

---

*MORVA ISTVÁN*

## **Gondolatok a BUX indexről**

### **I. Bevezetés**

A tőzsde lehet egy adott ország, gazdaság hőmérője is. Jól működő piacgazdaságban egy olyan hőmérő, amely előre jelzi az esetleges gyengélkedéseket, vagy erősödéseket illetve kellő minőségű és mennyiségű információt is tartalmaz az adott gazdaságot illetően. Jelzi a befektetők és befektetni vágyók számára, hogy valóban jó, hosszú távon megtérülő annak az országnak a tőkepiacára, gazdaságába lépni, vagy jobb óvatosnak lenni a meglévő megtakarításokkal.

A megtakarítások ideiglenes újraelosztásának alapvető jellemzője, hogy jelenbeli megtakarítást cserélnek el jövőbeli megtakarításra. A megtakarítás és a beruházás közötti közvetítés a pénzügyi piacokon bonyolódik le. A gazdaság pénzügyi piacait két részre bontjuk. Az egyik a tőkepiac, amely a hosszú lejáratú, egy éven túli ügyleteket foglalja magába, következésképp forrásai a hosszú lejáratú képződő megtakarítások; a másik a pénzpiac ami az egy éven belüli lejáratú hitelek piacát jelenti. Tágabb értelemben a tőkepiac a hosszú lejáratú hitelek piacára és az értékpapírpiacra bontható, de a fejlett pénzügyi piacokkal rendelkező országok gyakorlatában általában csak az értékpapírpiacokat sorolják ide.

A tőkepiac ahhoz hasonló, mintha pénzünket végleg elköltöttük volna anyagi felhalmozásra. Például részvényvásárlással egy kisebb beruházást eszközöltünk volna.

A tőzsde elődjei már a XIII-XIV. századi vásárokon megjelentek. Későbbi formája a középkori olasz városokban tartott vásárokból alakult ki.

Magyarországon a tőzsde gondolata 1854-ben a budapesti Lloyd Társulatnál fogant meg, amikor épületük egyik termében díjtalanul engedélyezték gabonaüzletek megkötését. Tíz évvel később, 1864-ben Ferenc József osztrák császár pedig elrendelte, hogy a birodalom nagyobb városaiban tőzsdéket állítsanak fel, így alakult meg a Budapesti Áru- és Értéktőzsde. Ezt az 1948-as államosítás alkalmával szüntették meg, de addig is sikeresen teljesítette szerepét. Az 1880-as években egyre több osztrák fektette pénzét magyar papírokba, majd a Monarchia többi régiójából is áramlott be pénz, így a

---

századfordulóra Magyarország is aktívan bekapcsolódott az európai gazdasági életbe.

Az 1989-es Budapeseti Értéktőzsde (továbbiakban: BÉT) megalakulása után a hazai magán és banki tulajdonú brókerházak mellett az osztrák GiroCredit Bank, illetve a Creditanstalt alapítottak elsők között Magyarországon brókerházat, majd az utóbbi négy évben szaporodtak el a külföldi tulajdonú értékpapír-kereskedőházak. Ezek ügyfélszolgálatain a szakemberek a befektetők kérdéseire válaszolva próbálnak kellő információt adni ügyfeleiknek. A brókerházak piaci előrejelzései alapján véleményt mondanak, ami segíthet az ügyfél döntésének meghozatalában.

A tőzsde egy kis mértékben szerencsejáték, bár nem annak a klasszikus formája. Vagyis itt figyelmet kell fordítanunk az olyan vállalati, makrogazdasági hírekre, amelyek alapján kellő információt szerezhethetünk arra vonatkozóan, hogy az általunk kiválasztott részvénytársaság a jövőben még nyereségesebben fog üzemelni, s a cég egyre többet fog érni. Vagyis az általunk vásárolt értékpapír értéke, ára ezáltal növekedni fog.

## II. Tőzsde-indexekről általában

Nem létezhet hatékony tőzsde megfelelő informáltság nélkül. Az ügyletek koncentrációja megköveteli, hogy az információk is a legnagyobb volumenben, a legjobb minőségben és a lehető leggyorsabban álljanak mind a befektetők, mind a kibocsátók rendelkezésére. Ennek érdekében minden tőzsde szigorú előírásokat, szabályokat alkot arra vonatkozóan, hogy a kibocsátók milyen rendszerességgel és milyen mélységben lássák el a befektetőket információkkal.

A tőzsdén kialakuló árfolyamok és az ezekből leszűrhető tendenciák a gazdaság egészét átható jelzőberendezésként működnek. A gazdaság állapotára vonatkozó általános várakozásokon túl, mind a befektetők, mind a kibocsátók döntéseit alapvetően befolyásolják a tőzsdéről érkező információk. Éppen ezért a befektetők és a kibocsátók számára is fontos a piac egésze hangulatának, alakulásának felmérése, annak kiszámítása, publikálása. Így a piac egészét mérő barométerként, mutatószámként alakultak ki a **tőzsdeindexek**. Ezek megkönnyítik a piac szereplőinek döntéshozatalait, illetve az elemzések elkészítését is.

A tőzsdeindexek a világ minden börzéjén egy több részvényt magában foglaló értékpapírtárca, portfólió, árfolyamainak súlyozott átlaga,<sup>1</sup> melyet különböző pozitív számmal, korrekciós tényezővel helyesbítnek kiegyenlítve a névértékbeli különbségeket, illetve a kibocsátott részvények mennyiségbeli eltéréseit.

Ha indexekről beszélünk, megkülönböztethetünk egymástól ipari-, technológiai-, közlekedési-, stb. indexeket, attól függően, hogy a kiszámításához milyen jellegű vállalatok, mely vállalat típusok részvényeit, részvényeinek árfolyamát veszik figyelembe. Ma a világon szinte minden tőzsde számol saját indexet, amely elérhető a piac szereplői számára és kisebb-nagyobb pontossággal az adott gazdaság alakulásáról is megbízható képet nyújt.

### Nyugat-európai és amerikai indexek

A világ befektetői körében a legismertebb tőzsdeindexek egyike a Dow Jones Ipari Átlag Index (Dow Jones Industrial Average), amelynek megalkotására az első lépéseket Charles H. Dow és Edward D. Jones tették meg.<sup>2</sup> Ők 1884-től kezdték figyelemmel kísérni 12 amerikai részvény átlagos árváltozását s erre diagramokat rajzoltak. Ekkor még csak a részvények árváltozását követték nyomon és figyelmen kívül hagyták a súlyozást. 1928-tól mind a mai napig 30 ipari vállalat részvénye szerepel az átlagban, így született meg a híres Dow Jones tőzsdeindex. A legegyszerűbb indexek közül való, hiszen kezdetben a benne szereplő részvények záróárfolyamait összeadták és elosztották az osztótényezővel (a benne szereplő részvények számával). Számítása reprezentatív kiválasztáson alapuló kosár módszerrel történik. Az osztótényező megállapodás szerint változhat. Eleinte ez megegyezett a részvények számával s így egy számtani átlaghoz jutottak.

De ez az osztószám idővel változott, ugyanis az árfolyamokat számos piacon kívüli hatás is érte (részvénymegosztások jelensége, osztalékfizetés, stb.). Így, módosítva a nevezőt, kiszűrték a piacon kívüli hatásokat a részvények árváltozásaiban az indexre nézve. 1990. októberében ez a tényező már csak 0,505 volt és nem 30. Ebben az időben olyan vállalatok alkották az indexet, mint az American Express, Aluminium Company of America, Boeing, Chevron, Coca-Cola, Du Pont, Exxon, General Electric, General Motors, Goodyear Tire

<sup>1</sup> András - Bertalan: Tőzsdei kézikönyv

<sup>2</sup> András - Bertalan: Tőzsdei kézikönyv

---

& Rubber, McDonald's, Philip Morris, Procter & Gamble, Texaco valamint a United Technologies, hogy csak a legismertebbeket említsem.<sup>3</sup>

Az Ipari Átlagon kívül létezik még:

- *Dow Jones Transport Avarage* (DJTA): amely 20 légi és szárazföldi szállítási profilú vállalat részvényeit tartalmazza.
- *Dow Jones Utilities Avarage* (DJUA): ez az index 15 gáz- és elektromos szolgáltató cég részvényeiből áll.
- *Dow Jones EuroTech Index*-ek: High Tech Index: amely európai légi és hadiipari cégek, kommunikációs berendezéseket gyártó cégek, számítástechnikai cégek, ipari technológiai vállalatok, iroda technikai berendezéseket előállító és szoftver készítő cégek papírjaiból áll. A Dow Jones EuroTech Indexek közé tartozik még a Euro Pharmaceuticals Index, ami a gyógyszergyártók részvényeiből áll; illetve a Euro Telephones Index, amely a telekommunikációs társaságok papírjaiból tevődik össze.
- *Dow Jones China Index*-ek: Dow Jones China 88 Index, Dow Jones Shanghai Index, Dow Jones Shenzhen Index, amely indexeket a kínai börzén szereplő részvényekből számítják.<sup>4</sup>

Standard & Poor's 500 (S & P 500) a második legnépszerűbb index a Wall Street-en. Ezt az S P Corporation tanácsadó társaság számítja, amely nem foglalkozik értékpapír kereskedelemmel. Talán ez növeli az index megbízhatóságát. Ennek kiszámításánál 400 ipari-, 40 szolgáltató-, 20 közlekedési vállalat és 40 pénzügyi papírja szerepel. Ez a részvényindex az Egyesült Államokban forgalmazott részvényérték 70 %-át képviseli. "A 70-es és 80-as években a profi befektetők kétharmadánál jobb teljesítményt nyújtott a S & P 500 részvényindexbe történő befektetés." -állítja Burton G. Malkiel egyik könyvében. De van egy még ennél is diverzifikáltabb indexalap a Wilshire 5000. Ez a Wilshire 4500 és a S&P500 kombinációja. Azonban mind az 5000 darab részvényt összevásárolni, az adott arányokban, szinte képtelenség. Nem beszélve arról, hogy ennyi fajta részvény esetén a megbízási és brókeri díj is hatalmas összeget jelent.

A londoni börzét a FT-SE 100 indexszel szoktuk emlegetni. Ezt 1984. januárjától számítják. Kezdeti értéke, mint a legtöbbnek ennek is 1000 pont volt. A FT-SE 100 index a 100 legnagyobb cég részvényeit tartalmazza. Indulásakor 69 ipari vállalat, 5 olajtársaság, 21 pénzügyi intézmény, 2 befektetési alap, 2 bányászati cég és 1 külkereskedelmi vállalat volt benne.

