

## A CSATLAKOZÁS ELŐTT ÁLLÓ KELET-EURÓPAI ORSZÁGOK RÉSZVÉNYPIACAI

### BÉT Elemzések, 2003. április

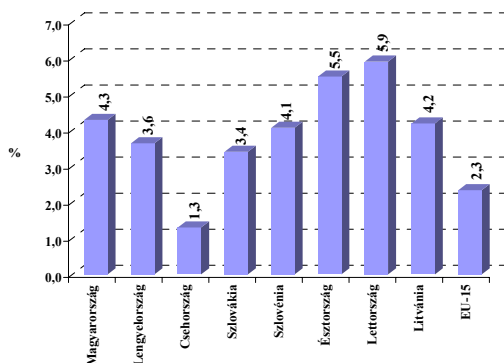
2004 májusában várhatóan tíz újabb taggal, köztük Magyarországgal bővül az Európai Unió. A tíz ország közül nyolc – Csehország, Szlovákia, Szlovénia, Lengyelország, Magyarország, Litvánia, Észtország és Lettország – az elmúlt bő egy évtizedben lépett a piacgazdaság rögzös útjára, egy-két év különbséggel azonos idejük volt egy hatékonyan működő tőkepiac létrehozására, fejlesztésére. Az alábbiakban a nyolc ország tőzsdéinek elmúlt évét tesszük nagytitkos alá, és megpróbálunk képet adni arról, hol is helyezkednek el a legfejlettebb kelet-európai országok a részvénypiacok globális hálózatában.

### Makrogazdasági áttekintés

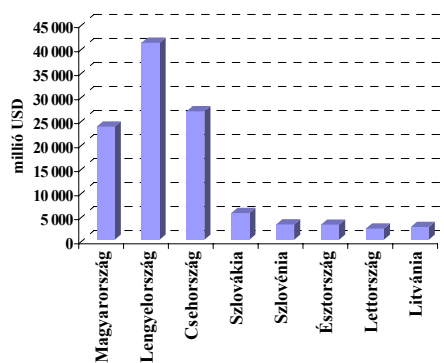
A régió említett országainak többsége az elmúlt években dinamikusabban növekedett, amit az is jól mutat, hogy a bruttó hazai termék éves növekedési üteme meghaladta az Európai Unió országainak átlagos növekedési ütemét (ez alól csak Csehország a kivétel, de az elmúlt egy-két évben már itt is felgyorsult a fejlődés). A nagy növekedési potenciál a külföldi befektetők érdeklődését is felkeltette folyamatos működő tőke beáramlást implikálva. A 90-es évek elejétől napjainkig több mint 100 milliárd dollár áramlott az említett országokba. Ha figyelembe vesszük a térség többi országát is (Oroszországot is), akkor a teljes beáramló tőke közel 70 százalékát kapta a nyolc csatlakozó állam.

**1. ábra**

**a) GDP növekedés 1997-2002 között (éves átlag)**



**b) Halmozott működő tőke beáramlás 2002-ig**



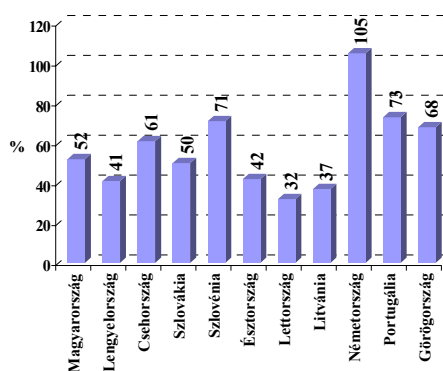
*Forrás: Eurostat*

Legnagyobb arányban Lengyelország részesült a tőkéből (38%), ami az ország relatív méreteit nézve egyáltalán nem meglepő. Őt követi Csehország (25%) és Magyarország (22%), előbbi inkább az utóbbi években, hazánk pedig inkább a 90-es évek első felében volt a legkedveltebb célpont. Ezt bizonyítja, hogy még 1997-ben is hazánk aránya 34 %, míg Lengyelorszáé 31%, Csehorszáé pedig 19% az összes térségbe áramló tőkén belül.

