

## Réthi Sándor

# Az orosz értékpapírpiac kialakulása és fejlődése a kezdetektől napjainkig

*A viszonylag korszerűnek tekinthető orosz értékpapírpiac a '90-es évek első felében, minden előzmény és hagyomány nélkül, alig egy-két esztendő alatt jött létre. A szükséges intézményrendszer formálódásával párhuzamosan mind a részvény-, mind a kötvénypiac gyors fejlődésnek indult, s ez töretlenül folytatódott egészen az 1997-1998-as pénzügyi válság kirobbanásáig. Az 1998. augusztus-szeptemberi összeomlást követően viszonylag hosszabb stabilizációs időszak kezdődött, majd később az értékpapír-árfolyamok ismét elkezdtek emelkedni, s a kötvényárfolyamok is megnyugodtak. Jelen írás az orosz értékpapírpiac elmúlt évtizedének történetét elemzi, bemutatva az egyes szakaszokat, részletesen elemezve a válsághoz és az összeomláshoz vezető utat, sokoldalúan vizsgálva a sajátosságokat.\**

Az orosz tőzsdei rendszer formálisan a peresztrojka vége felé, a '90-es évek elején kezdett kialakulni. Az első orosz tőzsdék kizárólag koncentrált áruipacként funkcionáltak. A felbomló tervgazdasági rendszer keretein belül ugyanis egyre több vállalat, mindenekelőtt az újonnan létrejövő magáncégek, a termeléshez szükséges nyers- és alapanyagokat gyakorlatilag csak a gazdaság központosított intézményein kívül tudták beszerezni. Ekkor a Szovjetunióban az árutőzsdéknek komoly jövőt jósoltak, mivel a korabeli általános vélekedés szerint ezek elterjedése és megerősödése biztosíthatta volna az állandó anyagihiánnyal küzdő új és régi szovjet vállalatok létét.

A fejlődés azonban másként alakult. Az árutőzsdék mind számukat, mind jelentőségüket tekintve 1992 I. félévében, a Szovjetunió szétesését követően, az önálló Oroszországban érték el csúcspontjukat. Szerepük azonban lényegesen kisebb volt, mint amire előzetesen számítani lehetett. 1992 közepén Oroszország nyers- és alapanyag-forgalmának 3–4%-át bonyolították le, ami messze alatta maradt minden várakozásnak.

Az árutőzsdék vártnál kisebb szerepe két tényezővel is magyarázható:

- A '80-as évek végétől kezdve a nagyvállalatok előszeretettel halmoztak fel alapanyag-készleteket, és ezért a központi anyagkiutalás megrendülésének, majd felbomlásának körülményei között a vártnál lényegesen kisebb mértékben voltak ráutalva a nyíltpiacon történő alapanyag-beszerezésre.
- Nem kevésbé fontos tény az is, hogy a '80-as évtized második felében a vállalatok többségének már kialakultak azok a horizontális kapcsolatai, amelyek lehetővé tették a biztonságos alapanyag- és félkésztermék-ellátást.

Értékpapírokkal kezdetben a nagyobb árutőzsdék elkülönített szekciói foglalkoztak. 1990–92 között számos orosz vállalat – kihasználva a már 1990-ben meglévő törvényi háttérrel, többségük az Oroszországban sem ismeretlen spontán privatizáció módszerével – részvénytársasággá alakult, és jó néhányan közülük megkíséreltek új részvényeket kibocsátva új forrásokat bevonni (*Gajdar 1997*). Ezek a kísérletek azonban csekély eredménnyel jártak. Hiányzott a megfelelő értékpapírpiaci szabályozás, a gazdaságra az általános tökehiány volt jellemző, fejletlen volt az infrastruktúra, mind a lakosság, mind a vállalkozói szektor bizalmatlan volt.

A korszerűnek tekinthető orosz értékpapírpiac kialakulásának kezdete 1994-re tehető, amikor a befejeződött az addig állami tulajdonban lévő nagyvállalatok tömeges privatizációjának első, kuponos szakasza. 1993-tól kezdve a költségvetési hiány finanszírozásába beléptek, majd 1995. január-

\* Réthi Sándor az orosz gazdasággal foglalkozó közgazdász, a Floreno Kft. ügyvezetője, e-mail: [info@floreno.hu](mailto:info@floreno.hu). Jelen tanulmány a szerző PhD-értekezésének értékpapírpiacról szóló fejezete – rövidített formában.

jától meghatározóvá váltak a különböző típusú kincstárjegyek. Mintegy 30.000 nyílt részvénytársaság alakult, ezek papírjait már elvben lehetett forgatni. A hirtelen megjelenő rendkívül nagyszámú „új tőzsdecég” természetesen azonnal fellendítette az értékpapírpia forgalmát, azonban, ahogy azt a későbbiekben látni fogjuk, a gyakorlatban alig néhány tucat vállalat papírjai bizonyultak többé-kevésbé likvidnek.

A forgalom fellendülésével párhuzamosan a tőzsdei kereskedelem rendszerét 1995-ben egységesítették, s ekkortól kezdve számítják a hivatalos tőzsdeindexet, az RTS-t (Russian Trade System). Szintén 1995 második felére tehető, a követelést megtestesítő értékpapírokkal történő szervezett kereskedelem kereteinek létrejötte is.

A részvénytőzsde kezdetei Oroszországban, politikai változások, felfutás Elemzésünket 1995 őszével indítjuk, mivel akkortól kezdve számítják a leginkább elfogadott oroszországi tőzsdemutatót, az úgynevezett RTS indexet. Az orosz tőzsdei rendszer sajátosságaként az értékpapírokkal számos parketten folyik kereskedelem, Szentpétervártól egészen Vlagyivosztokig, de ezek közül az RTS számít mind a mai napig a legkiterjedtebbnek, leginkább komplex módon megszervezettnek.<sup>1</sup>

A fellendülő időszak pozitív fejleményei a rövid idő alatt mintegy 500 tagot egyesítő Értékpapírpia Résztevők Nemzeti Asszociációja (orosz rövidítés szerint NAUFOR) növekvő aktivitásának is köszönhetőek voltak. Az asszociáció, bár nem szerepelt feladatai között, kezdetől fogva piacszabályozó szerepet is betöltött, és így például az Euromoney Oroszország első önszabályozó szervezeteként jellemezte (*Roszkredit 1998*).

Az asszociáció néhány hónap alatt egyesítette a tíz legnagyobb orosz régióban működő tőzsdere bejegyzett vállalkozást, az amerikai PORTAL rendszerhez hasonlóan szervezte és szervezi ma is a részvények tőzsdei és tőzsdén kívüli adásvételét, továbbá az orosz régiókban tevékenykedő vállalkozások aktívabb bekapcsolása érdekében fiókintézeteket tart fenn, többek között Szentpétervárott, Novoszibirszkben, Jekatyerinburgban, Volgográdban, Nyizsnyij Novgorodban és Rosztovban.

1995 őszén az RTS rendszer indulásakor az index kezdeti értéke 100 pont volt. Az azt követő események bizonyították, hogy az orosz értékpapírpia a politikai események hullámszámai még az átlagosnál is jobban érintik. Így azt követően, hogy az OF Kommunista Párt győzelmet aratott az 1995. decemberi választásokon, és ezzel párhuzamosan az orosz elnök népszerűségi mutatója soha nem látott mélységekbe csökkent (az elnökre 1996 februárjában a biztosan szavazók alig 4–6%-a adta volna le voksát), a részvényindex meredeken zuhanni kezdett, s 1995 decemberében 70 pontra süllyedt.

A helyzet 1996 áprilisában kezdett javulni (az RTS index április 25-én elérte a 100 pontot), az orosz elnök rating-jének emelkedésével párhuzamosan a részvényárfolyamok is növekedésnek indultak. Borisz Jelcin újráválasztását követően valóságos áttörés következett be.

1996 II. félévétől kezdve az orosz belpolitika, bár természetesen komoly befolyással bírt a tőzsdei árfolyamok alakulására, már sokkal kisebb hatást fejtett ki, mint az azt megelőző egy-másfél évben. Ezt misem bizonyítja jobban, mint az, hogy az orosz elnök élete 1996 őszén végig veszélyben volt, s egyre erősödő szívpanaszai következtében az év végén szívműtéten esett át, ugyanakkor a részvényárfolyamok ezen idő alatt megduplázódtak (1996. december 31.: RTS index = 200,5).

1996 októberében egyszerre három vezető hitelminősítő intézet, a Moody's, Standard & Poor's és az IBCA felvette Oroszországot a spekulatív besorolású országok listájára. 1996 novemberében, hosszú és alapos előkészítést követően megtörtént az első orosz eurokötvény-kibocsátás, a nyuga-

<sup>1</sup> Az RTS rendszerben működő tőzsdék területi elhelyezkedése pl. figyelembe veszi az időzónák kialakítását is, s így elvben lehetőség van az „orosz birodalomban” napkeltétől-napkeltéig kereskedni az értékpapírokkal.

