölcsön, amelynek egy részét arra is felhasználják, hogy finanszírozzák mintegy 180 ezer embernek a Sárga-folyón történő gátépítések miatt szükséges áttelepítését. A Honan tartományban megvalósuló projekt a tervek szerint segíti a rendkívül szennyezett folyó vízének tisztábbá tételét is. 400 millió dollárral támogat a Világbank egy másik, összesen 1,3 milliárd dolláros vízgazdálkodási programot is Sanhszi tartományban: ennek azonban az a feltétele, hogy a helyi kormányzat megreformálja a vízhasználati tarifarendszert és a vízszolgáltatást. A tervek szerint egyébként több mint 160 kilométer hosszú vezetékrendszert építenek, hogy a Sárga-folyó vizét eljuttassák a Sanhszi száraz vidékeire is. További 400-400 millió dollárt folyósít a bank egy Belső-Mongóliában, illetve Sanghajban megvalósuló erőműépítéshez.

A Világbank tervei között szerepel az is, hogy átszervezi a Kínával kapcsolatos ügyvitelt, ennek keretében kínai igazgatóságát még az idén Washingtonból Pekingbe telepíti, s egyidejűleg megszünteti a helyi képviseleti irodát.

## Működőtőke a fejlődő országokban

Az ENSZ kereskedelmi és fejlesztési szervezete, az UNCTAD összesítést készített a fejlődő országokba tavaly irányult közvetlen külföldi befektetések értékéről. A tanulmány szerint 1996-ban 129 milliárd dollárra növekedett a fejlődő országokba érkezett működőtőke értéke. Ez az összeg 37 százalékát teszi ki a világon 1996-ban elindított közvetlen beruházásoknak. Egy évvel korábban ez az arány még 30 százalék, azaz 100 milliárd dollár volt.

Az UNCTAD-elemzés ugyanakkor arra is rámutat, hogy noha ötödik egymást követő évben növekszik a közvetlen külföldi befektetések globális értéke, a tavalyi növekedési ütem 7 százalékra lassult az 1995-ben regisztrált 34 százalékról. Érdemes megjegyezni, hogy tavaly összesen mintegy 350 milliárd dollárnyi tőke áramlott külföldre, 35 milliárddal több, mint az előző esztendőben.

1995-ben az úgynevezett felemelkedő piacokra irányuló működőtőke legnagyobb része – 65 milliárd dollár – Ázsiába áramlott, ebből

az összegből a Kínai Népköztársaság 35 milliárddal részesedett. Az UNCTAD szerint tavaly a fejlett országokba irányuló közvetlen külföldi befektetések stagnáltak: a beáramlott 208 milliárd dollár mindössze kétmilliárddal haladta meg az előző évi szintet.

A tavalyi összes működőtőke-forgalom 79 százaléka – mintegy 275 milliárd dollár – vállalati összeolvadásokból és cégfelvásárlásokból származott. Ezek közül 45 ügylet értéke haladta meg az egymilliárd dollárt.

Az ENSZ szakosított szervezetének előzetes adatai szerint Közép- és Kelet-Európa országaiban 1996-ban 12 milliárd dollár működőtőke érkezett, 0,8 milliárddal kevesebb, mint egy évvel korábban. A csekély visszaesés ellenére a 12 milliárd dolláros összeg kétszerese volt a térségbe 1994-ben beáramlott tőkének.

## Orosz valuta-tartalékok

Szergej Dubinyin, az orosz központi bank kormányzója bejelentette, hogy a rubel iránti bizalom számottevő növekedése nyomán lehetőség nyílik arra, hogy a bank idén 55 százalékkal növelje külföldi valutataralékait. Az idei esztendő végére Oroszország külföldi valutataralékai minden korábbi rekordot megdöntenek majd, s eléri a 23,8 milliárd dollárt. 1997 első félévében a központi bank jelentős mennyiségű rubelt nyomtatott dollárvásárlási célból. Az akció nyomán 26 százalékkal növekedett a forgalomban lévő rubel mennyisége. Ugyanabban az időszakban az infláció Oroszországban 8,4 százalékos volt.