**2. ábra**

A régió igazán impresszív gazdasági teljesítménye ellenére sem beszélhetünk arról, hogy összemérhető lenne az EU országok gazdasági teljesítményével. A nagy lemaradást, mellyel a térség a 90-es éveket indította még közel sem sikerült ledolgozni. Az egy főre jutó bruttó hazai termék lényegesen alacsonyabb, mint az Európai Unióban, és még a EU fejletlenebb országainak mutatóját is csak Szlovéniának sikerült elérnie. Hazánk az Unió átlagának felét érte el 2001-re, míg a legnagyobb ország, Lengyelország 41 százalékon áll.

**Egy főre jutó GDP az EU átlag százalékában 2001-ben**

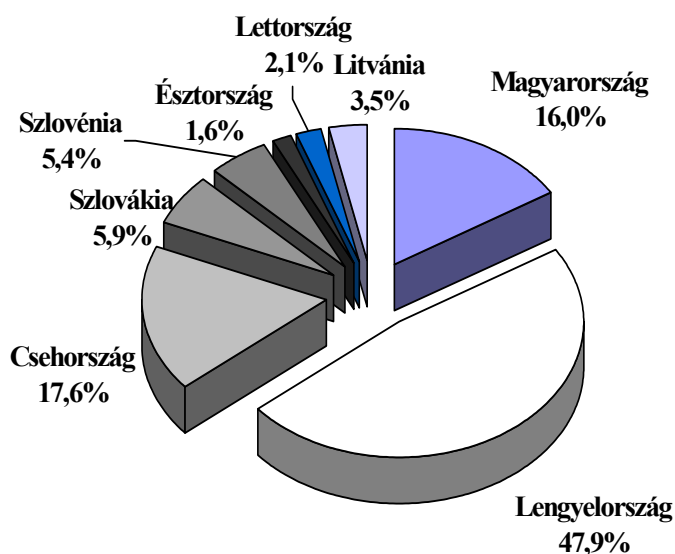


*Forrás: Eurostat*

A csatlakozó országok együttes gazdasági ereje szintén nem mérhető az EU adataihoz. Az együttes GDP 2001-ben megközelítette a 400 milliárd eurót, ami nem érte el az EU GDP-jének 5 százalékát sem. A régió tőkepiacainak összehasonlításakor azt sem szabad figyelmen kívül hagyni, milyen az egyes országok relatív gazdasági teljesítménye, amit a 3. ábra mutat. A nyolc ország közül egyértelműen kiemelkedik Lengyelország, mely a teljes GDP majdnem felét adja. Csehország és Magyarország súlya közel azonos, míg a többi állam szerepe még a régió léptékével mérve is marginálisnak mondható.

**3. ábra**

**A csatlakozó országok GDP-jének megoszlása (2002-es becslést adatok)**

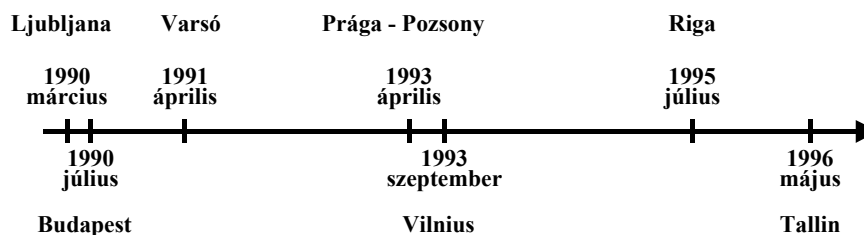


*Forrás: Eurostat*

## A régió tőzsdéi

A nyolc ország mindegyikében találunk egy-egy értéktőzsdét, amelynek részvénytőzsdén szinte kizárólag az adott országban honos vállalatok részvényei számára teremtenek kereskedési platformot. Az egyes országok eltérő szabályozási környezetet teremtettek a tőzsdék számára, melyek így nagyon eltérő időben és struktúrákban jöttek létre.