---

<sup>3</sup> Alexander Gábor: A tőzsde

<sup>4</sup> The Wall Street Journal Europe, oct. 29, 1997

## Térségünk indexének, a CESI-nek a bemutatása

Itt Közép-kelet Európában a volt szocialista országok tőzsdéit jellemző közös indexet is figyelembe veszünk. Ez az ún. CESI index, amit több évi előkészítő munka után a BÉT hivatalosan 1996. február 1-től vezetett be. Ennek portfóliójában kezdetben csak három közép-európai értéktőzsde (Budapest, Prága, Varsó) hivatalos részvénypiacairól kiválasztott részvények szerepeltek. Ennek a Közép-Európai Részvényindexnek a hivatalos angol neve: Central European Stock Index. Az index bázisa 1995. június 30-án 1000 pont volt. Ez USA dollár alapú részvényindex, amely osztalékfizetésből származó hozamokat nem tartalmaz.<sup>5</sup>

1996. október 31-től az index kibővült a ljubljani és a pozsonyi tőzsdékről származó társaságok papírjaival, így ma már a CESI index öt régiókbeli ország tőkepiacának árfolyammozgását követi nyomon.

A Közép-Európai Részvényindex a BÉT szerzői joga, s az index neve nemzetközi védjegyjelölés alatt áll. A portfólió összetételére az öt tőzsde szakembereiből kiválasztott CESI bizottság tesz javaslatot és az indexszel kapcsolatos változtatásokról a végleges döntést a BÉT Tanácsa hozza meg.

A CESI kosarába csak azok a legnagyobb kapitalizációval és likviditással rendelkező társaságok kerülhetnek, melyek részvényeit külföldiek is vásárolhatják, és amelyek az adott tőzsde hivatalos piacán kerültek bevezetésre. Az egyes országok piacáról kiválasztott részvények annak a tőkepiacnak a hivatalos részvénykapitalizációjának minimum 60 %-át kell képviselnie. A kosárba csak olyan részvények tartozhatnak, amelyek megfelelnek a féléves, október 1-től március 31-ig illetve április 1-től szeptember 31-ig terjedő időszakokra, 1 %-os forgalmat előíró likviditási követelménynek.

Az indexkosárba felvett részvények felülvizsgálatára félévente, április 30-án és október 31-én kerül sor. Új közép-európai országokat is csak ezekben az időpontokban lehet felvenni.

Az indexkosár változtatására vonatkozó határozatot a Budapesti Értéktőzsde Tanácsa hozza, kivéve: az alaptőke-emelést, alaptőke leszállítását, a sorozat kettéválasztását, részvénymegosztást, a társaságok egyesülését, társaságok beolvadását és a csődeljárás esetét.

1995-ben a CESI közép európai indexkosarat összesen 24 részvény alkotta. Szám szerint 10 lengyel, 6 cseh és 8 magyar papír szerepelt benne. A magyar papírok közül a legjelentősebbek a Richter, Fotex, Egis valamint a Zwack voltak.

---

<sup>5</sup> CESI kézikönyv, 1996. október 31.

Később a CESI-ben összesen 73 társaság részvényárfolyama szerepelt, összesen 21.746 millió USD összkapitalizációval. 5 ország értéktőzsdéiről válogatott társaságok alkották ezt az indexet, az országok ösztökepiacának 75.66 %-os lefedettségével. 11 részvényt vettek figyelembe a BÉT-ről, olyan részvényeket amelyek a hazai piac 84.23 %-át jelentették. 10 társaság szerepelt Ljubljanából, amely társaságok a tőzsdéjük 88.6 %-át jelentették; 8 társaság volt a pozsonyi tőzsdéről, a szlovák tőzsde 85.34 %-át képviselve; 20 Prágából, ez 69.61 %-a a Cseh tőzsde részvénytársaságainak valamint 24 értékpapírt vettek figyelembe a Lengyel tőzsdéről, ami annak 77.71 %-át jelentette.

A CESI indexben a legnagyobb arányt a csehek képviselték 42.52 %-kal; második legnagyobb súllyal a lengyel részvények voltak 30.94 %-kal; ezután következett a BÉT aránya 17.94 %-kal; majd ezt követték a pozsonyi tőzsdéről válogatott papírok, amelyek a CESI 6.3%-a, illetve a ljubljani börzét képviselő részvények csupán 2.31 %-kal.

Ezek az állapotok 1996. október 31-től 1997. novemberéig álltak fent. 1997. november 3-tól már csak 64 részvényből állt a CESI index. A BÉT-ről és Ljubljanából 7-7 részvény, Prágából 14, Varsóból 32 és Pozsonyból 4 részvény szerepelt benne. Az arányokat tekintve a lengyelek vették át a vezetést 34.34 %-kal. A második legnagyobb arányt a prágai tőzsde jelenti a maga 32.91 %-ával. A BÉT-ről kikerülő részvények a CESI 25.01 %-át jelentik, míg a pozsonyi tőzsde 4.17 %, a ljubljani 3.57 %-kal szerepelnek az indexben.

Az összkapitalizáció a CESI-n belül 4.755 millió dollárral, 26.501 millió USD-re növekedett.

Érdekességképpen említem meg, hogy a budapesti tőzsdéről olyan papírok szerepelnek a Közép Európai Indexben, mint a BorsodChem, a Danubius, az EGIS, a MOL, az OTP, a Richter és a TVK.

Remélem ennyi általános, több részegységre kiterjedő bemutatással sikerült az olvasóval megismertetni a tőzsdeindexek fogalmát, használatának fontosságát. Az indexek nemcsak a piac általános hangulatának megítélésére használhatók. Számos nagyobb, de most már egyre több kisebb tőzsdén is, ahol számítógéppel számítják ki percenként az értékét, határidős és opciós üzleteket is lehet rájuk kötni. De ezekről a lehetőségekről a következő, III. fejezetben tesztek említést hosszabban.

### III. A BUX index bemutatása

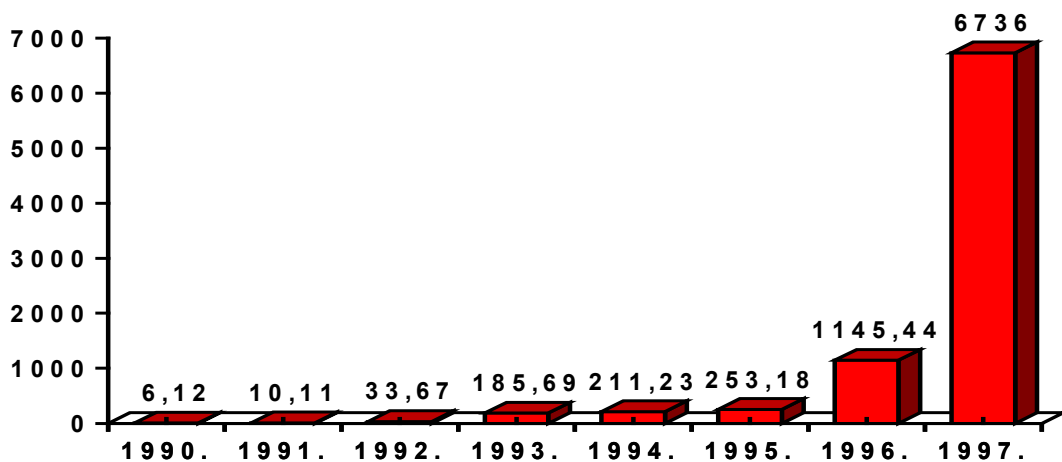
A részvények árfolyamának egyik lényeges alakító tényezője a piac általános trendje, ahogy egy portfólió kockázatának is eleme az úgynevezett

szisztematikus, piaci kockázat. Ezek jelzésére, számszerűsítésére születtek meg a tőzsdeindexek.

Ebben a fejezetben szeretném igazából a mi hazai tőzsdénknek az indexét bemutatni, ismerteti. Ehhez legjobban a félévente frissítve, megújítva megjelenő ún. BUX kézikönyv segítségével kerülhetünk közelebb. Ebben a segédanyagban közlik a kosárba bekerült új papírok és az onnan kikerültek nevét is, valamint az állandóan változó korrekciós tényezők számszaki, képzetbeli definiálását. A BUX kézikönyvet az Index Bizottság készíti és publikálja. Ezt a bizottságot a Tőzsdetanács hozta létre, még 1991-ben, az Értéktőzsde indexének továbbfejlesztésére, karbantartására. E bizottság feladatai közé tartozik még számos egyéb tőzsdei mutató kiszámítása, közlése is. Az Index Bizottság tagjait a tőzsdetanács nevezi ki, s az így létrejött bizottság választja tagjai közül az elnököt.

De mielőtt még rátérnék magára a BUX indexre, nézzük meg előbb a BÉT forgalmát a kezdetektől:<sup>6</sup>

Tőzsdei forgalom (Mrd Ft)



Mint láthatjuk, a hazai értéktőzsde forgalma az utóbbi két évben öt-, illetve hatszorosára emelkedett. Ez is nagy mértékben hozzájárult az árfolyamok emelkedéséhez.

A BÉT indexe, sok más indexhez hasonlóan az indexkosárban szereplő vállalatok piaci értékének változásait tükrözi. Az indexkosár egy elméleti, piaci portfóliót jelképez, az összpiacra jellemző érték-papírstruktúrát modellezve. Az index ezen értékpapírcsomag értékének változását mutatja a bázisidőponthoz viszonyítva. Ez az értékpapírtárca változó számú részvényt tartalmaz. Az index összeállításánál figyelembe veszik az egyes részvények összforgalomban képviselt arányát is.

<sup>6</sup> Éves tőzsdei jelentések 1996. és 1997.

Az 1990-ben alapított Budapesti Értéktőzsde már működésének első évében szükségesnek látta, hogy a befektetők jobb és közérthetőbb tájékoztatása érdekében létrehozza a tőzsde részvényszekciójának indexét.

A közvetlen cél egy olyan mutatószám megalkotása volt, amelynek értékváltozásai következtetni engednek a piac aktuális állapotára, illetve az uralkodó árfolyammozgások arányára és nagyságára. Fontos szempontként merült fel, hogy az indexet a befektetők és a média elfogadják, mint egy megbízható orientáló eszközt.

A Budapesti Értéktőzsde Tanácsa 109/1994. sz. határozatával az index, a BUX véglegesítéséről, hivatalossá tételéről döntött 1995. január 1-től kezdődően.<sup>7</sup>

A kereskedés fejlődésével a befektetői igények megnöttek az indexszel szemben. A határidős kereskedés beindultával felmerült annak a szükségessége, hogy az index jobban támogassa ezt a kereskedési formát is. Éppen ezért a BÉT úgy döntött, hogy egy, a napon belüli áralakulásról folyamatos információt adó, azonnali indexként publikálja a BUX-ot 1997. április 1-től kezdődően.