Dubinyin azt is értésre adta, hogy a banknak nincsenek illúziói a gazdaság „dedollarizálását” illetően. Orosz és nyugati közgazdászok egybehangzó véleménye szerint a külföldi valutataralékok bővülése egyértelműen annak a jele, hogy a kormány gazdaságstabilizációs programja jól működik. Egy vezető orosz közgazdász azonban arra is felhívta a figyelmet, hogy a valutataralékok növekedésében számottevő szerepet játszott a Gazprom egy váratlan akciója. Arról van szó, hogy a hatalmas gázipari monopólium keményvaluta-bevételeinek egy részét átváltotta rubelre azért, hogy ki tudja fizetni adókötelezettségeit.

Dubinyin szerint a nyár közepén az orosz gazdaság nem nőtt, de már túljutott az átalakítás nehezen. Biztató jelként értékeli, hogy néhány területen már megindult a növekedés. A kormány egyébként már nem tartja fenn korábbi előrejelzését, amely szerint idén 2 százalékkal bővül majd a GDP, de ugyanekkora növekedéssel számolnak az 1998-as költségvetés-tervezetben.

Mikhail Kaszianov pénzügyminiszter-helyettes szerint a gazdaságban akkor következik be fordulat, amikor a cégek és a bankok a terme-

lőgazatokba investálnak. Szerinte ennek már több jele tapasztalható.

A központi bank az elmúlt hónapokban erősítette a szabályozással kapcsolatos ismereteit. Ez párhuzamosan történt a bankszektor konszolidálódásával. Az elmúlt években a központi bank 715 pénzügyi intézménytől vonta vissza a működési engedélyt, s 368 bankot számolt fel. Június elsején Oroszországban 1747 bank működött.

## Működőtőke-áramlás az OECD-ben

Az OECD a nyár közepén hozta nyilvánosságra a tavalyi esztendőre vonatkozó működőtőke-mozgási adatokat tagországaira vonatkozóan. A jelentés kiemeli, hogy az OECD-n belüli működőtőke-beruházás több mint fele az Egyesült Államokba és Nagy-Britanniába irányult.

Számottevően meghaladta Ausztriában és Írországban az OECD-országokból származó működőtőke összege az előző évit. A tavalyinál kevesebb működőtőke érkezett viszont Ausztráliába, Kanadába, Dániába, Németországba, Hollandiába és Svédországba.

Az OECD elemzése rámutat: a tagországok egymás közötti működőtőke-áramlásban meghatározó szerepet játszott a privatizáció, valamint a fúziós és cégfelvásárlási tevékenység. Becslések szerint tavaly a világon a privatizációs bevételek értékét a 88 milliárd dollárt, ebből az összegből 68 milliárd az OECD-térségből származott.

Az úgynevezett határokon átnyúló vállalati fúziók és felvásárlások értéke 1996-ban a világon összesen 263 milliárd dollár volt, ennek az összegnek a nagyobbik része amerikai és brit vállalati célpontokra irányult. Tavaly Nagy-Britanniában 32,8 milliárd működőtőke érkezett külföldről, egy évvel korábban ez az összeg nem haladta meg a 22,8 milliárd dollárt. Az OECD elemzése rámutat arra, hogy a múlt évben az EU-államok külföldi működőtőke-beruházásainak 40 százaléka Nagy-Britanniában landolt.

1995-ben az USA-ba külföldről 60,2 milliárd dollár működőtőke érkezett, tavaly viszont már 89,3 milliárd. Figyelemreméltó, hogy 1996-ban az OECD-térségbe összességében csökkent a működőtőke-beáramlás. Ennek összege 198,3 milliárd dollár volt, egy évvel korábban viszont meghaladta a 215 milliárdot.

A külföldre irányuló közvetlen beruházások fő forrása tavaly is az USA és Nagy-Britannia volt. Az Egyesült Államokból tavaly 88,3 milliárd dollár működőtőke áramlott ki, 7,2 milliárd dollárral kevesebb, mint 1995-ben. Nagy-Britanniában viszont rekordkiáramlást regisztráltak: míg 1995-ben 42,7 milliárd dollár működőtőke hagyta el a szigetországot, tavaly ez az érték elérte a 43,7 milliárd dollárt.

Gonda György