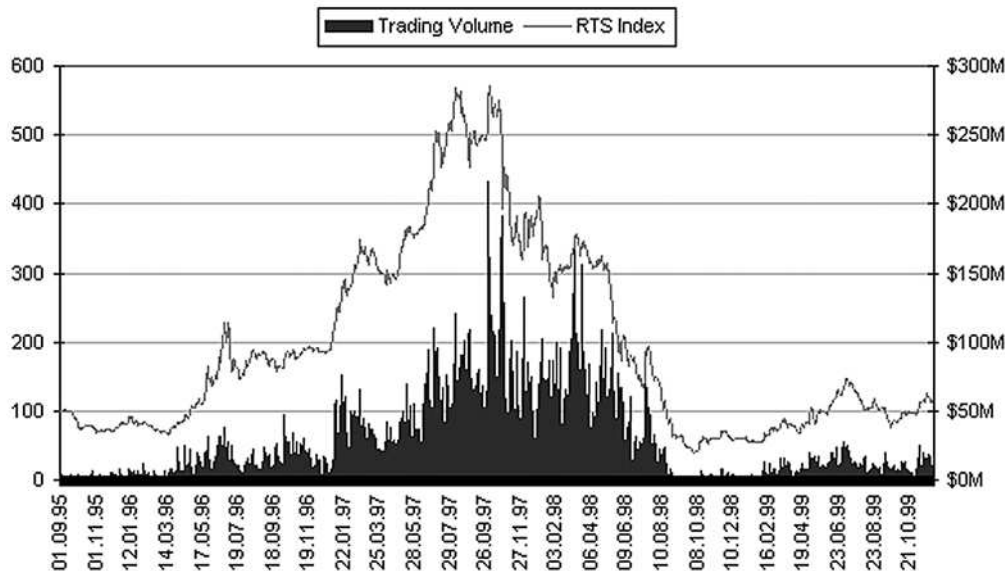
ti befektetők alig egy nap alatt lejegyezték az 1 Mrd DEM értékű kötvényt. A kamatfelár 3,2% körül alakult, ami ugyan magasabb volt a magyar kötvények akkori feláránál, de megegyezett pl. a mexikói, bolgár stb. papírokkal (Réthi 1997).

1997 januárjában az Állami Duma elindította az elnök alkotmányos elmozdítására irányuló eljárást (impeachment), ennek ellenére a részvényárfolyamok jelentős mértékben nőnek (1996. december 31.: RTS index = 200,5, 1997. február 20.: RTS index = 347,2). Április közepéig semmilyen különleges bel-, illetve külpolitikai esemény nem történt, a tőzsdeindex két hónap alatt több mint 15%-kal csökkent (1997. április 14.: RTS = 286,07). Ezt követően viszont egészen augusztus elejéig az index, kisebb korrekciós hullámzásoktól eltekintve, folyamatosan és lendületesen emelkedik (1997. augusztus 8.: RTS = 569,23). Ezzel párhuzamosan fokozatosan emelkedik a tőzsde havi forgalma is. (1997. április: 678 M USD, augusztus: 1.827 M USD). Az RTS index alakulását 1995-99 között az 1. ábra, míg a forgalom volumenének változását az 1997. január-1998. decemberi időszakra a 2. ábra tartalmazza.

1. ábra

Az RTS index alakulása (1995-1999)

Forrás: Réthi Sándor (2000): Gyöngyvirágtól lombohullásig, *Közgazdasági Szemle*, 47. évf.4. sz., 323. o.



1997 január-augusztusa között a részvényindex majdnem háromszorosára nőtt, 30 alkalommal döntötte meg saját rekordját, az emelkedés legviharosabb időszakában, 1997. júniusában hétről-hétre 15-20%-kal nőtt a forgalom volumene (Belaja Knyiga 1998).

Augusztusban és szeptember első felében az orosz részvény piac stagnált, kisebb-nagyobb korrekciók történtek, s a forgalom is valamelyest visszaesett (1997. szeptember: 1.509 M USD). 1997. szeptember végén ismét növekedés kezdődött, s az RTS index október 6-án történelmének csúcspontját érte el (571,66 pont), az októberi forgalom (2.958 M USD) szintén rekordot döntött.

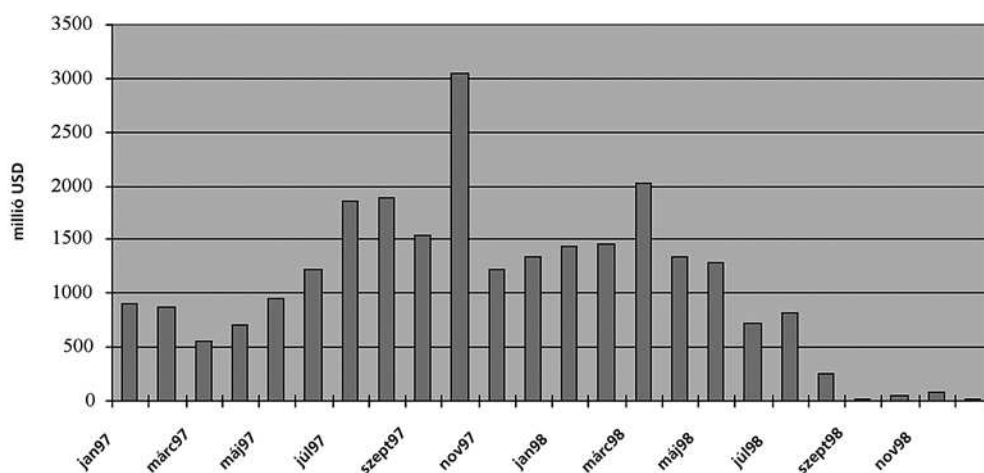
Az orosz részvény piac főbb jellemzői 1997 szeptemberében az alábbiakban foglalhatók össze: A kapitalizáció szintje megközelítette a 150 Mrd dollárt, érzékelhető differenciálódás ment végbe az

értékpapíripiaci szereplők között. (Összehasonlításként: a magyar részvénytőzsde kapitalizációja 1997. szeptember 30-án 3.609,6 Mrd Ft volt.) A piac likviditása nemzetközi összehasonlításban még mindig alacsony volt, a tőzsdén forgó mintegy 300, és a tőzsdén kívül forgó közel 30.000 értékpapír közül alig negyven-ötven számított megfelelően likvidnek, és ezek közül összesen nyolc-kilenc vállalat tartozott a blue chip kategóriába.

1997 októberében a következő vállalati részvények számítottak blue chip-nek: Gazprom, LukOil, EESz Rosszii (központi orosz áramszolgáltató vállalat), Moszenergo, Rosztelekom, Szurgutnyef-

2. ábra

A moszkvai tőzsde forgalma havi bontásban 1997. január - 1998. december



Forrás: Forrás: Réthi Sándor (2000): Gyöngyvirágtól lombhullásig, *Közgazdasági Szemle*, 47. évf./4. sz., 324. o.

tyegaz, Norilszki Nikkel, Tatnyefty, Irkutszkenergo. Ezekre a magas likviditás és az aktív kereskedelmi forgalom, az eladási és vételi árfolyamok közötti csekély különbség (0,1-3%), a kereslet és a kínálat kiegyenlítetttsége volt jellemző. Az adott körbe tartozó vállalatok stratégiai jelentőséggel bírtak a teljes nemzetgazdaság számára.

Az akkori blue chipek közül külön kiemelés érdemel a Gazprom. A vállalat a kapitalizáció szintjét tekintve akkor is és ma is az első helyen állt és áll az orosz cégek között, ugyanakkor a Gazprom részvényeinek piaca komoly sajátossággal bírt: a részvények nem forognak az RTS-rendszerben, csupán a tőzsdén kívüli kereskedelemnek voltak részesei (Fenkner 2002a).

A putyini reformokig szigorú ellenőrzés alatt tartották a részvényforgalmat, amit mindenekelőtt azzal értek el, hogy a másodlagos piacon devizakülföldiek gyakorlatilag nem vásárolhatnak Gazprom részvényt (persze ez nem jelenti azt, hogy ezt, korlátozott mértékben ugyan, de ne tették volna meg strómanokon keresztül). Ez természetesen nem csökkentette a bel- és külföldi befektetők Gazprom iránti érdeklődését, viszont ebből következően a bel- és külföldi részvényárfolyamok között érzékelhető eltérés volt tapasztalható.

A piac akkori információs bezártsága, mindenekelőtt a vállalatok pénzügyi-gazdasági helyzetéről szóló hiteles adatok hiánya még a tőzsdei boom idején sem tette lehetővé, hogy a kisebb befektetők megfelelően eligazodjanak investíciós döntéseik során. 1996-1997-ben a belföldi befektetők a folyamatos növekedési várakozások hatása alatt hozták meg döntéseiket, ami 1998-ban alaposan visszaütött. Az értékpapíripiac 1996-1997-ben rendkívül erősen függött a külföldi tőkétől, és ennek megfelelően a bizonytalan külföldiek által generált árfolyam-ingadozás a vállalati részvényeket fo-

Iyamatosan jellemezte (*Roszkredit 1998*).

Az orosz tőzsde több mint egyeztetendő szárnyalása mögött számos, egymással szorosan összefüggő, rendkívül kedvező körülmény húzódott meg (*Réthi 2000*). 1997 februárjában az IFC (International Finance Corporation) első ízben kapcsolta be Oroszországot az általa számított súlyozott befektetési indexbe (Investable Composite Index), s az ország súlyarányát 2,9%-ban határozta meg (Izraelé 1,8%, Marokkóé 0,5%, Szlovákiáé 0,1%).

1997-ben az orosz gazdaság adatai kedvezően alakultak, az évek óta tartó visszaesés megállni látszott, az infláció dinamikusan csökkent, a makromutatók alakulása bizakodásra adott okot.