### A tőzsdei kereskedés indulása a „nyolcak” piacain



Ma már a tőzsdék részvénytársasági formában működése az általános, ám ez korábban nem volt ilyen egyértelmű. Már az indulás óta rt formában működik a cseh, a szlovák, a szlovén illetve a lett és az észt piac, míg Litvániában 1998-ban alakult át a non-profit szervezet egy profitorientált részvénytársasággá. Ez az úgynevezett demutualizációs folyamat a budapesti börzén is végbement az elmúlt évben. Ma már egyedül a Varsói Értéktőzsde lóg ki a sorból, amely megalakulása óta állami tulajdonban van.

Az integrációs hullám lassan a térség tőzsdéit is elérte annak ellenére, hogy a nemzeti tőzsde eszméje a függetlenség megőrzése mellett tör lándzsát. A legfiatalabb balti államokban – talán a közelség miatt – viszonylag gyorsan nagy befolyásra tett szert a finn tőzsde, amely aztán 2001-ben előbb Tallint, majd 2002-ben Rigát is beolvasztotta a HEX csoportba. A balti államokon kívül Varsó írt alá szándéknyilatkozatot a Euronext csoporttal, a többi szervezet azonban őrzi függetlenségét, kapcsolódásukat a nemzetközi vérkeringésbe többen technológiai összeköttetések útján próbálják elérni. Ilyen összeköttetésre nyílik lehetőség a BÉT és Deutsche Börse között létrejött együttműködési megállapodás keretében is.

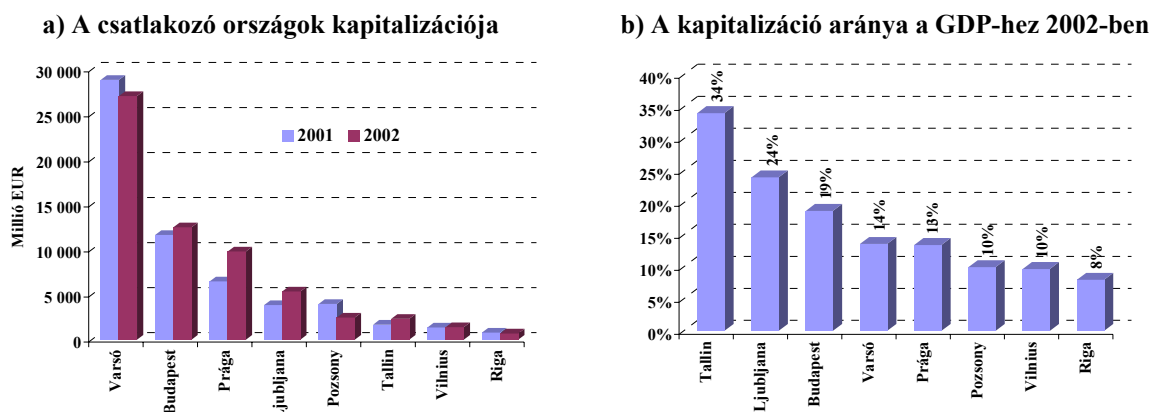
A piacok elmúlt évi teljesítményének bemutatásakor a továbbiakban a jegyzett (hivatalos) tőzsdei piacok statisztikáját vesszük alapul. Meg kell azonban jegyezni, hogy számos tőzsdénél jelentős szerep hárul a tőzsdék által működtetett kvázi tőzsdei, illetve tőzsdén kívüli piacoknak is, melyekre azonban bővebben nem térünk ki.

## A régió tőzsdéinek mérete

A nyolc tőzsde összesített részvény kapitalizációja árfolyam értéken 61,5 milliárd eurót tett ki 2002 végén, ami 5 százalékkal magasabb, mint egy évvel korábban volt. Azt, hogy ez a volumen mit jelent a globális tőkepiacon, jól mutatja a tőzsdei világszervezet, a World Federation of Stock Exchanges statisztikája, amely szerint a szövetség tagtőzsdéinek együttes kapitalizációja több mint 21 ezer milliárd euro (a szövetség tagsága lefedi a világ tőzsdéinek túlnyomó többségét, köztük Magyarországot és a térség piacainak egy részét is). Ennek az óriási vagyontömegnek 0,3 százalékát éri el a vizsgált 8 ország. Tendenciáját tekintve a térség súlya emelkedett az elmúlt évben, hiszen egy évvel korábban ez az arány csak 0,2 százalék volt. Ennek hátterében elsősorban a később szóba kerülő részvényár-alakulás állt.