## Az index leírása

Az index hivatalos magyar neve:

A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDE RÉSZVÉNYINDEXE

Az index hivatalos angol neve:

BUDAPEST STOCK INDEX

Az index hivatalos rövid neve:

BUX

Az index bázisa: 1991. január 2-án 1000 pont.

Az index számítása: kereskedési napokon, a BUX kosarában szereplő papírok kereskedésének megkezdése utáni 11. perctől kezdve, illetve minimum 20 percen át 5 másodpercenként ezen papírok kereskedésének végéig.

---

<sup>7</sup> BUX kézikönyv, 1997. szeptember 30.

Az index képlete:<sup>8</sup>

$$BUX_t = K * \frac{\sum_{i=1}^n p_{it} * q_{iT} * D_i}{\sum_{i=1}^n p_{i0} * q_{iT}} * 1000$$

Az indexben szereplő változók:

$BUX_t$	t időpontban számított (real-time) BUX érték. Kerekítve 2 tizedesjegyre
$i$	az indexben szereplő részvénysorozat
$n$	az indexben szereplő részvénysorozatok száma
$p_{it}$	az adott részvénysorozat részvényének utolsó kötési ára
$p_{i0}$	1991. január 2-i átlagár illetve új papírok esetében az indexbe vételkor az új kosár életbe lépését megelőző utolsó kereskedési nap átlagára
$q_{iT}$	az adott részvénysorozatból az index-kosárba bevezetett részvények száma
$D_i$	az osztalékszelvény levágásakor a részvény piaci árában jelentkező változást korrigáló tényező / ennek értéke minden részvénysorozat esetében eltérő /
$K$	az index folytonosságát biztosító korrekciós tényező, amely különböző események bekövetkezésekor kerül módosításra

A  $D_i$  tényező számítása:

$$D_i = \frac{p_i(E-9)_k + d_{ik}}{p_i(E-9)_k} * D_{i(E-10)}$$

6 tizedes jegyre kerekítünk

A változók jelentése:

<sup>8</sup> BUX kézikönyv, 1997. szeptember 30.

---

E	az osztalékjogosultság napja
$(E-9)_k$	az a nap, amikor $i$ részvény a $k$ -adik osztalékfizetést követően a tőzsdei forgalomban először forog osztalékszelvény nélkül
$p_i(E-9)_k$	az egyes részvénytársaságok részvényeinek nyitóára az $(E-9)_k$ napon
$d_{ik}$	az $i$ . részvény egy egységére eső osztalék nagysága a $k$ -adik osztalékfizetéskor / forintban /
$D_i(E-10)_k$	$D$ tényező értéke a $d$ -adik osztalékfizetéskor az $(E-9)$ -et megelőző napon

A  $K$  korrekciós tényező módosítására akkor kerül sor, ha a változást előidéző vállalati események bekövetkeznek. Ezekkel később foglalkozunk.

### Az indexszel szembeni elvárások

Az index az értékpapírcsomag bázis időponthoz viszonyított értékváltozását hivatott mutatni. Létrehozásának egyik alapvető célja is ez volt.

Így az indexnek az a legfontosabb feladata, hogy minél pontosabban mutassa az értékpapírpiac egészének állapotát, illetve minél jobban kövesse a piac változásait, trendjét. Az index az osztalékfizetéseket azzal a feltételezéssel veszi figyelembe, hogy a vállalatok által fizetett osztalékot a befektetők teljes mértékben ugyanannak a cégnek a részvényeibe fektetik be. A kosárváltást pedig az index úgy kezeli, hogy a BUX indexnek megfelelő portfólióval rendelkező befektető a kosár változtatásának idején a portfólióban szereplő összes részvényét eladja, és az így kapott pénzt teljes egészében az új kosárösszetételnek megfelelő portfólió összeállítására fordítja. Így az index a bázisidőponthoz képest aktuálisan realizált hozamot is tükrözi.

### Az indexszel kapcsolatos alapelvek

Az indexben egy részvénytársaságnak csak a tőzsdére bevezetett törzsrészvényei szerepelhetnek, osztalékelsőbbiséget illetve egyéb külön jogot (pl. osztalékelsőbbiség, kamatozó, stb.) megtestesítő részvény nem kerülhet az index kosarába.

Egy részvénytársaság különböző sorozatú illetve törtévi jogosult törzsrészvénytársaságai külön papírként kerülnek be az indexbe.

---

Újonnan tőzsdére bevezetett részvénysorozat kosárba kerülése előtt legalább 3 tőzsdehétnek kell eltelnie.

Kikerül az indexből minden olyan részvénytársaság, amely ellen csőd- vagy felszámolási eljárást indítanak. A kosárból való törlés időpontja az, amikor az adós társaság vezetője a rendkívüli tájékoztatás keretében bejelenti, hogy benyújtotta kérelmét a bírósághoz a csődeljárás lefolytatására, illetve amikor az adós társaság felszámolását elrendelő bírósági végzés a Céglözlönyben megjelenik. Ekkor a részvénysorozatot azonnali hatállyal ki kell venni az indexkosárból K korrekciója mellett.

Ebben az esetben felmerül a kosár limitálás újbóli elvégzésének szükségessége, ami más részvénysorozatok  $q_{IT}$  -jének módosításával is jár. Megváltozik: K, n, és (i), valamint némely  $q_{IT}$  érték is.

### Az Index kosár-felülvizsgálat

A kosár-felülvizsgálat menetét és annak időpontjait megtalálhatjuk pontosan a félévente megjelenő BUX kézikönyvben. Annyit azonban tudnunk kell erről, hogy évente 2 alkalommal biztosan történik kosár-felülvizsgálat, méghozzá március 1-én és szeptember 1-én. A felülvizsgálat során a bizottság figyelmet fordít az új kosárba bekerülő részvénysorozatok meghatározására, a K korrekciós tényező, illetve egyéb paraméterek vizsgálatára. Bővebb információkkal szintén a BUX kézikönyv láthatja el az érdeklődőket.

Az index kosarába bekerülő részvényeket különböző mutatók alapján határozzák meg. Összesen 8 mutatót számítanak, ami közül legalább 6-nak meg kell felelni a bekerülendő vállalat papírjának. Az alábbiakban megemlítek néhányat ezek közül.

- Így például az utolsó félévben azoknak a napoknak száma, amelyeken az adott papírra üzletkötés történt, az összes tőzsdenap 95 %-át el kell érnie.
- A papírnak az egész napra vonatkozó felfüggesztéseinek száma nem haladhatja meg az összes tőzsdenap 2 %-át.
- A bevezetett részvénysorozat névértékének minimum 500 millió Ft-nak kell lennie.
- A részvénysorozat piaci értékének minimum 1 milliárd Ft-nak kell lennie.
- Az utolsó félévben az adott részvénysorozat forgalmának árfolyamértéken az összpiaci forgalom 0,5 %-át el kell érnie.

Az index kosarában szereplő részvénytársaságok száma maximum: 25. Amennyiben a fenti mutatók közül több, mint 25 részvénytársaság

részvénysorozata felel meg legalább 3 mutatónak, az egyes részvénysorozatok rangsorát minden részvénysorozat mutatószámaiból képzett globális mutató adja.

### Az indexkosár változtatása

A BUX portfólió összetételében létrejövő változások esetei:

- 1., A felülvizsgálati eljárás során meghatározott új kosár bevezetésekor (okt. 1. és ápr. 1.).
- 2., Egyes előre nem látható vállalati események miatt, mint például: csőd illetve felszámolási eljárás.
- 3., Egyes előre bejelentett vállalati események különleges esetei miatt, mint például: alaptőke leszállítás, társaság szétválása, beolvadása, társaságok összeolvadása, stb.

### Az indexkosár változtatása előtti lépések

- az Index Bizottság az előbb említett számítások elvégzése után annak eredményét figyelembe véve megtárgyalja az indexkosár változtatásának lehetőségét,
- az indexkosár módosítási javaslatról egyszerű szótöbbséggel határoz,
- az Index Bizottság előterjesztést készít a Tőzsdetanács számára kosármódosítási javaslatáról,
- a BÉT Tanácsa legalább két héttel az indexkosár változtatása előtt megtárgyalja és dönt az indexkosár módosításáról,
- a Tőzsdetitkárság a Tőzsdetanács kosár módosításról szóló döntése utáni első munkanapon tájékoztatja a sajtót és a befektetőket az indexkosár módosításáról,
- az Index Bizottság a Tőzsdetanács által előírt időpontban végrehajtja a kosár módosítását.

### Az új kosár bevezetése

A már említett felülvizsgálati eljárás során kialakult és elfogadott új kosár bevezetése előtti tőzsdenapon el kell végezni a megfelelő módosításokat a kosár összetételében.

Az új kosár bevezetésére, azaz az új kosár összetétele alapján számolt azonnali BUX számításra előre meghatározott időpontokban kerülhet sor.

Az új kosár bevezetését megelőző napon az index megfelelő változóinak módosítása és a K korrekciós tényező módosítása szükséges.

A K korrekciós tényező számításának módja:

$$K_{\text{új}} = \frac{\text{KOSÁR 2}}{\text{KOSÁR 1}} * K_{\text{régi}}$$

KOSÁR 1: a felülvizsgálat alapján kapott új kosárösszetétellel számolt index számlálójának és nevezőjének hányadosa.

KOSÁR 2: a K számításának napján érvényes kosárösszetétellel számolt index számlálójának és nevezőjének hányadosa.

Erre a K korrekciós számra azért van szükség, azért használják az index képletében annak kiszámításához, hogy a kosár-összetétel változásával is megőrizhető legyen az index értékének folyamatossága. Ha nem szerepelne a képletben, akkor egy-egy felülvizsgálat és változtatás alkalmával, a BUX értéke irreális mértékben változna, ami rendkívüli módon megzavarná a részvénytulajdonosokat, befektetési társaságokat. Nem beszélve az egyes magán és jogi személyek határidős "játékairól", ugyanis a származékos piac szereplőit egyszer kiemelkedő jövedelemhez juttatná, máskor mesterséges összeomlást idézne elő.

Nézzük csak meg, ha a jelenleg 2,214234-es K értéket elhagynánk a képletből, vagyis ezzel leosztanánk a prompt BUX értékét, ami március végén 8600 felett volt, akkor 3900 körüli pontértéket kapnánk. Nos, mondanom sem kell, hogy ez normális esetben több, mint 40 %-os krachot jelent!