1997-ben a „Hetek“ gazdasági mutatói jól alakultak, csökkentek az inflációs várakozások, a Dow Jones index 1997 május-júniusában erőteljesen növekedett, így pl. június 12-én, egyetlen nap alatt 135 ponttal emelkedett. A nyugati befektetők 1997-ben felfedezték maguknak az orosz piacot, s az év szeptemberére mértékadó becslések szerint a részvénytőzsi forgalom 80%-a nagy amerikai és nyugat-európai befektetési alapok megrendelésére történt. Ezt mi sem bizonyítja jobban, mint az, hogy 1997. július, illetve október elején, azt követően, hogy a befektetési alapok zárták az esedékes negyedévet, nyereségük egy részét pótlólagosan a legperspektivikusabb emerging marketekre irányították, s ezek közül az adott időszakban Oroszország tűnt a legreménykeltőbbnek (*Belaja Knyiga 1998*). Az 1. táblázat szemléletesen bizonyítja a külföldiek oroszországi aktivitását:

#### 1. táblázat

*A legaktívabb befektetési társaságok Oroszországban (1997, %)*

Forrás: Kommerszant Rating, 1997. december 26.

A társaság megnevezése	Részarány
CS First Boston	25,5
ING Bank	12,6
Renaissance Capital	11,3
Trojka Dialóg	9,0
Garant (Regent European Securities)	5,5
United City Bank	5,0
ATON	3,2
Alfa-Capital	3,1
Ruszobank	1,8
Brunswick	1,7
Creditanstalt-Grant	1,2
Összes többi	20,1
Összesen	100,0

#### Visszaesés napról-napra – az összeomlás anatómiája

1997. szeptember végén még semmi sem utalt a közeledő viharra, a hongkongi világgazdasági fórumon az IMF és a Világbank szakértői, teljes összhangban az EBRD és a hitelminősítők véleményével 1998-ra 3,5-5%-os gazdasági növekedést prognosztizáltak Oroszországban. Ennek hatására, mint láttuk, a moszkvai értéktőzsde indexe soha nem látott magasságokba emelkedett. A kincstárjegyek átlaghozama ugyanebben az időszakban 20%-ra csökkent, és az orosz elnök kijelentette, hogy az országnak 1999-től kezdve már nem lesz szüksége az IMF készenléti hiteleire (*Mau, 2000*).

1997. október 27-én kitört a távol-keleti valutaválság, a részvényárfolyamok zuhanni kezdtek, alig három hét alatt az RTS-index 570 pontról 350 pont alá csökkent. Alig egy hét alatt az állampapírok átlaghozama 28%-ra nőtt, s elkezdett csökkenni az orosz eurokötvények árfolyama is. Ezzel párhuzamosan novemberben a részvénytőzsde forgalma is jelentősen visszaesett, s 1.183 M USD

értéket ért el. A külföldi befektetők pánikszzerűen kezdték elhagyni az orosz piacot.

A Központi Bank november 11-én a refinanszírozási kamatlábat 21%-ról 28%-ra emelte, ami a későbbi események tükrében messze nem volt elégséges. A monetáris politika irányítói rövid habozást követően végül is úgy döntöttek, hogy nyíltpiaci műveletekkel fogják fenntartani a rubel árfolyamát, illetve megakadályozni az állampapírok hozamának emelkedését.

Ahogy a későbbiekben majd látjuk, ez hibának bizonyult, de némi empátiával a bank vezetőknek motívumai is érthetők: küszöbön állt a rubel denominálása (ami 1998. január 1-jén meg is történt), s a három nullától megszabadított nemzeti valuta értékállóságának megőrzése tekintetében viszonylag széles konszenzus uralkodott.<sup>2</sup>

1997 novemberében a részvénytőzsi szereplők egy teljesen új jelenséggel is szembesültek: a Dow Jones és az RTS-index addigi szoros együttmozgása egyik napról a másikra megtört. 1997. szeptember 23–október 31. között a két index korrelációja még 0,82 volt, novemberben viszont csak 0,12 (Réthi 2000). Ettől az időszaktól kezdve az oroszországi tőzsde eseményeit elsősorban a belső tényezők alakították. Ez természetesen nem jelenti azt, hogy a külső körülményeknek ne lett volna szerepük, ám azok hatása 1997. december – 1998. augusztusa között az orosz gazdaság belső sajátosságai által felerősítve és eltorzítva jelentkezett.

Az ázsiai valutaválság hatására megtorpant a távol-keleti országok gazdasága, ezzel párhuzamosan pedig csökkent ezen országok energiahordozó-, alapanyag- és félkésztermékimport-igénye, ami az orosz gazdaságot tragikusan érintette (*All-Russia... 1998*): az orosz exporton belül az alapanyagok és félkész termékek minimálisan az összkivitel 80%-át adják, ezen belül is az energiahordozók közel 50%-os részaránnyal szerepelnek.

Az orosz költségvetés s a teljes orosz gazdaság szempontjából nem mellékes a fontosabb exportárak alakulása sem.

2. táblázat

*Az orosz exportárak dinamikája (1997-1998, USD/tonna)*

*Forrás: All-Russia Market Research Institute, 1997. I-IV. negyedév, 1998. I-II. negyedévi füzetek, a szerző gyűjtése*

A 2. táblázat jelzi, hogy 1997 IV. negyedévében, amikor az orosz tőzsdén első ízben volt tapasztalható visszaesés, az orosz export számára meghatározó jelentőségű energiahordozók árai – az egyet-

	1997				1998	
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év
Kőolaj	129,8	108,9	112,7	115,6	89,0	80,0
Benzin	173,9	152,8	144,1	159,0	149,2	107,1
Dízelolaj	168,6	146,0	139,8	142,7	106,7	102,5
Fűtőolaj	71,1	72,0	71,1	72,0	52,8	54,8
Földgáz (USD/M m3)		84,4	85,1	80,0	77,8	71,3
	69,2					

len szén kivételével – nemhogy csökkentek, hanem szerény mértékben növekedtek. Az őszi-téli exportár-növekedés azonban valószínűsíthetően jóval alatta maradt az előzetes várakozásoknak. A külföldi befektetők, párhuzamosan az első nagy ázsiai válsággal rádöbbenek, hogy az orosz gazdaság sokkal sebezhetőbb, mint azt korábban hitték.

Ahhoz, hogy érzékeltessük, a nyersanyagárak alacsony szintje hogyan hatott a vállalati gazdálkodásra, bevezetjük az *exporthatékonyság* fogalmát. Az exporthatékonyságot a FOB paritáson figye-

<sup>2</sup> Nem feledhetjük, hogy 1947-1998 között az orosz társadalom három teljes körű és több részleges pénzcserét is megélt, ezért a pénz értékállóságának megőrzése a gazdasági stabilitás szimbólumává emelkedett.

lembe vett, az OF Központi Bank hivatalos árfolyamán rubelbe konvertált exportár, valamint a szállítási és más költségekkel megnövelt belföldi nagykereskedői ár (ÁFA és fogyasztási adó nélkül) %-ában adjuk meg.

3. táblázat

Az orosz export hatékonysága (1997-1998, %)

Forrás: All-Russia Market Research Institute, 1997, I-IV. negyedév, 1998, I-II. negyedévi füzetek, a szerző gyűjtése

Megjegyzés: A táblázatban a 100% azt jelenti, hogy az export és a belföldi értékesítés hatékonysága megegyezik.

	1997				1998	
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év
Kőolaj	197	170	172	172	145	129
Benzin	51	54	49	54	51	38
Dízelolaj	72	58	52	57	40	40
Fűtőolaj	102	80	90	96	62	66
Földgáz	203	207	193	191	182	179
Szén	136	117	114	105	100	91

A 3. táblázat mutatja, hogy az export hatékonysága valamennyi meghatározó energiahordozó esetében jelentősen romlott, de a legdrámaibb zuhanás értelemszerűen a tőzsdén is nagy szerepet játszó kőolajexportőr cégeknél következett be.

1997 decemberében a kedvezőtlen tendencia időlegesen megfordult. A nyugat-európai és az amerikai piacok lassan megnyugodtak (a Dow Jones-index november 28 – december 4. között 255 ponttal emelkedett), december 3-án Csernomirgin miniszterelnök kijelentette, hogy a kormány és a Központi Bank „teljességgel kézben tartja az orosz pénz- és értékpiacon helyzet alakulását” (Réthi 2000). A külföldi befektetési alapok az első pánik elmúltával ismét elkezdték növelni vásárlásaikat, részben a szokásos év végi zárás keretében, részben pedig megkísérelték alacsonyabb áron visszavásárolni a drágábban eladott orosz vállalati részvényeket is. Ennek eredményeként 1998. január elejére az RTS-index ismét 400 pont fölé emelkedett.

Az igazi bajok azonban csak ezután kezdődtek. A Standard & Poor's 1997 decemberében Oroszország hitelbesorolásának romlását prognosztizálta. 1998 januárjában az OPEC-tagországok átlagosan 10%-kal növelték kőolaj-kitermelési kvótáikat. 1998. január 1-én, az eredeti terveknek megfelelően, három nulla levágásával megtörtént a rubel denominálása, s ezt követően a kormány deklarálta, hogy minden eszközzel igyekszik fenntartani az 1 USD = kb. 6 Rbl-es árfolyamot – a későbbiekben ez végzetesnek bizonyult.

1998. január első napjaiban olyan hírek láttak napvilágot az orosz sajtóban, hogy a külföldi befektetési alapok év végi vásárlásai nemcsak az 1997. szeptemberi, illetve júniusi mértéktől, hanem az azokhoz képest lecsökkent várakozásoktól is elmaradtak. Január első felében az orosz tömegtájékoztatási eszközök bő terjedelemben foglalkoztak az orosz adókérdés soron lévő tervezetével, amely az értékpapír-műveleteket is új adókkal sújtotta volna (Mau 1999).