Gyakran elhangzó felvetés, hogy a régió tőzsdéinek meg kellene fontolnia az esetleges egyesülést, mert az így létrejövő közös tőzsde már méreteiben is számottevő súllyal bírna az integrációs folyamatban. Ezt a nézetet némiképp megingatja az előbbi statisztika mellett az is, hogy a három legnagyobb európai tőzsde (kapitalizáció alapú sorrendben London, Euronext és Frankfurt) méretéhez képest a nyolcak együttes mérete 3-9 százalékot képvisel.

4. ábra



Forrás: FESE, Eurostat, tőzsdei statisztikák

Az egyes országok korábban említett méretbeli eltérései miatt a tőzsdék kapitalizációjának piaci értéken vett összevetése nem ad használható eredményt, hiszen az senkit sem lephet meg, hogy Varsó kapitalizációja jelentősen meghaladja a Ljubljánában forgó részvények piaci értékét. Sokkal beszédesebb számokat kapunk, ha a tőzsdék GDP-hez viszonyított súlyát tekintjük. Ebben az összehasonlításban egy-két kisebb tőzsde, Tallin és Ljubljana áll az élen, a jelentősebb tőzsdék közül pedig Budapesten legnagyobb a tőzsde szerepe (19%). Varsóban és Prágában ugyanez 14 illetve 13 százalék.

Ezek a számok azt mutatják, hogy a gazdaságnak csak kisebb része képviselteti magát a régió tőzsdéin. Az EU-ban ezzel szemben átlagosan a GDP 88 százalékát teszi ki a tőzsdei kapitalizáció. A jelentős különbségek elsősorban strukturális okokra vezethetők vissza. Ezen országok GDP-jének jelentős részét multinacionális nagyvállalatok leányvállalatai adják, melyek saját belső forrásaikból megoldják a leányvállalatok finanszírozását. A hazai nagyvállalatok jelentős része vagy még állami tulajdonban van, vagy szintén olyan stratégiai befektetők kezébe került, amelyek nem tekintik alternatívának a tőzsdei megjelenést. Az átmenet után alakuló magánvállalkozások ugyanakkor többségükben még nem érték el azt a méretet, amely alapja lehet egy tőzsdei megjelenésnek. Így a tőzsdei kereskedésben ténylegesen csak a nyilvánosan, elsősorban pénzügyi illetve magánbefektetőknek privatizált nagyvállalatok jelenhetnek meg.

### A régió tőzsdéinek likviditása

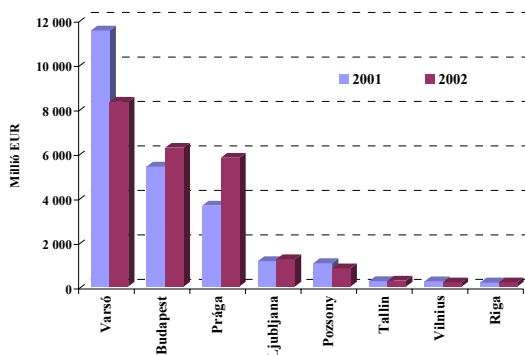
Az előbbiekhöz hasonló képet mutat a tőzsdei forgalom alakulása is a vizsgált országokban. Míg a világszerte inkább a csökkenés irányába mozdult el (globálisan mintegy 20 százalékkal csökkent a forgalom), addig a térség egyes országaiban a forgalom bővülése volt jellemző. Az összesen 23 milliárd euros össz volumen azonban természetesen még így is eltörpül a jelentős európai tőzsdék forgalmától (London 4 000, Euronext 2 000, Frankfurt

1 200 milliárd euro). Összehasonlításképpen az EU kisebb, fejletlenebb piaci közül Athénban a részvényforgalom közelítőleg megegyezett a nyolcak teljes forgalmával, míg pl. Dániában ennek több mint kétszerese forgott egy év alatt.