### Az index változtatása<sup>9</sup>

A változást előidéző vállalati események:

- ◇ Alaptőke-emelés
- ◇ Az alaptőke leszállítása
- ◇ Csőd illetve felszámolási eljárás
- ◇ Sorozat kettéválasztása
- ◇ Társaság szétválása
  
- ◇ Társaságok egyesülése beolvadással
- ◇ Társaságok egyesülése összeolvadással
- ◇ Egy részvénytársaság különböző részvénytársaságainak összeolvadása
- ◇ Egy részvénytársaság különböző részvénytársaságainak folyamatos átalakítása
- ◇ Osztalék készpénzben történő kifizetése

<sup>9</sup> BUX kézikönyv, 1997. április 1.

- ◇ Osztalék saját tulajdonú részvényben történő kifizetése  
Részvénymegosztás (címetváltás)

*Az indexre vonatkozó archiválási rend*

Az index számításával és kosarával kapcsolatos tőzsdetanácsi és index bizottsági határozatok elhelyezése a Határozatok tárában.

A különböző rögzített változtatások írásbeli rögzítése és a Határozatok tárában való elhelyezése.

Az index számításával kapcsolatos adatokat minden nap a szoftverben archiválják. Így például a következőket:

- \* a kosárban szereplő papírokat
- \* törzsrészvények számát darabban, sorozatonként
- \* K értékét
- \* napi nyitóárakat
- \* napi kötésárakat
- \* a napi index értékét

*Az indexkosár összetétele:<sup>10</sup>*

Az indexkosár változó számú papírt tartalmaz, a Tőzsdetanács dönt az egyes részvénytársaságok indexbe vételéről, illetve onnan történő kivételéről. Lássuk, hogy a kezdetektől, mely részvények alkották a BUX indexet:

1991. január 2.-július 12.:

Első Magyar Szövetkezeti Sörgyár Rt., Fotex Rt., Ibusz Rt., Müszi Rt., Skála-Coop Rt., Sztráda-Skála Rt.

1991. július 13.- szeptember 23.:

Dunaholding Rt., Konzum Rt., Első Magyar Szövetkezeti Sörgyár Rt., Fotex Rt., Ibusz Rt., Müszi Rt., Skála-Coop Rt., Sztráda-Skála Rt.

1991. szeptember 24.- 1993. június 30.:

Dunaholding Rt., Konzum Rt., Első Magyar Szövetkezeti Sörgyár Rt., Fotex Rt., Ibusz Rt., Müszi Rt., Skála-Coop Rt., Sztráda-Skála Rt., Styl Rt.

1993. július 1.- 1994. július 31.:

---

<sup>10</sup> BUX kézikönyv, 1998. február 1.

---

Danubius Rt., Dunaholding Rt., Konzum Rt., Első Magyar Szövetkezeti Sörgyár Rt., Fotex Rt., Ibusz Rt., Pick Rt., Skála-Coop Rt. (S, T sorozat), Styl Rt., Zwack Rt.

1994. augusztus 1.- december 16.:

Danubius Rt., Domus Rt., Dunaholding Rt., Konzum Rt., Első Magyar Szövetkezeti Sörgyár Rt., Fotex Rt., Ibusz Rt., Globus Rt., Primagáz Rt., Pick Rt., Skála-Coop Rt. (S, T sorozat), Styl Rt., Zwack Rt

1994. december 19.- 1995. szeptember 29.:

Danubius Rt., Domus Rt., Dunaholding Rt., EGIS Rt., Első Magyar Szövetkezeti Sörgyár Rt., Fotex Rt., Global TH Rt., Globus Rt., Goldsun Rt., Graboplast Rt., Inter-Európa Bank Rt., Pannonplast Rt., Pick Rt., Primagáz Rt., Richter Gedeon Rt., Skála-Coop Rt. (S, T sorozat), Zwack Rt.

1995. október 2.- 1996. március 29.:

Agrimpex Rt. (névre szóló), Danubius Rt., Domus Rt., Dunaholding Rt., EGIS Rt., Első Magyar Szövetkezeti Sörgyár Rt., Fotex Rt., Global TH Rt., Globus Rt., Goldsun Rt., Graboplast Rt., Humán Rt., Inter-Európa Bank Rt., OTP Bank Rt., Pannonplast Rt., Pick Rt., Primagáz Rt., Richter Gedeon Rt., Skála-Coop Rt. T sorozat, Zalakerámia Rt., Zwack Rt.

1996. április 1.- 1996. szeptember 27.:

Agrimpex Rt. (névre szóló), Csopak Rt., Danubius Rt., Domus Rt., Dunaholding Rt., EGIS Rt., Fotex Rt., Global TH Rt., Globus Rt., Goldsun Rt., Graboplast Rt., Humán Rt., Inter-Európa Bank Rt., MOL Rt., OTP Bank Rt., Pannonplast Rt., Pick Rt., Primagáz Rt., Richter Gedeon Rt., Skála-Coop Rt. T sorozat, Styl, Zalakerámia Rt., Zwack Rt.

1996. szeptember 30.- 1997. március 28.:

Borsodchem, Cofinec, Csopak Rt., Danubius Rt., Domus Rt., Dunaholding Rt., EGIS Rt., Eravis, Fotex Rt., Globus Rt., Goldsun Rt., Graboplast Rt., Humán Rt., Inter-Európa Bank Rt., MOL Rt., OTP Bank Rt., Pannonplast Rt., Pick Rt., Primagáz Rt., Richter Gedeon Rt., Skála-Coop Rt. T sorozat, Styl, TVK, Zalakerámia Rt., Zwack Rt.

( A Goldsun 1997. január 16-tól törölve a kosárból felszámolás miatt.)

1997. április 1.- 1997. szeptember 30.:

Borsodchem, Cofinec, Csopak Rt., Danubius Rt., EGIS Rt., Eravis, Fotex Rt., Globus Rt., Graboplast Rt., Horizon-Multiplan Rt., Humán Rt., Inter-Európa Bank Rt., MOL Rt., OTP Bank Rt., Pannonplast Rt., Pick Rt., Primagáz Rt.,

---

Richter Gedeon Rt., Skála-Coop Rt. T sorozat, TVK, Zalakerámia Rt., Zwack Rt.

1997. szeptember 30.- 1998. március 31.:

Borsodchem, Danubius Rt, EGIS Rt, Fotex, Globus Rt, Graboplast Rt, Humán Rt, Inter-Európa Bank Rt, Mezőgép Rt, MOL Rt, NABI, OTP Bank Rt, Pannonplast Rt, Pick Rt, Primagáz Rt, Richter Gedeon Rt, Skála-Coop Rt T sorozat, TVK, Zalakerámia Rt, Zwack Rt.

1998. április 1.-től:

Borsodchem, Danubius Rt, EGIS Rt, Fotex, Graboplast Rt, Humán Rt, Inter-Európa Bank Rt, Matáv Rt, Mezőgép Rt, MOL Rt, NABI, OTP Bank Rt, Pannonplast Rt, Pick Szeged Rt., Primagáz Rt, Rába Rt, Richter Gedeon Rt, Skála-Coop Rt T sorozat, TVK, Zalakerámia,

## A határidős ügyletekről

Az indexek nemcsak a tőzsdék átlagos hangulatának megítélésében játszanak fontos szerepet, hanem derivatív ügyleteknek tárgyát is képezhetik és képzik is. Így a határidős kereskedés alapjául szolgáló mögöttes termék. Külföldön legkedveltebbek az indexopciók, míg hazánkban a határidős index-kereskedelem vívott ki magának nagy népszerűséget. Ezeket a befektetési formákat olyanoknak érdemes választani, akik az egyes papírok árfolyamának pontos alakulását nehezen tudják megítélni, de a piac egésze alakulásának irányát jól látják s erre akarnak spekulálni, vagy befektetésük értékét megvédeni.

Itt kell említést tennem a derivatívák jelentéséről, jelentőségéről a modern tőkepiacokon.

A Derivatív - szó származékos, származtatottat jelent. Derivátum, azaz származtatott tőzsdei ügylet a neve az olyan fiktív kötéseknek, amelyekkel eredetileg az árfolyam és kamatingadozások ellen biztosítottak különféle határidős ügyleteket. Manapság ezen a fiktív piacon 8 billió(!), azaz 8000 milliárd dollár mozog a szakma becslése szerint. "Aki aprópénzét ilyen derivátumokba fekteti, az szinte mindig veszít" - mondja André Kostolany. A pénzügyekben a derivatív ügyleteknek két fajtáját különböztetjük meg egymástól.

### I. Határidős üzletek és

## II. Opciós üzletek tartoznak ide.

Ezekkel mind a tőzsdén, mind az OTC (pulton keresztüli) piacokon találkozhatunk. Erre jó példa a devizával való kereskedés.

Lássuk először az *opciós ügyleteket*. Az ilyen fajta üzletkötésre a BÉT-en már volt példa, de 1996-ban ideiglenesen felfüggesztették a jelenlétét különböző botrányok miatt. Idén újra sort kerítenek az e fajta üzletkötésekre. Az Opció nem más, mint egy vételi vagy eladási jog, és ezekkel a jogokkal folyik a kereskedés a tőzsdéken. Ezek a vételi vagy eladási jogok értékpapírokra vonatkoznak. Az Opciós ügylet lényege, hogy egyik fél jogosult a másik kötelezett. Az opció kiírója, a jog eladója, kötelezettséget vállal a jövőbeni teljesítése. Az opció (jog) vevője jogot szerez arra, hogy lejáratkor eldönthesse él-e az opciós lehetőséggel, vagy sem. Nyilvánvalóan akkor él a jogával, ha az árfolyam időközben számára kedvezően alakul. Az opció vevője a szerzett jogért cserébe opciós prémiumot (díjat) fizet az opció kiírójának, az ügyletkötés pillanatában. Akkor éri meg a jogosultnak lehívnia az opciót, ha a prompt árfolyam az opciós árfolyam fölé kúszik. Ebben az esetben még lehet veszteséges az üzlet a kedvezményezett számára, de csökkenti veszteségét, ha él opciós jogával, vagyis kevesebbet bukik az üzleten, mintha nem hívta volna le opcióját.

A másik derivatív üzlet-fajta a *határidős üzlet*. Határidős ügyletnek nevezzük a későbbi teljesítésre vonatkozó üzletkötést. Majdnem ugyanolyanok, mint a prompt üzletkötések, csak itt a teljesítés jövőbeli időpontja lép be plusz elemként az ügyletkötés folyamatába.