Január 23-án a brit sajtóban több cikk is a frissen denominált rubel elkerülhetetlen leértékeléséről adott hírt, ugyanezen a napon, január 23-án a kőolaj világpiaci ára az azt megelőző 45 hónap legalacsonyabb szintjére esett vissza. Mindezek hatására valóságos pánik tört ki a tőzsdén, s még aznap az RTS-index 300 pont alá esett.

Válaszlépésként az OF Központi Bank január 30-án 36-ról 42%-ra emelte a refinanszírozási kamatlábát. Ennek hatására a részvényárfolyamok előbb stabilizálódtak, majd növekedésnek indultak, míg az állampapírok hozama valamelyest visszaesett.

Ezzel szinte egyidejűleg február 3-án a Moody's, február 12-én pedig a Fitch IBCA jelezte, hogy rontani készül a hosszú lejáratú orosz államkötvények minősítését. A helyzet bizonytalan voltát mutatja, hogy a Thomson Bank Watch viszont február 6-án megerősítette Oroszország B+ besorolását, február 17-én pedig az előzetes terveknek megfelelően megkezdődött a Rosztelekom részvényeinek kereskedelme a New Yorki Tőzsdén, s szintén terv szerint, február 20-án az IMF igazgató tanácsa a soron lévő stand-by hitelrészlet átutalása mellett döntött. Az OF Központi Bank, reagálva a „kedvező fejleményekre“, a refinanszírozási kamatlábat február 13-án 42%-ról 39%-ra, majd február 27-én 36%-ra csökkentette. Az Állami Duma március 4-én negyedik olvasatban véglegesen jóváhagyta az 1998. évi költségvetést.

A tőzsdei árfolyamok lassan emelkedtek, amihez hozzájárult, hogy a Fitch IBCA elemzői „meg gondolták magukat“, s megerősítették Oroszország BB+ besorolását. A növekedési várakozásokat némiképp beárnyékolta, hogy a posztszovjet térség iránt nagyobb fenntartásokkal viseltető Moody's március 11-én az ország hitelminősítését Ba2-ről Ba3-ra rontotta. Március 20-án bejelentették a Rosznyefty részvényeinek árverésen történő értékesítését, ami szintén stabilizálólag hatott a piacra. Február végétől március 23-ig a Dow Jones-index és az RTS-index ismét együtt mozgott.

1998. március 23-án a tőzsdei hangulat- és árfolyamhullámzásra valószínűleg érzéketlen és a helyzet súlyosságát láthatólag alábecsülő Jelcin felmentette a már több mint öt éve hivatalban lévő Csernomirgin-kormányt. A Kirijenkó-kormány hivatalba lépéséig terjedő egyhónapos interregnum alatt a tőzsdei árfolyamok kisebb kilengésekkel stagnáltak. A meggyőződéses „monetaristaként“ ismert ifjú kormányfő hivatalba lépését követően rövid néhány napos növekedés kezdődött, amit megtört az 1998. április végén kirobbant indonéz válság.

A májusi munkaszüneti napokat követően olyan esés kezdődött a tőzsdén, amit már nem lehetett megállítani. Május 8-án felügyeleti biztost neveztek ki az egyik legnagyobb orosz magánbank, a Tokobank élére, ezzel szinte párhuzamosan az OF Állami Duma sikerrel leküzdötte az elnöki vétőt, s törvényt fogadott el, amelyben 25%-ban korlátozta a legnagyobb orosz áramszolgáltató, az 1996 II. félév – 1997. év tőzsdei sikervállalatának, az EESZ Roszsiinak külföldi tulajdonhányadát. Az orosz és a nyugati szaksajtó egybehangzó vélekedése szerint a külföldiek tulajdonhányada a cégben 1998 májusában jóval meghaladta a 25%-ot, s félve a következményektől, azonnal pánik-szerű eladások kezdődtek (*Réthy 1998*).

Május 26-án a kormány közleményben jelentette be, hogy az alacsony árfolyamok miatt elhagyja a Rosznyefty részvényeinek értékesítését, ami egyrészt a költségvetés számára minimum 2 milliárd USD-kiesést jelentett, másrészt pedig rossz jel volt a befektetők számára. Az RTS-index zuhanni kezdett, s hosszú hónapok után először, május 27-én 200 pont alá esett (RTS index = 187,23).

Ezzel párhuzamosan mind a Moody's, mind a Fitch IBCA rontotta az orosz bankok hitelbesorolását, s végül a sokáig kitartó Standard & Poor's június 9-én BB-ről B+-ra mérsékelte a rövidlejáratú államadósságok besorolását. Május-június folyamán valamennyi orosz blue chip besorolása BB-ről szintén B+-ra változott.

Addig, amíg 1998 első hónapjaiban a makrogazdasági mutatók szerény mértékű javulása folytatódott, március-áprilistól kezdve a romló pénzügyi helyzet hatása már jelentkezett a reálgazdaságban is. A kőolajipari cégek helyzetének megrendülésével drámai módon lecsökkent a költségvetés adóbevétele. Ezt érzékelteti a 4. táblázat.

A helyzet drámai romlását érzékelve a kormány május 29-én közleményt jelentetett meg, amelyben ígéretet tett a pénzpiac azonnali stabilizálására, illetve a költségvetési és az adópolitika haladéktalan szigorítására. Ezzel egyidejűleg A. Csubajsz elnöki megbízotti minőségben Washingtonban tárgyalt egy 20-25 milliárd USD összértékű stabilizációs hitel megszervezéséről. A kedvező hírek valamelyest megnyugtatták a piacot, s a kincstárjegyek átlaghozama előbb 50%-ra, majd a hónap közepén 46%-ra csökkent.



Az orosz kormány viszonylag kedvezőnek értékelve a pillanatot – a korábbi terveket nem módosítva – június 10-én előbb egy 1,25 milliárd USD értékű, majd június 24-én 2,5 milliárd értékű eurokötvényt bocsátott ki. Az első kibocsátás kamatfelára 11,75% volt, a másodiké pedig már 12,75%. A magas kamatfelár negatívan hatott a már forgalomban lévő korábbi kibocsátású eurokötvények árfolyamaira is.

4. táblázat

*Kőolajexportőrök adóbefizetései (1998. január-június, M USD)*

*Forrás: Novoje Vremja, 1998. 52. szám*

	Tervezett adóbefizetés	Tényleges adóbefizetés	
LukOil	672	24,3	
Szidanko	740	2,2	
Onako	215	0,5	
Szlavnyefty	341	3,8	

Június 23-án az IMF Igazgató Tanácsa 670 millió USD értékű, esedékes készletli hitelrészlet odaítéléséről döntött. Eközben pedig a Kirijenkó-kormány befejezte a válságellenes intézkedéscsomag fontosabb elemeinek kidolgozását (*Mau 2000*):

- a gáz- és villamosenergia árképzési rendszerének korszerűsítése;
- adóreform (az ÁFA-elszámolás szigorítása, lineáris SzJA-skála, nyereségadó-csökkentés, jövedékiadó-növelés stb.);
- nagy állami vállalatok részvénycsomagjainak értékesítése.

1998 júliusában a részenként betervezett válságkezelő programot a Duma elutasította. Ennek hatására az Oroszországnak nyújtandó stabilizációs hitel első részlete 5,6 millió dollárról 4,6 millió dollárra csökkent, viszont az erről szóló döntés július 21-én megszületett, s rövid néhány nap alatt az addigra már 120%-ot is meghaladó állampapírhozamok 45%-ra csökkentek.

A Központi Bank a pénzt a megrendült kereskedelmi bankok helyzetének stabilizálására, így többek között már lejárt vagy a hamarosan lejáró követeléseik kiegyenlítésére adta. Az eredeti céllal ellentétes módon azonban a bankok jelentős része a pénzen dollárt vásárolt, s azt általában külföldre menekítette (*All-Russia... 1998*). Az IMF-hitel tehát nem elég, hogy nem érte el a célját, hanem azzal épp ellentétes volt, mivel ahelyett, hogy megerősítette volna a gazdaság helyzetét, továbbrontotta a költségvetés pozícióit.

A megnyugvás csak rövid ideig tartott, néhány napos politikai bizonytalanságot követően véglegessé vált, hogy a Duma módosított formájában sem fogja elfogadni a stabilizációs csomagot. Tovább folytatódott az RTS-index csökkenése, az egyre nehezebb helyzetbe kerülő bankok szabadulni próbáltak a portfóliójukban lévő kincstárjegyeiktől, a rubel árfolyamának fenntartása érdekében folytatódott a nyíltpiaci intervenció, ismét napról-napra nőtt az állampapírok hozama, augusztus elején újlag meghaladta a 100%-ot, a hónap közepére már 200% körül volt, a helyzet egyre kritikusabbá vált.

A befektetők azonban már nem a részvénypiacról kivont pénzek kötvénypiacon történő felhasználásával, hanem az investíciók kivonásával válaszoltak. A bizalom teljesen elveszett, s már semmilyen kamatigérvények nem tudták a befektetőket visszatéríteni. A helyzet tarthatatlanná vált, a keményvaluta-bevételek alacsony szinten mozogtak, a valutataralékok kimerültek, a külföldi befektetők bizalma megrendült, a kincstárjegyek hatalmas kamatigérvényeinek beváltási határideje egyre közeledett, a rubel védelméhez elfogytak az eszközök.