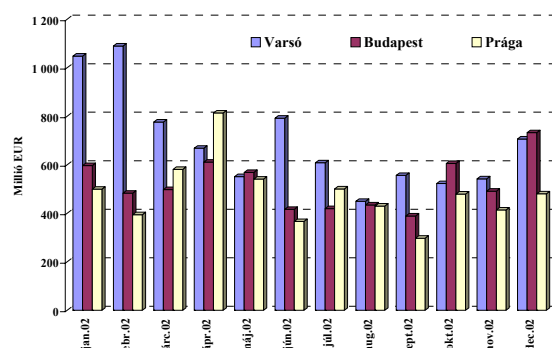
2002-ben kiemelkedően javult a prágai tőzsde mutatója, ahol közel 60 százalékkal emelkedett a forgalom az egy évvel korábbi szinthez képest. Jelentősen javult a BÉT teljesítménye is, euro alapon 16 százalékkal bővült a részvényforgalom. Ezeken kívül növekedett Ljubljana, Tallin és Riga is. Ezzel szemben a térség legnagyobb forgalmú tőzsdéjén, a Varsóban közel 30 százalékos visszaesés volt megfigyelhető. Mindezek eredményeként 2002 végére az egy évvel korábban még egyértelműen felállítható forgalmi rangsor elején található tőzsdék között kiegyenlítődni látszanak a különbségek (lásd a 5/b. ábrán).

5. ábra

a) Részvény forgalom a csatlakozó országok jegyzett piacain



b) A régió legfontosabb piacainak havi részvény forgalma 2002-ben

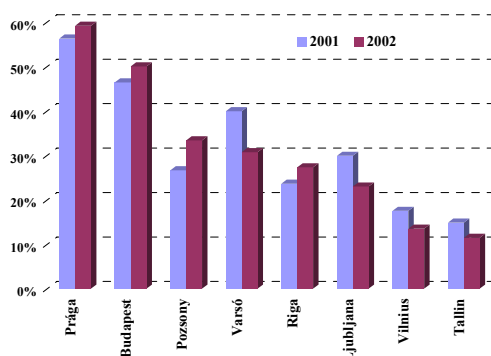


Forrás: FESE, tőzsdei statisztikák

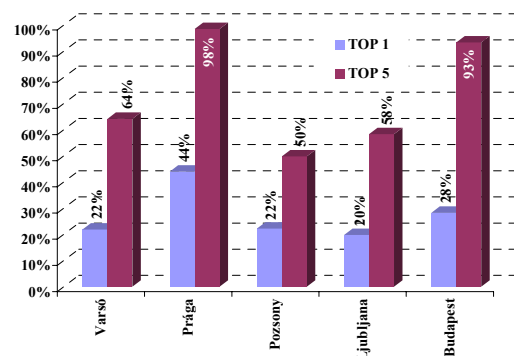
A forgalmi adatok pusztán összehasonlításával ugyanabba a problémába ütközünk, mint a tőzsdei kapitalizáció vizsgálatokor. Törvényszerű, hogy a nagyobb forgalom azon a tőzsdén alakulhat ki, ahol nagyobb a bevezetett értékpapírok össz mennyisége, nagyobb a befektetők rendelkezésére álló kínálat. Ezért jó mutatószám a tőzsdék likviditásának megragadására a kapitalizáció forgási sebessége, ami elméletben megmutatja, hogy a tőzsde kapitalizációjának hány százaléka cserél gazdát egy adott időszak alatt.