A határidős ügyletek lényege a spekuláció a jövőbeli árra. Mert ha valaki arra számít, hogy egy részvény ára emelkedni fog, akkor határidős vételi szerződést köthet. Ha számítása bejön és a részvény ára a teljesítés napjára tényleg magasabb lett, mint az a határidős szerződésben volt, akkor azonnal eladva a részvényeket, kifizetheti a vételárat, és a különbséget megtartja, mint nyereséget. Viszont ha valaki árfolyamcsökkenésre számít, akkor most ad el, vagyis eladási pozíciót nyit, és a lejárat időpontjában a már lecsökkent árfolyamon vásárolja meg az adott részvényt. Abban különbözik ez az opciótól, hogy itt mind az eladónak, mind a vevőnek kötelezettsége van az üzletkötésre nézve és nem joga!

Hasonlóképpen működik ez az indexekre nézve is, csak ott nem árfolyamról beszélünk az üzletkötés során, hanem az index által elért, vagy a jövőben elérni kívánt pontokról. S így az index rövidebb, hosszabb távú trendjére nyitunk vételi vagy eladási pozíciókat.

A határidős piacok létrejötte a jövőbeli árak, árfolyamok és kamatlábak alakulásának bizonytalanságával függ össze.

A BÉT határidős piacának megnyitásakor négy termékre - a BUX-ra, a 3 hónapos diszkont kincstárjegyre, a dollárra és a német márkára - köthettek üzleteket a befektetők. A forint valutakosarának összetételével megegyező arányban kötött úgynevezett kosaras ügyletek népszerűségét látva, 1995 novemberétől az ecu-t is bevezették a határidős termékek közé, lehetőséget teremtve arra, hogy a befektetőknek e pénznemet ne a német márkával kelljen helyettesíteniük.

A forint- és a devizakamatok közötti különbség csökkenésével viszont megcsappant a befektetők érdeklődése a kosaras ügyletek iránt, ami számottevő visszaesést okozott a devizák határidős forgalmában.

Az indulást követően a 3 hónapos diszkont kincstárjegyek határidős kereskedelme mutatta a legerőteljesebb fejlődést, Az állampapírpiacra abban az időben ez az instrumentum volt a legkelendőbb, így érthetően érdeklődést keltettek a határidős hozamaira köthető fedezeti és spekulatív ügyletek is. A határidős forgalom a promptpiaci hozamok 1995 végétől kezdődő zuhanásával futott fel látványosan, mivel egyre több kockázatkedvelő spekuláns befektető ismerte fel az ebben rejlő extraprofit lehetőségét.

A hozamok viszonylagos stabilizálódása, illetve a bankok számára sokkal használhatóbb budapesti bankközi kamatlábra (BUBOR) szóló kontraktusok bevezetése óta a kincstárjegyek határidős piaca csipkerózsika-álmát alussza. Miután az azonnali piac kereslete a hosszabb lejáratú papírok felé tolódott el, megteremtették annak a lehetőségét, hogy a 12 hónapos diszkont kincstárjegy jövőbeli hozamaira is köthessenek üzleteket az alkuszok. Az elmúlt időszakban azonban - néhány ügylet keretében - csak egy-két kontraktus cserélt gazdát.

Az 1 hónapos és 3 hónapos futamidejű BUBOR megszületésével párhuzamosan a BÉT és a BÁT határidős piacán is lehetővé vált a kamatok határidős kereskedése. Annak ellenére azonban, hogy nem csupán a bankok számára irányadó kamatlábakról van szó, az elmúlt hónapokban sem a hitelintézetek, sem a vállalkozói szféra nem mutatott különösebb érdeklődést a termék iránt. Ennek magyarázata abban keresendő, hogy az azonnali piacon is csekély a népszerűsége a BUBOR-nak.

Ezzel ellentétes trend figyelhető meg viszont a BUX határidős piacán. A kereskedés elindulásakor a piacot leginkább a pangás jellemezte - napi egy-két kontraktust regisztráltak csupán, a nyitott kötésállomány néhány százra rúgott. Ehhez hozzájárult az is, hogy ekkor még a részvények kereskedelme előtt zajlottak a határidős ügyletek. Az alapletét összege mindössze 6 ezer forint volt kontraktusonként. A klíring, azaz az elszámolóáranként 60 pontos árelmozdulás akkoriban fehér hollónak számított még a piacon. Gyakran előfordult, hogy ajánlatok híján csupán az árjegyző által közölt érték szerepelt a monitoron. (Ma kontraktusonként 60-70 ezer forint a KELER által megkövetelt alapletét

összege, ami 600-700 pontos árelmozdulásra nyújt fedezetet, s ekkora elmozdulás esetén rendel el a tőzsde fedezetvizsgálatot, azaz klíringet.)

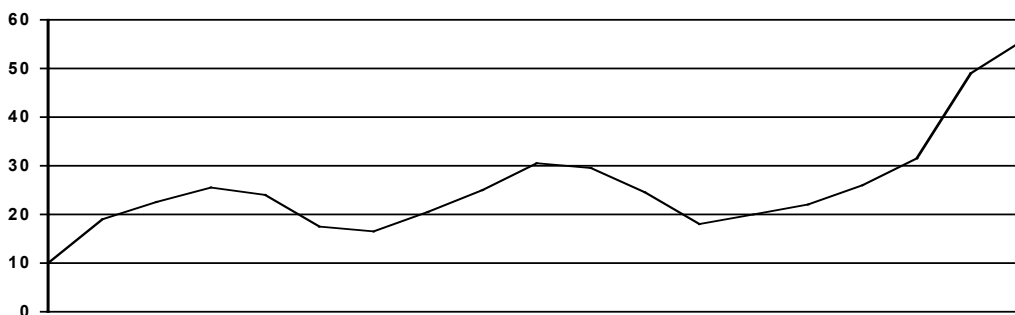
Eredetileg az indexkereskedelmet befektetési alapok részére hozták létre, azzal a céllal, hogy a részvényekbe fektető alapok fedezni tudják magukat az árfolyamváltozások kockázata ellen. Kezdetben a tőzsdére befektető kevés számú alap összességében viszonylag csekély tőkével rendelkezett, így a határidős piacon is kevés számú fedezeti ügyletet kötöttek.

A spekulánsok körében vált különösen népszerűvé a határidős index kereskedelem, mégpedig a nagy tőkeáttétel miatt.

Az elmúlt időszak részvénypiaci fellendülése a befektetők érdeklődését is megnövelte a részvényalapok iránt, így - a megfelelő tőkeerőnek köszönhetően szerepük is jelentősen megnőtt, így mára az egyik fő meghatározói lettek a határidős BUX kereskedésének, ami a forgalomra is igen jótékony hatást gyakorolt.

Az egyre többek által véget nem érőnek hitt prompt piaci áremelkedés hatására a határidős BUX vásárlása az extraprofitszerzés megvalósítható útjává vált. A extraprofit lehetősége pedig egyre több és több kis- és nagybefektetőt vonzott a piacra. A határidős BUX piac forgalma így hihetetlenül gyors növekedésbe kezdett, az utóbbi időben már az is többször előfordult, hogy a prompt részvénypiacnál is nagyobb forgalmat regisztrálhattak. Ezt a hirtelen forgalom-növekedést szemlélteti az alábbi grafikon, amely a nyitott kötésállomány értékének változását mutatja be 1997 első kilenc hónapjában:

A nyitott kötésállomány alakulása 1997 január 1.-től szeptember végéig (ezer kontraktusban)



Az igazi áttörést a BUX-piac számára a tavaly januárban megindult hossz jelentette. Hirtelen megnőtt a piaci szereplők száma és likviditása is. A Keler által kért alapletét összege az index töretlen felívelésével együtt emelkedett. Manapság már napi 6 ezer kontraktusnyi forgalmat is bonyolítanak az alkuszok, s nyitott kötésállomány már a 50 ezret is meghaladja.

A fellendülés a kereskedési idő meghosszabbítását is kikényszerítette, amely 97. június 6.-tól már az egész részvénypiaci ügyletkötés hosszát lefedi. A

kereskedelem egyébként továbbra is három szakaszból áll: a nyitó- és zárószakasz 10-10 percig, míg a szabad kikiáltásos üzletkötések már egy órán át tartanak. a külső szemlélő számára nyilván a szabad szakasz a leglátványosabb, de egy rutinos "buxozó" tudja: igazán magas extraprofittal a nyitó szakaszban való részvétel kecsegtet, persze az ezzel járó tetemes kockázattal. A londoni tőzsde árainak ismeretében néhány perc alatt hasonló mértékű árelmozdulás következhet be a határidős piacon is.

A másik ok, hogy a nyitó szakaszban még viszonylag kevés ajánlatot adnak be a brókerek, ezért néha irreális árakon is lehet üzletet kötni. Persze azért a szabad szakaszban is lehet pénzt keresni. Sokan esküsznek rá, hogy ez a legjobb üzlet, hiszen ha eltalálják az aznapi trendet, napon belül is lehet kontraktusonként akár 10 ezer forintot is keresni. Emellett a napon belüli üzletek brókerjutaléka is alacsonyabb.

A piacra mindig is a trendek túlreagálása volt jellemző. Éppen ezért, megjelentek a piacon olyan résztvevők is, akik ezeket a túlreagálásokat próbálják meg kockázatmentesen kihasználni. A fedezeti ügyletkötő intézményekről és alapokról van szó, valamint az úgynevezett spread-ügyletekre specializálódott kisbefektetőkről. Az eljárás igen egyszerű. A fedezeti ügyletet kötő a BUX indexkosarának megfelelő összetételű portfóliót vásárol, majd általában a legmagasabb kamattartalommal rendelkező határidőt eladja. Csupán arra kell ügyelnie, hogy a pozíciók finanszírozására megfelelő készpénzt tartalékoljon. A csekély kockázattal így elérhető éves hozam 50-60 százalék, ami igencsak kecsegtető. Idővel ezek az üzletek egyre népszerűbbek lettek, és sokat segítettek abban, hogy a határidős árak alakulása ne legyen olyan rapszodikus.

A másik elég biztosnak mondható arbitrázs-ügylet a spread. Ezzel azt lehet jól kihasználni, ha a különböző lejáratú határidők közötti kamattartalmakban rejlik különbségeket. Elterjedésüket nagymértékben hátráltatta, hogy az APEH nem ismerte el ezt a fajta ügyletet, így a spread nyereséges lába után nyereségadót kellett fizetni. Tavaly azonban végre helyére került a dolog, s azóta már csak a spread nyeresége után kell adózni, tehát le lehet vonni a veszteséges üzleteket a nyereségből. Szélsőségek egyébként ezen a piacon is akadnak: amíg például '96. nyarán előfordult, hogy a lejáratok közötti elszámoló árak csak 100 ponttal tértek el egy mástól, addig '97. januárjában két szomszédos határidő között 540 pontos differencia is kialakult. A piac meghatározó szereplője mindig az árjegyző, aki élő vételi és eladási ajánlataival a likviditás egyfajta biztosítója.