A nyílt válságkezelés elkerülhetetlenné vált, a kormány ennek tervét 1998. augusztus 15-16-án egyeztetette az IMF-el. Az augusztus 17-én bejelentett intézkedések három elemet tartalmaztak:

- lebegő rubelárfolyam bevezetése, amely 1998 végéig 1 USD = 9 Rbl árfolyammal számolt;
- három hónapos moratórium az orosz bankok küladósságainak törlesztésére;
- a kincstárjegy követelések kötelező átstrukturálása.

Az oroszországi „Bokros-csomag“ azonban, amilyen gyengén és kapkodva volt előkészítve, olyan következetlenül lett bevezetve. Az intézkedések nem érték el a céljukat, mind az orosz, mind a nemzetközi piac a nyílt válságkezelő programra negatívan reagált. Mindhárom válságkezelő elem tovább destabilizálta a piacot, ahelyett hogy hozzájárult volna annak megnyugtatóhoz.

Rövid néhány nap alatt nyilvánvalóvá vált, hogy a 9 Rbl/USD árfolyam irreális, hiányoznak az eszközök ennek fenntartásához, a moratóriumot a piac egyértelmű default-ként értékeli, a kincstárjegyek átstrukturálási programját pedig csak augusztus 20-a után hirdették meg.

A tőzsdei árfolyam azonnal zuhanni kezdett, rövid néhány nap alatt visszaesett, előbb az 1996. évi, majd az 1995. évi szintre, előbb 100 pont alá, majd 60 pont környékére süllyedt, s a forgalom minimálisra csökkent. A Kirijenkó-kormány augusztus 23-án lemondott.

Az augusztusi 244 M USD-s forgalom után szeptemberre alig 28 M USD, míg októberben 45 M USD értékű részvény cserélt gazdát az orosz tőzsdén.

#### A válság utáni szakasz főbb jellemzői

Az 1998. őszi helyzetet hűen jellemzi, hogy 1998. szeptember – 1999. január között, tehát öt hónap alatt az orosz részvénytőzsdén összesített forgalma nem sokkal haladta meg a 200 M USD-t. Október hónapban az RTS-index történelmi mélypontot produkálva alig 42 pontos szintre zuhant. Az 1998. évet 59,4 pontos értéken fejezte be, ami alacsonyabb, mint az 1995. évi induláskori érték.

1999-ben azonban az RTS-index január-augusztus között folyamatosan nőtt, s az emelkedést tekintve a moszkvai értéktőzsde ismét a világ élvonalába került. Ezt az alábbi adatok bizonyítják:

5. táblázat

Néhány értéktőzsde-árfolyam emelkedése (1999. január-június, %)

Forrás: *The Outlook for the Russian Market 1999-2000*, Alfa Bank, Moszkva, 4. o.

	Árfolyam-emelkedés
Oroszország	72,7
Dél-Korea	56,1
Brazília	46,7
Görögország	44,8
Mexikó	40,0
Japán	30,0
Hong Kong	28,5
Lengyelország	25,5
Izrael	22,4
USA	19,5
Csehország	19,1
Egyesült Királyság	6,2
Magyarország	2,8

A hatalmas árfolyam-emelkedés azonban egyáltalán nem jelentette a „régis szép idők“ visszatértét. Bár a forgalom volumene jelentős mértékben megnőtt 1999. február–november között, az 1997. évi csúcserőtelmesen alig egyharmadát tudta csak megközelíteni, ami napi 15–20 M USD-t jelent, s ez a Budapesti Értéktőzsde akkori átlagos forgalmánál lényegesen alacsonyabb volt.

1999 augusztusáig úgy tűnt, hogy függetlenül a külföldi állampapír-tulajdonosokkal történő tárgyalások nem éppen civilizált vitelétől, mind a bel-, mind a külföldi befektetők bizalma lassan-las-

san visszatért, s az orosz értékpapírpiacon újabb komoly fellendülés előtt áll. A kedvező fejleményeket alig érintette a NATO koszovói szerepvállalása kapcsán kiéleződött nyugati-orosz ellentét.

Az 1999. őszi moszkvai robbantások, majd az azt követően elindított második csecsenföldi hadjárat nagyban hűtötte a pozitív várakozásokat. Az összképen nem változtat az sem, hogy néhány hetes visszaesés-stagnálás után az RTS-index ismét növekedésnek indult, s 1999 novemberében stabilan 100 pont fölötti értéket mutatott, majd a centrista erők decemberi győzelmét, illetve Jelcin elnök szilveszteri lemondását követően 2000 januárjában az index megközelítette a 200 pontot, s 2000 első félévében végig ez az érték körül ingadozott.

Ez az 1998. májusi helyzetnek felelt meg, tehát még a nagyarányú növekedés ellenére is több mint 60%-kal elmaradt az 1997. októberi csúcstól.

Az 1998. évi válság után kialakult bizonytalan helyzet a részvénytőzsdén az értékelésében a tartalmi mellett technikai problémákat is okozott. Addig, amíg 1998 nyaráig a blue chippek körének tekintetében (az egyetlen Gazprom kivételével, lásd: fenn) szinte teljes konszenzus uralkodott, 1998 augusztusát követően, amikor szinte alig lehetett összefüggést találni az egyes vállalatok teljesítménye, az ipari termelés szintje, a makrogazdasági szituáció, illetve az egyes részvényárfolyamok alakulása között, erőteljesen megoszlott az orosz részvénytőzsdén szereplőnek véleménye arról, hogy valójában mi is tekinthető blue chip kategóriának (Fenkner 2002a).

Éppen ezért a fentiekből kiindulva 1999 közepére kialakult egy konszenzushoz közeli álláspont, amely szerint a részvénytőzsdén az alakulását a blue chippek helyett inkább a tőzsdén forgó vállalatok az „iparági index” alapján értékelik. Az 1999–2001. évi részvénytőzsdén zajló folyamatok értékelésénél mi is ezt az összevont mutatót használjuk (természetesen a következő alponthan a 2001 végi 2002 eleji helyzetnek megfelelően a teljesség érdekében megkísérlünk rövid áttekintést adni a leginkább „forgó” tőzsdén nagyvállalatokról is).

1999-ben az egyes iparágak tőzsdén dinamikája az alábbiak szerint alakult:

6. táblázat

Nemzetgazdasági ágak tőzsdén dinamikája  
(az RTS-index változása, 1999.01.01. – 12.31., %)

Forrás: Fenkner, J. szerk. (2002): 2002, Bisztree, Vise, Szilnee,

	Változás
Mobil szolgáltatók	379
Kohászat	369
Bankok	253
Kőolaj- és földgázipar	202
Elektroenergetika	192
Élelmiszeripar	25
Gépgyártás	20
Telekommunikáció	-60
Közlekedés	-99

Moszkva, Troika Dialog kiadvány, 13. o.

A fenti táblázat csak részben tükrözi a reálgazdaság valós folyamatait. Az egyetlen adekvát tényezőnek a mobilszolgáltatók áremelkedése (ebben az évben válik tömegessé a mobiltelefon használata az országban) és a telekommunikáció zuhanása (világjelenség) tekinthető, a többi részvénycsoport árváltozása inkább korrekciós jellegű.

A 2000. évi részvénytőzsdén zajló folyamatokra mind a mai napig nem lehet teljesen logikus magyarázatot adni. Az RTS-index az év eleji 177 pont után az év első felében 200 pontra emelkedett, majd az év végére 143 pontra, azaz közel 20%-kal csökkent.

2000-ben a politikai helyzet jelentősen megszilárdult, a makrogazdasági szituáció javult, a kőolaj világpiacon kedvezően alakult, ennek ellenére az összevont tőzsdéindex jelentősen mérséklődött.

lódott. Megkísérlünk néhány olyan tényezőt felsorolni, amelyet megítélésünk szerint, ha nem is magyarázzák teljesen ezt a meglehetősen szokatlan jelenséget, mégis nyújtanak némi eligazítást.

Értékelésünk szerint az orosz értékpapíri piac 1995-2000 között, az infrastruktúra kiépülése, a nemzetközi szabályok meghonosodása, a nagyarányú fellendülés stb. ellenére kialakulása kezdeti fázisában járt. A piacon sokáig domináló külföldi befektetők két egymásnak homlokegyenest elmentmondó tendencia hatása alatt hozták meg döntéseiket: az általánosan elfogadott vélemény szerint az orosz részvények rendkívüli módon alulértékeltek, ezért „szinte mindegy, mit vásárolunk, potenciálisan nem dönthetünk rosszul”; ezzel szemben olyan nagyfokú a politikai bizonytalanság, hogy a legstabilabb vállalat részvényeinek megvásárlásakor is óriási kockázatot vállalunk (*Roszkredit 1998*).

A fentiek azt eredményezték, hogy a jelzett időszakban az orosz részvénytőzsi piac olyan ingáshoz volt hasonlítható, amely, bár csökkenő mértékű, végig óriási kilengéseket produkál. Az 1996-1997-es feljutást 1998-ban hatalmas visszaesés követte, majd a helyzet megszilárdulásával 1999-2000 első félévében újabb fellendülés következett be.

2000 II. félévében részben bel-, részben külpiazi jelenségek hatására általános árfolyamcsökkenés történt, ami értékelésünk szerint a szilárd piacokra nem jellemző mértékű korrekciónak, az inga ellenirányú kilengésének felel meg.

Egy példával kívánjuk illusztrálni az előzőekben leírtakat. Az elmúlt hat-hét évben az orosz piaci befektetések között, értékelésünk szerint teljesen természetes módon a spekulatív célú investíciók voltak többségben. 2000 tavaszán az elnökválasztási kampány idején jelentős volumenű spekulatív részvényvásárlás történt, ami felhajtotta az árfolyamok értékét (az RTS-index 2000 márciusában 35,7%-kal emelkedett). Putyin elnök elsőfordulós győzelme lehűtötte a várakozásokat, az ilyen célú befektetők érdeklődése lecsökkent, 2001. áprilisában-júniusában nagyarányú korrekció történt (április -2,2%, május -16,2%, június -9,9%).