6. ábra

a) A részvény kapitalizáció forgási sebessége 2002-ben



b) A részvényforgalom koncentrációja a régió fontosabb tőzsdéin 2002-ben



Forrás: FESE, tőzsdei statisztikák

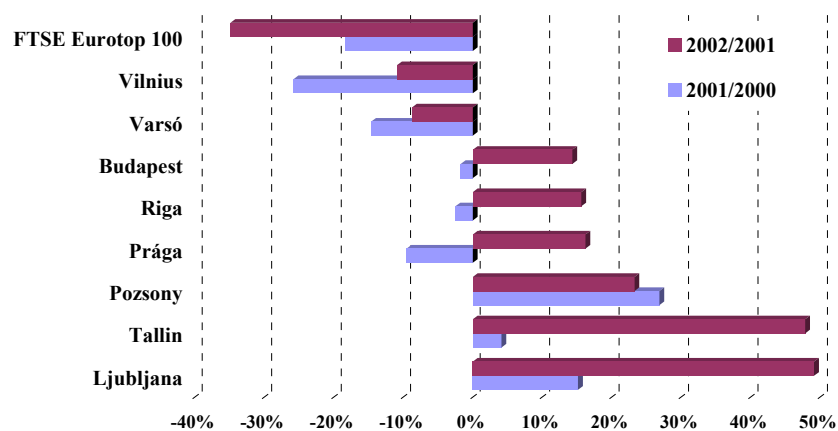
Ez alapján a leglikvidebb tőzsde 2002-ben a prágai volt, ahol közel 60 százalék volt a forgási sebesség. Második helyen Budapest áll 50 százalékkal, míg a többi esetben 30 százalék illetve ez alatti értékeket találunk. Az 50 százalék feletti értékek nemzetközi összehasonlításban is megállják a helyüket, hiszen még az EU-n belül is előfordulnak hasonló vagy ennél alacsonyabb értékek (pl. Dublin 56 %, Bécs 18%, Athén 35%), míg kicsit távolabb menve, pl. a világ egyik vezető tőzsdéjén, Tokióban a mutatószám a 76 százalékos értéket vette fel.

A likviditás jellemzésére alkalmas a forgalom koncentrációja is, amely valamennyi térségbeli országban meglehetősen magas. Különösen igaz ez Prágára, ahol a legnagyobb forgalmú papír a teljes forgalom 44 százalékát, míg a Top 5 papír a forgalom 98 százalékát adja. Ettől némileg alacsonyabb a budapesti koncentráció, ahol az 5 leglikvidebb papír 93 százalékát adta a teljes kereskedett volumennek. Abban valamennyi piac struktúrája azonos képet mutat, hogy van legalább egy papír, melyek meghatározóak a kereskedésben. Ez a kis tőzsdék sajátossága, ami éppúgy megfigyelhető az EU-n belül is (gondoljunk csak Finnországra, ahol a Nokia uralja a piacot). A bevezetett részvények egy jelentős része ugyanakkor alvó papírt jelent, melyek „felébresztése” a fejlett tőzsdéken is akut probléma.

### Áralakulás a „nyolcak” tőzsdéin

A 2001-2002 évek nem kerülnek be piros betűvel a nemzetközi részvénytörtelemkönyvébe. A forgalom megtorpanását illetve csökkenését ugyanis a részvényárak jelentős csökkenése kísérte. Nem volt ez másképp az EU-n belül sem, ahol szintén mindkét évben számottevő árfolyamveszteségeket szenvedtek el a befektetők. Az uniós piac egészét jól reprezentáló FTSE Eurotop 100 index – az EU 100 blue-chip papírját tartalmazó index – értéke az elmúlt évben 35 százalékkal csökkent. A csatlakozás előtt álló országok tőzsdéin azonban más volt a helyzet. Míg 2001-ben itt is túlsúlyban voltak a visszaeső részvényindexek, addig 2002-ben egy-két kivételtől eltekintve valamennyi tőzsdén emelkedő árfolyamok voltak megfigyelhetők. A 7. ábrán a vizsgált nyolc tőzsde részvényindexének illetve a már említett FTSE Eurotop 100 indexnek az euroban számolt elmúlt két éves hozama látható.

**7. ábra**  
**A részvényárak alakulása a csatlakozó országokban**



*Forrás: Reuters*

A legnagyobb drágulás a kisebb piacokon következett be, így Ljubljanában illetve Tallinban közel 50 százalékkal emelkedtek a részvényárak. A jelentősebb piacok közül Prága és Budapest teljesített kiválóan. Előbbinél 16 százalékkal erősödött a piac azok után, hogy egy évvel korábban 10 százalékos árcsökkenést mutatott a PX50 index. Utóbbinál a BUX index 14 százalékkal került magasabbra január és december között. A kevés kivétel közül érdemes megemlíteni Varsót, ahol a WIG index két év alatt 22 százalékot veszített értékéből.