A kezdetektől 1996. október végéig az ABN Amro Hoare Govett töltötte be az árjegyző szerepét. Ők voltak a piac legnagyobb szereplői is. 1997. januártól azonban ritkábban, de akkor nagyobb tételben kötnek fedezeti ügyleteket. Az új árjegyző 1996. novemberétől a Postabank Értékpapír RT. A pályázat értelmében szűkebb sávban jegyzik az árakat, s növelték a felajánlott mennyiséget is, ami azt jelenti, hogy a két legközelebbi határidő esetében 20-20 kontraktust kell vételre illetve eladásra ajánlaniuk.

A BUX számítása 1997. április elsejéig a napi átlagárak alapján történt, ezt követően viszont már a napi záróárakból határozzák meg a tőzsde hivatalos indexének értékét. Ennek megfelelően, a határidős kereskedésben is át kellett térni a záróáras BUX-elszámolásra. Ami a jövőt illeti, a távlati célok között szerepel egy új határidős instrumentum bevezetése is. A Budapesti Értéktőzsde által képzett CESI tőzsdeindexben magyar, lengyel, cseh, szlovák, horvát részvények szerepelnek. Ez az index nagy érdeklődésre tarthat számot azon külföldi befektetési alapok körében, amelyeknek nem csak egy országban, hanem az egész régióban vannak érdekeltségeik. A CESI segítséget nyújthat a külföldi tőke átcsábításához is. A bécsi tőzsdére ugyancsak érdemes odafigyelni, ahol a BUX potenciális vetélytársát, a HTX-et számítják. Ennek kereskedelme még gyerekcipőben jár, nem szabad azonban lebecsülni, mert ezáltal a külföldiek a bécsi határidős tőzsdén is köthetnek fedezeti ügyleteket a magyar részvényeikből álló portfólióikra.

Végül, mielőtt - a gyors meggazdagodás reményében - bárki is a határidős kereskedésre adná a fejét, érdemes felhívni a figyelmet: ez a játék korántsem zéróösszegű, azaz egyik fél veszteségéhez a nyertes nem teljesen juthat hozzá. A 20 százalékos nyereségadóval és a kontraktusonkénti 700-2000 forintnyi megbízási díjjal az üzletág biztos nyertesei közé az állam és a brókercégek számítanak. Az adó kikerülésére nincs mód, mivel a BUX-pozíciókat nem lehet tőkeszámlára helyezni. Megoldás lehet, ha valaki egy társaság számlájára dolgozik, ekkor ugyanis a veszteséges üzlet a nyereséggel szemben elszámolható.

#### IV. A BUX Index alakulása

Kapitalista viszonyok között a termelési eszközök magántulajdonban vannak, s az eddigiek alapján leszűrhető, hogy az értéktőzsdék olyan helyek, ahol eme termelési eszközökre vonatkozó tulajdonjogokat adják-veszik.

A New York-i Értéktőzsde a világ fő értékpapírpiaca, ahol több ezer értékpapír van bejegyezve. Működését magánklubként kezdte, de napjainkban

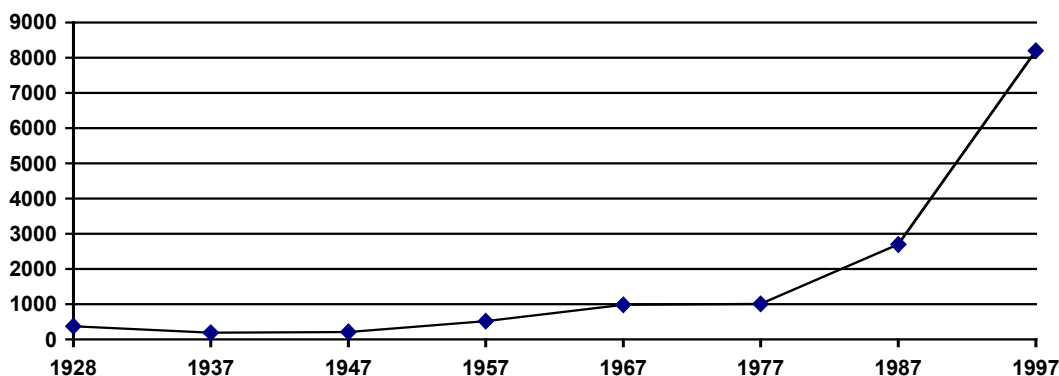
már többszáz ezer dollárba kerül a tagság megvásárlása. A New York-inál kisebb Amerikai Értéktőzsde működése attól az időtől datálódik, amikor az alkuszok az utcán találkoztak és bonyolították le ügyleteiket, kézjelekkel érintkezve az ablakokból kihajoló hivatalnokokkal, akik az ügyleteket feljegyezték és csak a húszadik században költözött tető alá.

A világon minden nagy pénzügyi centrumnak megvan a maga értéktőzsdéje. A fontosabbak: Londonban, Párizsban, Frankfurtban, Tokióban, Zürichben, Hong Kongban és Torontóban működnek.

### A Dow Jones Ipari Átlag Index alakulásának rövid áttekintése

A Dow Jones az egyik fő befolyásoló tényezője a BUX-nak. A 80-as évekig lassan, "megfontoltan" növekvő tőzsdei árak azóta bekövetkezett viharos növekedését példázza a Dow Jones index néhány értékét bemutató grafikon:

**A Dow Jones alakulása 1928-tól napjainkig**



1928-tól szerepel 30 vállalat papírja az indexben. Az 1929. évi pénzügyi összeomlás idején a Dow Jones Index értéke 381 pont volt. Az 1930. és 1935. közötti nagy világválság idején egészen 41.22 pontig süllyedt ez az érték. 1935.-1940. közötti időszakban volt 194 is az értéke, de lecsökkent 100 pont alá is. 1940. és 1945. közötti időszakban elérte a 92-es értéket az index. A II. világháború után kezdett valamennyire emelkedni, amikor is 212-es pontértéket is felvette, majd a hidegháború éveiben sem változott jelentősen, mert az 1950-től 1955-ig terjedő időszakban is csupán 255 pontig nőtt. A háború utáni konjunktúra 1955. és 1960. közöttre tehető, amikor is a csúcs 521 pont, az alsó határ pedig 419 pont volt. 1960-tól 1965-ig 535 és 734 pont között mozgott az index értéke. 1965. után felemelkedett egészen 1000 pontig is a Dow Jones, csak hogy ezt nem igazán lépte át az akkori vietnámi háború miatti stagnálás

miatt. 1970. utáni időszakban a csúcsa 1067 pont volt, csakhogy az 1973.-75. évi recessziók miatt 573 pontra is visszasüllyedt. Egészen 1980-ig mozgott az 1000 pont alatti sávban az index értéke, majd a megélénkülés 1985-től figyelhető meg, ugyanis ekkor kúszott fel közel 1300 pontig. 1987. januárjában hagyta el az index a 2000 pontot, hogy még ez év októberében az addigi legnagyobb esését produkálja ami 22,6% volt. A 3000 pontot 1991.-ben sikerült az indexnek elérnie az Öböl-háború idején, amikor is a Fed -az amerikai központi jegybank- kamatlábcsökkentést hajtott végre. A 4000 pont átlépése után már sokkal gyorsabb ütemben emelkedett az index értéke. 1995. februárjában történt a 4000 pont elérése s még ez év novemberében az 5000 pontos értéket is elhagyta a Dow Jones. Egy évre rá 1996. októberében már 6000 felett volt az index, 1997. február 13.-án lépte át a 7000 pontot s még ez év júliusában a 8000-et. Egyébként megfigyelhető, hogy a Fed kamatláb emelései mindig az index csökkenéséhez vezettek. Magyarázható ez azzal, hogy ilyenkor a befektetők igyekeznek eladni részvényeiket, s inkább bankba, vagy állampapírba tenni a pénzüket, ugyanis itt magasabb kamatot kapnak érte. Egyébként a jegybankok kamatpolitikájának a gazdaság szabályozása a célja. Ha túlfűtött a gazdaság, s az árak elszaladnak, akkor ezt kamatemeléssel korrigálja a központi jegybank.

### A BUX index lényegesebb változásai

Az BUX bázisát az 1991. január 2.-ra vonatkozó érték jelenti, amely megállapodás alapján 1.000 pont. Ez az érték - a külföldi nagybefektetők kezdeti csekély érdeklődésének köszönhetően - éveken át nem mozdult el szignifikánsan az 1000 pontos szint közeléből (1991. végén 837, 1992. végén 890, 1993. végén 1264, 1994. végén 1470, 1995. végén 1528 ponton állt), majd 1996-tól kezdve viharos gyorsaságú emelkedésbe kezdett: 1996. végére 4134 pontra növekedett, ami abban az évben a világ tőzsdéi közül - dollárban számolva - a legnagyobb arányú növekedést jelentette, majd 1997. augusztusára elérte az addigi legmagasabb értékét 8483 pontot, amely egyébként a Dow Jones addigi maximumánál is közel 200 ponttal magasabb érték. Ez a nagyarányú növekedés minden bizonnyal a külföldiek erőteljesebb befektetéseiknek volt köszönhető, akik azért is döntöttek a magyar tőkepiac mellett, mert 1996. év végén Magyarországot a külföld *befektetői kategóriába*<sup>11</sup> sorolta A tőzsdeindex viharos növekedésével párhuzamosan lett népszerű egy speciális tőzsdei instrumentum, a határidős tőzsdeindex, hétköznapiabb szóhasználattal a határidős BUX. A prompt részvénytőzsde 1996-os és 1997-es

<sup>11</sup> Figyelő különszám: A pesti tőzsdék, 1997. július

diadalmenete, valamint a határidős piacokra jellemző magas tőkeáttétel révén 1997. végére népszerűsége annyira megnőtt, hogy forgalmának értéke elérte a prompt részvénytőzsdét.

Az index változása tehát az ország gazdaságának változását mutatja. Azonban a régi meghatározás, mely szerint a tőzsde egy ország gazdaságának általános állapotát tükrözi, ma már egyre kevésbé mondható pontosnak. A mára egyre nagyobb hatalomra és egyre kiterjedtebb befektetésekre szert tevő multinacionális vállalatok révén a világ tőzsdéi között egyre nagyobb korreláció, együttmozgás alakul ki. Ennek következtében akár egy egyébként jól működő, belső problémák nélküli gazdaságban (például az USA) is krach, hirtelen összeomlás alakulhat ki, egy külső probléma (például egy általános ázsiai krízishelyzet) hatására. További példát jelentenek a még csak kialakulóban lévő kelet-európai gazdaságok, így a magyar piac: a hazai tőzsde létét, 1996. óta tartó virágzását ugyanis a külföldi nagybefektetők megjelenésének köszönheti, mint ahogyan az októberi-novemberi zuhanás után is sokan féltek a külföldi nagybefektetők kivonulásától.