Az 1999. évi nagyarányú árfolyam-emelkedés alacsony forgalom mellett történt (2,33 Mrd USD az RTS rendszerben), ami nagy teret adott a spekulációnak. Bár a 2000. évi forgalom (5,57 Mrd USD) szintén nem mérhető össze az 1997. évivel (14,0 Mrd USD) mégis valószínűsíthetően sokkal inkább tükrözi a reális tőzsdei várakozásokat, mint az 1998. évi kizárólag spekulatív jellegű üzletek.

7. táblázat

*Nemzetgazdasági ágak tőzsdei dinamikája  
(az RTS-index változása, 1999.01.01. – 12.31., %)*

*Forrás: Fenkner, J. szerk. (2002): 2002, Bisztree, Vise, Szilnee,  
Moszkva, Troika Dialog kiadvány, 14. o.*

	Változás
Közlekedés	45
Kohászat	15
Gépgyártás	14
Mobilszolgáltatók	4
Élelmiszeripar	1
Kőolaj- és földgázipar	-12
Telekommunikáció	-29
Elektroenergetika	-37
Bankok	-45

S végül, de nem utolsó sorban 2000 nyarán-őszén a kőolaj világpiaci ára jelentős hullámzást követően meghaladta a 37 USD/hordó szintet, majd az év végére ismételt ingadozások után csökkenni kezdett. Paradox módon egyik sem kedvezett a tőzsdeindexnek: a túlzottan magas olajár veszélyez-

teti a nem kőolaj- és földgáz-termékeket exportáló orosz iparágak versenypozícióit, míg a csökkenő olajár azokban kelt kételyeket, akik az orosz gazdaság szilárdságát ehhez a paraméterhez kötik.

A fenti folyamatok eredményeként 2000-ben az egyes iparágak összevont részvénytulajdonosi alakulása a 7. táblázatban látható.

*Az összevont indexek korrekciós jellege teljesen nyilvánvaló, az 1999-ben legnagyobb veszteséget elkönyvelt közlekedési ágazat vállalatai szerepeltek a legjobban, míg az 1999-ben legjobb teljesítményt nyújtó elektro-energetikai cégek a leginkább visszaesők között találhatók. Ismételten a telekommunikációs vállalatok szereplése tükrözi legjobban a világtrendet, mivel a visszaesés, hasonlóan a nemzetközi tendenciákhoz, az orosz vállalatokat sem kerülte el.*

2001-ben alapvető és értékelésünk szerint pozitív változás következett be az orosz részvénytulajdonosi piacon is. Az RTS-index 82,3%-kal nőtt az év során, ami több szempontból is igen figyelemre méltó:

- Eltérően 1999-2000-tól, az index növekedése nyilvánvalóan összhangban van a gazdaság egészének fejlődésével, a politikai stabilitás növekedésével, valamint a reális fejlődési várakozásokkal. Ezt a következő táblázat, illetve a 2002. év hasonló tendenciái igazolják.
- 2001 végén az RTS-index megközelítette, majd 2002 tavaszán átlépte a 300 pontos küszöböt, ami a válságot megelőző időszak szintjéhez közeli érték.
- A nemzetközi piacok hatása nagymértékben csökkent, ami azért tekinthető természetes dolognak, mert az orosz részvénytulajdonosi piac a válságot követően még 2001-ben is az utolérés szakaszában volt.
- „Megmozdultak” a második vonal vállalatai is, azaz a likvidnek tekinthető cégek száma 45-50-re nőtt (1997: 75-80; 2000: 20-25), s ezen belül is fokozott érdeklődés nyilvánult meg a regionális hírközlési és energetikai cégek iránt.
- Fokozatosan nőtt a tőzsde napi forgalma is. Az átlagos forgalom meghaladta a 40 milliárd USD-t, s számos esetben elérte a napi 50 milliárd USD értéket is.

A tőzsdei elemzők egybehangzó értékelése szerint a kedvező, mind a mai napig tartó folyamatban a gazdasági és a politikai tényezők egyformán fontos szerepet játszanak. A javuló makromutatók mellett az orosz üzleti világ növekvő transzparenciája, illetve a szeptember 11-e után kialakult bizalmi légkör Oroszország és a nyugati világ között mind-mind a részvénytulajdonosi megszilárdulását, az árfolyamok emelkedését eredményezte. Ezt bizonyítják a következő adatok is:

8. táblázat

*Nemzetgazdasági ágak tőzsdei dinamikája  
(az RTS-index változása, 1999.01.01. – 12.31., %)*

*Forrás: Fenkner, J. szerk. (2002): 2002, Bistree, Vise, Szilnee, Moszkva, Troika Dialog kiadvány, 15. o.*

A 8. táblázat adatai és a reálgazdaságról szóló fejezet következtetései között sokkal szorosabb összefüggés áll fenn, mint ez 1999–2000-ben megfigyelhető volt.

	Változások
Bankok	200
Gépipar	171
Kohászat	120
Élelmiszeripar	106
Elektroenergetika	86
Kőolaj- és földgázipar	78
Közlekedés	74
Mobil szolgáltatók	54
Telekommunikáció	5

Követelést megtestesítő értékpapírok piaca

Bár a Szovjetunió mind a második világháborút megelőzően, mind pedig azt követően bocsátott ki devizakötvényeket, amelyeket óriási többségében rendben és időben törlesztett, igazi kötvénypiacról értelemszerűen egészen a '90-es évek közepéig nem beszélhettünk (Wert 1996). A modern kötvénypiac megteremtésének kezdete 1993-ra tehető, amikor is az OF Pénzügyminisztériuma első ízben bocsátott ki három hónapos kincstárjegyeket. Az első tapasztalatok értékelését követően 1994-ben már kincstárjegyek kibocsátásával fedezték a költségvetési hiány 10%-át. Szintén 1994-ben jelentek meg a belpiaci devizakötvények (OVVZ), amelyekkel a Vnyesekonombank 1991. decemberi csődjét követően megkárosodott devizabelföldi vállalkozások követeléseit elégítette ki. Az OVVZ segítségével strukturálta át az orosz állam a cégekkel szemben fennálló, a bankban beragadt vállalati devizaköveteléseket.

### Rubelben jegyzett kötvények

Az állampapírpia legfontosabb jellemzőit az 1993-1997-es időszakra a 9. táblázat tartalmazza:

9. táblázat

#### Az állampapírpia főbb jellemzői (1993-1997)

Forrás: Kommerszant Rating 1997. szeptember 2., Réthi Sándor (1997): *Hogyan tovább orosz értékpapírpia?*, Világgazdaság, 1997. október 31., Roszsijszkij Kredit Bank (1998): *Russia's Equities Market: 1997 Annual Report*, banki kiadvány, Moszkva

A válság előtti időszakban a piacon legfontosabb jellemzői közül a következők emelhetők ki:

- 1995-től kezdve az orosz kormány egyre gyakrabban fedezte a költségvetési hiányt a nyílt piacon bevont forrásokból, ezért a kötvénykibocsátások üteme egyre fokozódott.
- A kormány törekvéseivel összhangban a Pénzügyminisztériumnak sikerült elérni a kötvények

	1993	1994	1995	1996	1997	
3 hónapos kincstárjegyek részaránya, %	95,6	81,1	69,0	20,3	30,7	
6 hónapos kincstárjegyek részaránya, %	4,4	18,9	24,3	71,7	57,3	
Más állampapírok részaránya, %		0,0	0,0	6,8	8,0	12,0
Az állampapírpia bevont források, billió Rbl	0,2	17,2	136,1	400,7	394,8	
A kincstárjegyek év végi hozama, %	330,0	1500,0	320,0	45,0	26,0	
Éves infláció, %	900,0	430,0	126,3	22,3	12,0	

lejárati időszakának fokozatos növelését.

- 1997-ben a kincstárjegyek (GKO) mellett már egyre nagyobb számban megjelentek a középtávú államkötvények (OFZ) is.
- 1996-tól kezdve korlátozásokkal már devizakülföldiek is vásárolhattak belpiaci államkötvényeket. A korlátozásokat később csökkentették, majd 1998. január 1-jén feloldották (Réthi 1997).

Az 1998. évi válságot követően, 1999-ben a rubelben jegyzett államkötvénypiacon fokozatosan magához tért, ennek első jeleként már január végén megjelentek a piacon a korábban befagyasztott kötvények helyébe lépő új papírok (Fenkner 2002b). Az év során végig érvényben volt az OF Központi Bank korlátozása, amelynek megfelelően a rubelkötvények jövedelmezősége nem léphette túl a 110-120%-ot (a refinanszírozási kamatláb kétszeresét). 1999-ben a kötvények jövedelmezősége 60-90% között mozgott. Az átlagos havi forgalom a másodlagos piacon 15 Mrd rubel körül alakult, ami alig 15-25%-a a válság előtti szintnek. 1999. decemberében, a válság után első ízben az OF Pénzügyminisztériuma 12,5 Mrd rubel mértékben új kincstárjegyeket helyezett el a piacon.

2000-ben a rubelkötvénypiacon az év első felében a jövedelmezőség 50-55%-ról 20-25%-ra csökkent, ugyanakkor a másodlagos piacon forgalma alig változott, sőt inkább mérséklődött 1999-hez képest (a forgalom havi átlaga valamivel 15 Mrd rubel alatt maradt).