Másrésről a gazdaság reális állapotának bemutatását akadályozza az is, hogy a tőzsdeindexet alkotó részvények - mint bármely más, a tőzsdén szereplő részvény - már egyre kevésbé nyújt reális információt a vállalat értékéről.

Egyre többször kerül szóba a részvények túlértékeltsége, illetve az, hogy a tőzsdei árak mára egyre jobban elszakadnak a valós a gazdaságtól.

Mindezen érvek ellenére a tőzsde indikátor szerepe vitathatatlan. A tőzsdeindexek alakulásából a különböző gazdaságok relatív állapotára pedig mindenképpen lehet következtetni. Erre példa a legutóbbi, októberi-novemberi tőzsdekrach is. Az ázsiai krízisre, a hong-kongi tőzsde zuhanására az egész világon általános krachal reagáltak a tőzsdék. Azonban a fejlett, belső problémák nélküli gazdaságok tőzsdéi (így az amerikai, az angol, a német tőzsde) a krachot követően viszonylag gyorsan talpra álltak, a zuhanás utáni a korrekció (középtávon) nagyobb volt, mint a gazdaságilag sokkal instabilabb kelet-európai országokban, ahol a krach nem is egy, hanem két nagyobb zuhanás formájában zajlott le. (Ez inkább csak hazánkra volt jellemző.)

### *A Lombard-bomba okozta krach*

Hazánkban a második zuhanást az úgynevezett lombard-hitelek lejáratá miatt kényszerlikvidálások okozták. A lombardhitelezés azt jelenti, hogy a befektető magán- vagy jogi személy a tulajdonában levő értékpapír (részvény) állományát letétbe helyezi a lombard hitelt folyósító hitelintézetnél, s ennek árfolyamértékének bizonyos százalékáért hitelt kap, amit kizárólag tőzsdei

ügyletkötésekre fordíthat. Az így vásárolt újabb értékpapír-mennyiség szintén a felvett hitel biztosítékául szolgál, s az a hitelt nyújtó banknál, vagy egyéb intézménynél van letétbe helyezve. A gond ott kezdődik, ha az árfolyamok drasztikus mértékben kezdenek zuhanni. Ekkor ugyanis a hitelt kihelyező eladhatja a letétbe helyezett értékpapír mennyiséget, ha azok árfolyama egy előre kikötött határ alá esik.

Tavaly októberben a világ tőzsdéinek rakoncátlankodása a szokásos hevességgel érintette a pesti tőzsdét is. Bár másnaptól az üzletelés visszatérni látszott a régi kerékvágásba, a kétely árnyéka továbbra is ott lebegett a börze felett. A nemzetközi piacokon ugyanis az idegesség folytatódott, itt meg senki sem értette, hogy a határidős üzletelés, valamint a lombardhitelezés miatt ideges befektetők és brókerek súlyos likviditási problémái miként oldódhatnak meg varázsütésre.

E gyanú aztán beigazolódott. A tőzsdeindex tovább zuhant - látszólag minden különösebb ok nélkül, hiszen ezt még Hongkongra, vagy a Dow Jones-ra sem lehetett ráfogni. Persze ekkor már mindenki tudta, hogy a lombardhitel a bűnös, s az árfolyamokat a kényszerlikvidálások jól ismert lavinaszerű mozgása vitte szabadesésbe. Össze is ültek ezután a bankárok, de tagadták, hogy ők lombardoznának mondván, hogy az nem is valami jó üzlet.

A név eredete a világon mindenhol a konzervatív bankárokat juttatja az ember eszébe - Londonban még a City egyik utcáját is az egykor Lombardiából ide érkező bankárok hazájáról nevezték el.<sup>12</sup> Mindenesetre most majd mindenki látványosan pálcát tör a lombardozás felett, és ezzel minden meg is lesz oldva. Pedig nem kell határozottan elítélni ezt a fajta pénzügyi instrumentumot.

Az új értékpapírtörvényből kitűnik, hogy befektetési - magyarul lombard - hitelt csak befektetési társaság nyújthat. S az Állami Pénz- és Tőkefelügyelet tavaly novemberig ilyen engedélyt csak két cégnek adott.

Hivatalos adatok nem kerültek nyilvánosságra a lombardokkal kapcsolatban, mert a hitelintézetek nem jelentették e fajta forgalmukat a jegybank felé.

A lombardozás egyik legfőbb problémája üzleti természetű, és javarészt az emberek pénz utáni egészséges vágya hajtja. A lombard ugyanis mindenkinek jó. A bankot busás bevétellel kecsegteti, mert extra kamatlábat tud a befektetőre terhelni. Ennek pedig fel sem tűnik, mert a saját tőkére jutó nyeresége még így is mesés. A bróker is megkapja a jutalékát a befektetőtől és így az ő forgalma is jóval nagyobb.

Ezeket a pozitívumokat tekintve viszont mi a probléma a lombarddal?

---

<sup>12</sup> Figyelő: 1997. november 20.

E hitel gazdasági szükségességéről hosszan lehetne vitatkozni, mert a részvénybefektetések forrásainak mégiscsak a gazdaságban levő saját tőkének kellene lennie, mert másként nem teljesítené a sajáttőke funkcióját a részvények révén bevont vállalati tőke. Ugyanakkor növelheti is a piac stabilitását, ha likviditászavarok esetén áthidaló finanszírozást biztosít a befektetőknek.

Akkor válik azonban veszélyes fegyverré, ha a vásárlók hosszú távú vásárlóerejének növelésére szánják. Különösen így van ez a fejlődő piacokon és a tapasztalatlan pénzügyi szolgáltatók, résztvevők esetében.

De hiába vennénk ki ezt fajta játékot a hozzá nem értők kezéből, illetve hiába hajtánánk végre korlátozásokat a származékos termékek körére is, amelyek még nagyobb befektetési tőkeáttételt tesznek lehetővé, mert az igazi veszélyt a nagybefektető spekulánsok okozzák, akiket nem tudunk kizárni a tőzsdézésből, ugyanis az ő kezükön több pénz megy keresztül egy-egy tranzakció során, mint amennyit azok mozgatnak, akiknek tényleg szükségük van valamely vállalat részvényére. Ezek a nagy spekulánsok okozzák az igazi hektikus hangulatot, és szerintem ők a felelősek a nagyobb pánikokért is.

Mindenképpen szükség van a magánbefektetőkre, ugyanis csak ez a réteg rendelkezik hosszútávon olyan megtakarításokkal, amelyeket nélkülözni tud.

## V. Elemzés, összegzés

Persze tudnunk kell, hogy nem minden nap vagyunk tanúi a lombardírozás miatti drasztikus árfolyam zuhanásnak. Éppen ezért megpróbálok összefüggéseket feltárni más árfolyamokkal és indexekkel a BUX indexre vonatkozóan. Mert, mint említettem a világ tőzsdéi között egyre szorosabb az együttmozgás, a korreláció a külföldi nagybefektetők több piacon való jelenléte, illetve a vállalatok papírjai egyszerre több tőzsdén való forgalmazása miatt.

Budapesten például egyes becslések szerint 70 %-os<sup>13</sup> a külföldi befektetők részesedése a tőzsdei tevékenységekből. Ezért okozhat erős hatást Közép- és Kelet Európában így a Budapesti Értéktőzsdén is az amerikai tőzsde idegessége adott esetben. A The Wall Street Journal Europe véleménye szerint a magyar tőzsde jelentős mértékben kapcsolódik a Dow Jones mutatóihoz, a dollár árfolyamok alakulásához.<sup>14</sup>

Véleményem szerint az a tény is igazolja, hogy valóban van a tőzsdék között kapcsolat, hogy sok vállalat részvényével több börzén is lehet

<sup>13</sup> Pénzpiac: 1997. augusztus

<sup>14</sup> The Wall Street Journal Europe: oct. 29, 1997

kereskedni. Például a magyarok közül: MOL, OTP, Richter, Egis, Zwack részvényei ott vannak a londoni vagy frankfurti piacokon is. Vagy nézzük a Matáv részvényt, ami már tavaly óta a Wall Street-en is szerepel.

De mindezek mellett még befolyásolhatja a tőzsdeindexeket így a BUX-ot is a deviza árfolyamok alakulása. Konkrétan a FT/\$ és DM/\$-ra gondolok.

Ugyanis egy-egy jelentősebb vállalati vagy makrogazdasági hír nélküli napon gyakran elegendő volt a dollár-márka keresztárfolyam, illetve a Dow Jones index változását figyelemmel kíséreni, mert abból nagy valószínűséggel következtetni lehetett a BUX index az napi változására. A dollár árfolyam illetve a Wall Street eseményei és a tőzsdeindexünk közötti számszerű statisztikai kapcsolatról számításokat is készítettem.

A dollár árfolyama és a BUX index közötti kapcsolat felülmúlva a \$ és Dow Jones korrelációját a nagyobb minták esetén a 80-90 %-ot is elérheti. Például 1996.-ban BUX és FT/\$ kapcsolatának szorossága: 0,976 volt; ugyanez 1997.-ben: 0,906. Míg 1996-ban a Dow Jones és DM/\$ között csupán 0,61 -es korreláció volt tapasztalható. 1998. januárja és márciusa között a BUX kapcsolata a FT/\$ árfolyammal 0,807-es értékkel jellemezhető. Ugyanezen időintervallum alatt a Dow Jones és DM/\$ keresztárfolyam közötti kapcsolat csupán 0,308 volt. Ennél még a BUX index is "szorosabb" kapcsolatban van a DM/\$ keresztárfolyammal, ugyanis itt 0,42-es értéket mértem '98. első negyedévében.

Ez értékek közötti és nem %-os változások közötti korrelációt jelent.

Érdekes megfigyelni, s figyelemmel kíséreni a német és amerikai jegybank szerepét is! Ugyanis, ha például a Bundesbank - német jegybank - kamatot emel, akkor a DM/\$ kereszt árfolyam csökkenésnek indul, mert egyre inkább eladják dollárjaikat a német befektetők és helyette saját valutájukban tartják a pénzüket, mert az ettől kezdve magasabb kamatot fizet. Vagyis növekszik a dollár kínálata s így az árfolyama csökken.