2000 második felében a jövedelmezőség 20% körül stabilizálódott, a heti forgalom szintje 4-5

Mrd rubelre emelkedett. 2000-ben a Pénzügyminisztérium hét új, 3-7 havi lejáratú kincstárjegy-sorozatot helyezett el a piacon, összesen 19,5 Mrd rubel értékben.

2001-ben fokozatosan csökkent a kötvények jövedelmezősége, év végére ez a mutató 14-15% körül alakult, de zsugorodott a heti forgalom is (2-2,5 Mrd rubel). 2001-ben a Pénzügyminisztérium összesen 18 rubelkötvény sorozatot bocsátott ki, mintegy 45 Mrd USD értékben. A kibocsátás-kori árveréseken az átlagos jövedelmezőségi szint 15,81% volt.

#### Devizakötvények (eurokötvények és belföldi devizakötvények)

1996 őszén, kihasználva a javuló politikai helyzetet és a pénzügyi stabilizáció első eredményeit, az orosz kormányzat eurokötvények kibocsátásába kezdett. 1996 őszétől 1998 augusztusáig összesen mintegy 16 Mrd USD értékben helyeztek el a piacon 3-30 év lejáratú eurokötvényeket. Ugyanebben az időszakban kezdődött el a regionális eurokötvények kibocsátása is (*Fenkner 2002b*).

A válság után, 1999-ben a devizakötvények piacán négy jól elkülöníthető szakasz figyelhető meg. Január-április folyamán az árak rendkívül alacsony szinten, 5-7%-on stabilizálódtak; május-júniusban a kötvények ára 15-17%-ra emelkedett; november közepéig lassú csökkenés mellett ez a szint stabilizálódott, majd 2000 végéig újabb növekedési szakasz volt megfigyelhető. 1999-ben jótékonyan hatott a piacra az, hogy a megelőző év decemberében, illetve az adott év januárjában a kormány rendben teljesítette az eurokötvények kamataival kapcsolatos fizetési kötelezettségeit (*Mau 2001*).

Az adott piaci szegmensben 1999-ben egyetlen komoly negatív esemény történt: a kormány jelezte, hogy nem fogja kifizetni az OVVZ3 kötvényt, amely 1999 májusában járt le (ez egyértelműen a volt szovjet adósság kategóriájába tartozik), ami valamelyest destabilizálta a piacot. A devizakötvények év végi áremelkedését a megszilárdulni látszó belpolitikai helyzet, V. Putyin miniszterelnöki kinevezése, továbbá a javuló gazdasági mutatók magyarázzák.

2000-ben mind a politikai, mind a gazdasági események kedvező hatással voltak a devizakötvény-piac alakulására. Ennek eredményeként már 2000. januárjában az OVVZ átlagos jövedelmezősége visszatért a válság előtti szintre (17-40% kötvények fajtáitól függően). 2000 februárjában Oroszország megállapodott a Londoni Klubbal az adósság átütendezéséről, amelynek megfelelően az orosz Pénzügyminisztérium 2000 második-harmadik negyedévében 21,1 Mrd USD értékű eurokötvényt bocsátott ki. Az év folyamán az orosz devizakötvények árfolyama többször is erőteljesen emelkedett, illetve jelentős korrekcióknak volt kitéve. Végeredményében azonban megállapítható, hogy valamennyi kötvény esetében számottevő áremelkedés következett be. Az eurokötvények jövedelmezősége 22-25% körül, míg a leginkább bizonytalanak ítélt OVVZ4 kötvényé 60% körül alakult.

2001-ben tovább folytatódtak, sőt felerősödtek a 2000. évi tendenciák. Így például a 2003. évi lejáratú eurokötvények jövedelmezősége 15,5%-ról 6,5%-ra, míg az előbb említett OVVZ4 devizakötvény jövedelmezősége 20-25%-ra csökkent. Összességében az orosz devizakötvények ára történelmi maximumot ért el.

Az árnövekedést számos egymással összefüggő tényező (*Mau 2002*) idézte elő:

- A gyors árfolyamváltozás jelzi, hogy elhalasztott kereslettel állunk szemben. A nagy befektetők nem voltak biztosak benne, hogy a 2000. évi jó adatok tartósak maradnak-e, amikor ebben hinni kezdtek, azonnal növelték vásárlásaikat.
- Argentínában erősödött a pénzügyi válság, s az ottani piacokról a befektetők átcsoportosították eszközeik egy részét Oroszországba.
- A viszonylag magas kőolajárak az év folyamán végig garantálták a gazdasági helyzet stabilitását, amit a nemzetközi hitelminősítők is megerősítettek.
- 2001 végén jelentősen javultak a politikai kapcsolatok az USA és Oroszország között.

- 2001. november 27-én rendben megtörtént az első eurokötvények visszaváltása.

Az egyes kötvényszerűségekről részletesebben

A *kincstárjegyek (GKO)* és a *szövetségi államkötvények (OFZ)* az orosz kötvénypiac emblemikus papírjainak tekinthetők. Az értékpapírpia adott szegmense, hasonlóan más kelet-európai országokhoz, mindenképp azért alakult ki, mert akárcsak a civilizált államok többségében, Oroszországban a kormány a költségvetési hiány finanszírozásához szükséges összegeket a nyílt pénzpiacon szerzi meg.

Oroszországban, ahogy az előzőekben láttuk, ezt a feladatot nagyrészt a GKO-OFZ-vel, kisebb részt pedig az eurokötvényekkel oldották meg. Az ennek kapcsán elkövetett hibákról jelen anyag más részeiben már írtunk, így csupán annyit kívánunk megjegyezni, hogy az adott kötvényszerűség 1999-2001 közötti története jól jelzi a lezajlott változások irányát.

Az orosz kormányának a jelzett időszakban az adott állampapírral kapcsolatban két feladatot kellett megoldani: az 1998 augusztusában beragadt kötvények átstrukturálását, illetve új állampapírpia kialakítását és megvalósítását.

Az *átstrukturálás* részletes leírása meghaladná jelen tanulmány kereteit, ehelyett csupán azt jelezzük, hogy a befektetők többsége – értékelésünk szerint nem túlzottan előnyös algoritmus alkalmazásával – az alábbi kötvényekhez jutott a nováció során: 3,334%-ot készpénzben kaptak; 6,666%-ot 3-6 hónapos kincstárjegyekben; 30%-ot nulla kuponos hároméves lejáratú, míg 70%-ot 15-30%-os kamatozású 4-6 éves államkötvényekben (Mau 2000).

A második feladat megoldása értékelésünk szerint már sokkal sikeresebb volt. Az elmúlt két esztendő tapasztalatai alapján nyilvánvaló ugyanis, hogy az orosz kormány *ezt a piacot már egyáltalán nem használja a költségvetés finanszírozására*, hanem egyrészt az úgynevezett kockázatmentes befektetések értékmérőjének tekinti, másrészt pedig a *pénztömeg-szabályozás egyik eszközeként alkalmazza* (Mau 2002).

A hitelfelvevők számára kedvezően alakult a helyzet, mind az önkormányzati, mind pedig a vállalati kötvények piacán. Az egyre növekvő likvid források számottevően csökkentették a reálkamatlábát, s ezért mind az önkormányzatok, mind pedig a nagyobb vállalatok számára a nyílt pénzpiacról történő forrásbevonás kifejezetten előnyösnek mutatkozott 2000-2001-ben.

A jelenleg érvényes szabályok szerint, amelyek alapvetően az 1998-ban elfogadott, s azóta többször módosított Költségvetési Kódexben vannak lefektetve, a helyi önkormányzatok három esetben juthatnak forráshoz kötvénykibocsátás útján:

- a regionális költségvetés hiányának finanszírozása;
- új befektetések bevonása, ebben az esetben akkor kerülhet sor kötvényemisszióra, ha annak mértéke nem haladja meg a beváltásra kerülő kötvényekét;
- adósságátütemezés.

Mindhárom esetben a regionális kötvények kibocsátását szövetségi szinten kell jóváhagyni, még-hozzá a regionális költségvetés tervezetéhez csatolt melléklet formájában.

A vállalati kötvények piaca is megélné 2001-ben, mivel a 14-17%-ra lecsökkent kamatszint már vonzó bizonyult a hitelfelvevők számára. A vállalati kötvénypia sajátosságaihoz tartozik, hogy a jelenlegi oroszországi viszonyok között ezek kamata 2-5 százalékponttal magasabb, mint a velük analóg államkötvényeké.

Jelezni kívánjuk, hogy a rohamosan fejlődő oroszországi vállalati kötvénypia 2001 végén kisebb sokkot élt át, amikor a Magyarországon is ismert Szipur papírjai default közeli állapotba kerültek. Végül a Gazprom közreműködésével a cég rendben teljesítette kötelezettségeit, de a befektetők 1998 augusztusa óta első ízben estek át komolyabb megrázkódtatáson, amely ismétlen arra kell intse őket, hogy a jelenlegi, még mindig nem teljesen kialakult viszonyok között meglehetősen óva-



tosan kell bánni az új piaci instrumentumokkal – legyenek azok bármilyen vonzóak is (*Fenkner 2002b*).

Tekintettel arra, hogy az *eurokötvények* piaca az egyik legenyhébben szabályozottnak tekinthető a világ pénzügyi piacai között, az orosz kormány nem véletlenül az adott szegmensből kívánt először komolyabb forráshoz jutni a kilencvenes évek közepén. Ugyanezen megfontolások következtében – még a pénzügyi válság legdrámaibb napjaiban is – az orosz illetékesek többször is hangsúlyozták, hogy az eurokötvények törlesztése minden kétséget kizáróan a határidők betartásával, az előre elhatározott rendben fog történni.

Az elmúlt hat esztendő eseményei egyértelműen bizonyítják, hogy a külső finanszírozási igények tekintetében a kormányzat a jövőben is erre a piaci eszközre számít elsősorban.

Az orosz eurokötvények elmúlt két-három éves történetéből a legfigyelemreméltóbb jelenségnek azt tartjuk, hogy a nemzetközi hitelminősítők egyre javuló besorolásával párhuzamosan folyamatosan csökken a kamatfelár. Ebben az összefüggésben két eseményről külön is kívánunk beszélni:

- Az orosz kormány 2000 augusztusában az az év februári megállapodásnak megfelelően a Londoni Klubbal szemben fennálló tartozásait összesen 32 Mrd USD értékű eurokötvénnyé alakította. A 30 éves lejáratú eurokötvények a tartozás tőkerészét, míg a 10 éves lejáratúak a kamattartozást fedezik.
- A piac azonnal pozitívan reagált, és az USA kincstárjegyeihez viszonyított átlagos kamatfelár 1.100 bázisponttól 920-ra csökkent.
- A világban lezajlott kedvezőtlen változások, így többek között az argentin csőd, illetve a török állampapírpiac megrendülése, párosulva az orosz gazdaság javuló mutatóival azt eredményezte, hogy az előbb említett kamatfelár 2002 márciusára már 550 pontra mérséklődött (*Fenkner 2002b*).

A gazdasági helyzet konszolidálódásával párhuzamosan természetesen a hitelminősítők is folyamatosan javították az eurokötvények besorolását. A 2002. márciusi helyzet szerint az OF Pénzügyminisztériuma, illetve a Moszkva és Szentpétervár által kibocsátott eurokötvények besorolása a következőképpen alakult:

10. táblázat

*Orosz eurokötvények besorolása*

*Forrás: Government of Moscow (2002): Information Memorandum City of Moscow, Moszkva, 41. o.*

A *belföldi devizakötvényeket*, ahogy azt már korábban említettük, azok az oroszországi vállalatok kapták, amelyeknek a Vnyesekonombankban vezetett számláit az 1991. december 27-i, hivatalosan transzferzárlat, a valóságban az állam fizetéseképtelensége miatt befagyasztották.

Az OF Pénzügyminisztériuma ezek kártalanítására 1993-tól kezdve, 1994-2011 között lejáratú belföldi devizakötvényeket bocsátott ki. 1994-1996-ban a beváltás rendben megtörtént, viszont az 1999-ben lejáratú kötvényeket az állam restrukturálta.

Hitelminősítő			OF PM	Moszkva	Szentpétervár
Moody's	Standard & Poor's	Fitch			
Ba3	BB-	BB-	M,F	M	M
B1	B+	B+	S&P	S&P,F	S&P
B2	B	B	-	-	F

Egészen 2000 végéig meglehetősen bizonytalan volt a Minfin 4 és Minfin 5 jelű devizakötvények sorsa, mivel a kibocsátói záradék szerint ezek egyértelműen a „szovjet adósság” részét képezik. 2001 elején azonban, miután nyilvánvalóvá vált, hogy Oroszországnak nem sikerül megállapodnia a Párizsi Klubba tömörült hitelezőkkel, a kormány úgy döntött, hogy valamennyi devizaköt-

vényre az előre meghatározott rendben teljesíti a kifizetéseket.

A piac kedvezően reagált a változásokra, s 2002-ben a devizakötvények eurokötvényekhez viszonyított kamatfelára 150 pontra csökkent.

#### Az értékpapíripiac perspektívái

Hasonlóan a világ más pontjain működő fejlett piacgazdaságokhoz, az oroszországi értékpapíripiac célja a szabad tőke ágazatközi áramlásának minél teljesebb mértékű biztosítása, a kül- és belföldi befektetések belpiacra történő vonzása, hatékony megtakarításösztönzés, illetve ennek beruházásokká történő transzformálása. Annak ellenére, hogy az elmúlt három-négy esztendőben rengeteg pozitív dolog történt az orosz gazdaságban, ma még nem beszélhetünk arról, hogy az értékpapíripiac az öfenntartó fejlődés pályájára lépett.

Vitathatatlan azonban, hogy a piac perspektívái óriásiak, ezt több tényező is alátámasztja, ezek közül a legfontosabbak:

- A privatizáció során mintegy 30 ezer nyílt részvénytársaság jött létre, ami hatalmas potenciális fejlődési lehetőséget jelent.
- A külföldi befektetők Oroszország iránti érdeklődését nem lehet túlértékelni. Oroszország és az USA, illetve a nyugati világ közötti javuló kapcsolatok, kiegészülve az orosz gazdasági fejlődés letagadhatatlan eredményeivel, a piac erőteljes fejlődését valószínűsítik.
- Az újonnan létrejött sikeres részvénytársaságok árfolyamai általános vélemény szerint alulértékelték.
- Az általános tőkehiány következtében a vállalatok jelentős része új értékpapírok emissziójában érdekelt.
- A regionális önkormányzatok döntő többsége komoly fejlesztési tervekkel rendelkezik, az ehhez szükséges források nem elhanyagolható részét valószínűleg a nyílt piacon fogják megszerezni.

Ezzel együtt ma még jó néhány olyan tényező is érezteti hatását, amelyek az értékpapíripiac fejlődését gátolják. Ezek közül is felsoroljuk a megítélésünk szerint leglényegesebbeket:

- Bár a piaci infrastruktúra óriásit fejlődött az elmúlt évtizedben, még mindig komoly hiányosságok fedezhetők fel mind a napi működést, mind a konkrét elszámolásokat, mind pedig az értékpapíripiachoz való hozzáférés lehetőségeit illetően.
- A viszonylag rövid idő miatt még mindig kevés a piachoz értő szakemberek száma.
- A piaci tranzakciók lebonyolításának módszertana messze nem nevezhető tökéletesnek. A nyugati szabványok átvétele sokszor mechanikus, nincs összhangban a piac fejlettségi fokával.
- A törvényi háttér hiányos, nem megfelelően biztosított a kisebbségi tulajdonosok érdeke.
- Oroszországban még messze nem fejeződött be az elsődleges vagyonfelosztás, ezért jó néhány potenciálisan fejlődőképes cégben a menedzsment a hatalmi pozíciók megszerzésére, és nem a források bevonására koncentrált.
- A letagadhatatlan fejlődés ellenére a vállalati gazdálkodás átláthatósága továbbra is nagy kivét-nivalókat maga után.

A meglévő pozitívumokat és a fejlődési potenciált összevetve a visszahúzó tényezőkkel, megítélésünk szerint az orosz értékpapíripiac rövid-, illetve középtávon komoly fejlődési perspektívával rendelkezik.

#### Hivatkozások

- Alfa Bank (1999): *The Outlook for the Russian Market 1999-2000*, banki kiadvány, Moszkva  
All-Russia Market Research Institute (1998): *Kvartalnij Obzor*, Moszkva  
All-Russia Market Research Institute (1998): *Russia: Foreign Economic Relations*, Moszkva  
Fenkner, J. szerk. (2002a): *2002, Bizstree, Vise, Szilnee*, Moszkva, Troika Dialog kiadvány

- Fenkner, J. szerk. (2002b): *Rosszijszkie Dolgovie Cennie Bumagi*, Moszkva, Troika Dialog kiadvány
- Gajdar, J. (1997): *Anomalii ekonomicseszkogo rosztu*, Moszkva, Evrazia
- Government of Moscow (2002): *Information Memorandum City of Moscow*, Moszkva
- Kommerszant Rating (1997): *Az orosz állampapír piac*, 1997. szeptember 2.
- Kommerszant Rating (1997): *Külföldi befektetési társaságok Oroszországban*, 1997. december 26.
- Mau, V. szerk. (1999): *Godovoj Obzor Rosszijszkaj Ekonomiki' 1998*, Moszkva, Institute for the Economy in Transition
- Mau, V. szerk. (2000): *Godovoj Obzor Rosszijszkaj Ekonomiki' 1999*, Moszkva, Institute for the Economy in Transition
- Mau, V. szerk. (2001): *Godovoj Obzor Rosszijszkaj Ekonomiki' 2000*, Moszkva, Institute for the Economy in Transition
- Mau, V. szerk. (2002): *Godovoj Obzor Rosszijszkaj Ekonomiki' 2001*, Moszkva, Institute for the Economy in Transition
- Novoje Vremja (1998): *Kôolajexportörök adóbefizetései*, 1998/52. szám
- Réthi Sándor (1997): *Oroszország: a reform öt éve*, Magyar Hírlap, 1997. január 6.
- Réthi Sándor (1997): *Hogyan tovább, orosz értékpapírpiac?*, Világgazdaság, 1997. október 31.
- Réthi Sándor (1998): *Moszkva: tőzsdecsapások*, Népszabadság, 1998. június 4.
- Réthi Sándor (2000): *Gyöngyvirágtól lombhullásig*, Közgazdasági Szemle, 47. évf./4. sz.
- Rosszijszkij Kredit Bank (1998): *Russia's Equities Market: 1997 Annual Report*, banki kiadvány, Moszkva
- Uljukaev, A. szerk. (1998): *Belaja Knyiga*, Moszkva, Institute for the Economy in Transition
- Wert, N. (1996): , Moszkva