Viszont a \$ drágulásával a részvények és kötvények is drágulnak így az index emelkedik. A gyengélkedő dollár pedig részvény eladásokhoz vezethet.

A Fed-nél - Egyesült Államokbeli jegybank - pedig több alkalommal megfigyelhető, ha emeli a rövid-távú kamatok az a Dow Jones index csökkenéséhez vezetett.<sup>15</sup> Például: 1994. első negyedévének végén, amikor is 5 év után először emelte a kamatokat jelentős mértékben csökkent az index értéke. Vagy 1997. tavaszán nem sokkal azután, hogy az index átlépte a 7000 pontot, a Fed kamatot emelt és ismét látványosan 6500 pont alá esett vissza a Dow Jones értéke.

---

<sup>15</sup> The Wall Street Journal Europe, oct. 29, 1997

A Dow Jones és BUX közötti erős, sőt erősödő kapcsolat érzékelhető. Egyre nyilvánvalóbb a korreláció a magyar és az Egyesült Államokbeli részvénytőzsdék mozgása között. Minél inkább felzárkózik az itteni vállalati papírok értéke a nyugati részvényekéhez, annál inkább figyelniük kell a hazai piacon ügyeskedő befektetőknek és spekulánsoknak az észak-amerikai és nyugat-európai tőzsdék mozgását.

Vizsgálataim során a Dow Jones New York-i; a DAX frankfurti és a londoni börze FT-SE indexét vettem figyelembe. 1995. április 1.-től követtem nyomon ezek alakulását. Ez a dátum azért is egy jelentős mérföldkő a BUX történelmében, mert ettől a naptól lehet rá határidős üzleteket kötni.

Statisztikai korreláció számításokat végeztem, amit számítógép segítségével hajtottam végre. Ezek a korrelációs mutatószámok  $-1$  és  $+1$  között változhatnak és azt fejezik ki  $+1$ -hez közelítve, hogy milyen szoros a kapcsolat két számhalmaz között. Ha az érték  $0$ , akkor független a kapcsolat, ha negatív, akkor pedig ellentétes irányú mozgás figyelhető meg a két vizsgált blokk között.

1995-ben a BUX és DJIA kapcsolatának szorossága közepes a  $0,61$ -es értéket tekintetbe véve. A vizsgált 9 hónapból 4-ben is ellentétes irányú mozgásnak lehettünk tanúi. 1996.-ban és 1997.-ben egyre erősödik a kapcsolat szorossága  $0,8$  és  $0,9$ -es értékeket vett fel éves szinten. Kisebb számú minta esetén, havi bontásban ez nem igazán figyelhető meg kivéve év elejét és 97. július-augusztusát, ekkor ugyanis világméretű hossz volt a tőzsdéken.

A tavaly októberi krach idején is erősnek mondható a kapcsolat szorossága, a  $0,75$ -ös korrelációs értékkel. Az azt követő novemberi  $0,18$ -as, szinte összefüggés nélküliség azzal magyarázható, hogy a fejlett piacok hamarabb talpra álltak. Ezen kívül a BÉT-en novemberben volt a második esés a már említett Lombard-hitelek miatt, ami teljesen független volt a külföldi tőzsdék eseményeitől. '98. első negyedében  $0,867$  volt a szorossági együttható értéke. Érdekes, hogy idén januárban  $0,1$  volt a korrelációs érték, tehát az év első hónapjában független volt egymástól a két tőkepiac, amit nehéz elhinni, márcsak a januárban bekövetkezett nagyobb korrekció miatt is, ami ismét a Távolkeletről érkezett, és érintette mindkét börzét. Január elején ugyanis Hong-Kong egyik legnagyobb bankja -a Peregrin Investments, ami főleg részvényekbe fektetett- kért maga ellen felszámolást. Az e miatt keletkező nagy eladási hullám Hong-Kongban  $8,7$  %-os, Singapurban  $8,75$  %-os eséshez vezetett. Január 9-én, pénteken a Dow Jones 222 pontot zuhant. Erre a BÉT hétfőn, 12-én reagált 720 pontos, mintegy  $9$  %-os korrekcióval! (A pesti tőzsde ismét túlreagálta az eseményeket.)

Érdekes, hogy éves szinten a DAX indexszel szorosabb a korrelációs kapcsolat, mint a DJIA-val, és ez havi bontásban is jobban megfigyelhető '95.-

ben és '96.-ban. Mindkét indexnél három esetben található 0,7 feletti érték, viszont a DAX-nál csak 3 negatív korreláció van, a két év alatt, míg a Dow Jones-nál 6 ellentétes irányú mozgás tapasztalható. '95.-től '97.-ig mind a három külföldi indexszel nőtt a kapcsolat, összefüggés, de a legnagyobb mértékben a New York-ival. Az idei év első három hónapjában is erősebb volt a korreláció Frankfurttal, amit a 0,88-as érték is jelez. Ennek az lehet az oka, hogy Frankfurt földrajzilag is közelebb van hazánkhoz, és a kereskedési idők is szinte lefedik egymást. Tehát a budapesti kereskedéssel egyidőben lehet figyelni a frankfurti eseményeket is, és így a Wall Street-i változások is ezen keresztül fejtik ki hatásukat. Valamint jelentős számú magyar részvény is van a német tőzsdén, és a papírok ottani árfolyamváltozásai közvetetten, rövid idő alatt gyakorolnak hatást a BÉT-en levő papírokra. A vizsgált indexek közül a londoni Footsee-vel a leggyengébb a mért korrelációs együttható. Ez a mérték 0,798 1998. első 3 hónapjára. De még ez is erősnek mondható. Nem csoda hiszen számos magyar részvény található meg a londoni börzén is és ezek árai is befolyásolják az itthoni részvényárfolyamokat.

A MOL 1996. óta van benne az indexkosárban jelentős arányban. Az 1996. évben 6 hónapban is erősnek mondható a kapcsolat a BUX-szal a 0,7 feletti értékei miatt. Az év végi gyenge összefüggést viszont a március és január ellentétes irányú és az augusztusi függetlenséggel magyarázhatjuk. Ebben az évben az árfolyam emelkedés aránya is "csupán" 64 %-os volt.

Egyre jelentősebbé vált a MOL a nagy befektetők szemében, így megnőtt az indexszel való szorosági kapcsolata. Tavaly minden hónapban pozitív volt a korreláció, 7 hónapban pedig 0,7 felett volt az értéke. Év végén pedig 0,89-es érték volt tapasztalható. Az árfolyam emelkedés aránya az előző évi 64 %-kal szemben 1997.-ben 125 %-os volt január első és december utolsó tőzsdénapja között! 1998. január elejétől március végéig a korrelációs együttható 0,91 volt. Ezt a nyilvános kibocsátás miatti árfolyamemelkedés is elősegítette. Februárban és márciusban még ennél is magasabb, 0,94, illetve 0,927-es értékeket számoltam. De mindentől függetlenül a MOL egy stabil, erős papírnak bizonyul, amit érdemes nemcsak tartani, hanem vásárolni is még a 7000-es érték alatt! Mivel egyszer már túllépte a 7000 forintot az árfolyama, véleményem szerint a második nekirugaszkodása után már nem fog visszaesni ez alá.

Itt kell említést tennem a másik általam vizsgált részvény a Richter Gedeon teljesítményéről, kapcsolatáról a BUX indexszel. Az 1996. évben a Richter részvény és BUX index közötti összefüggés nagyon szoros volt, értéke: 0,98. 1996. januárja és decembere között a Richter az arányaiban vett növekedésben hagyta a BUX akkori világrekordjaként emlegetett növekedést. Ugyanis a Richter ekkor 225 %-ot növekedett egy év alatt! Míg a BUX csak 165 %-ot. A Richternek még a FT/\$ árfolyammal mért korrelációja is igen erős a maga 0,95-

ös értékével. 1996.-ban a MOL és Richter részvények között kapcsolatot nem lehetett kimutatni, mert a korrelációs együttható mindössze 0,26 volt.

A Richter 1997. évi növekedése FT-ban 127 % volt, ami az 1996.-os évi 235 %-ot figyelembe véve kisebb növekedést jelent. Dollárban ez a növekedés 185 % volt 1996-ban, 1997-ben pedig 81,2 %. 1996-ban a Richter és a BUX szorossági kapcsolata 0,987 volt, ami nagyon erős összefüggést jelent. Ez szinte alig változott 1997-ben, amikor is a korreláció 0,961 volt. Az idei év első három hónapjában a szorossági mérőszám 0,82-ra csökkent, ami meglepő lehet az elmúlt két évben nyújtott teljesítményéhez képest. Sőt március hónapban -0,53 volt a korrelációs együttható a BUX index és a Richter részvénye között. Ebben az időszakban nem emelkedett az indexszel párhuzamosan ennek a papírnak az árfolyama. Talán drágának találják a befektetők, s a spakulánsok sem látnak benne akkora mértékű %-os fejlődési lehetőséget. Véleményem szerint ebben a papírban messze nincs akkora növekedési lehetőség, mint amekkorát az elmúlt években láthattunk. Már annak is örülnünk kell év végén ha a felét hozza az 1997. évi 81 %-os árfolyamemelkedésének.

Vizsgáltam még a BUX index és deviza árfolyamok közötti kapcsolatot is. Ebből megállapítottam, hogy a FT/\$ árfolyammal van indexünk szorosabb kapcsolatban. 1995.-ben ez az érték 0,69, ami közepes szorosságot jelent, viszont '96.-ban és '97.-ben a kapcsolat szorossága erős a 0,9-es értékkel jelezve. Az idei első három hónapban ez az érték is lecsökkent 0,807-re.

A BUX index és a DM/\$ keresztárfolyam kapcsolata '97-ben 0,87 volt, ami szintén erősnek mondható, de azért kissé elmarad a 0,906-os FT/\$ korrelációtól.

A BUX és a másik két - általam vizsgált - európai index alakulása a következőképpen alakult 1997.-ben: BUX és DAX között a korreláció 0,937 ami érdekes módon erősebbnek bizonyult a DJIA-val kialakultnál. Viszont a londoni indexszel a szorossági mérőszám gyengébb lett, még pedig 0,913. Ez a szorossági rangsor 1998-ban is megmaradt. Tehát legnagyobb a korrelációs kapcsolat a frankfurti tőzsdeindexszel, majd ezt követi a Dow Jones-zal mért érték, és végül a leggyengébb a BUX index korrelációja a londoni Footsee indexszel.

Szeretnék említést tenni ezek, az elmúlt 2,5 év során bekövetkezett, USD alapra vetített %-os változásairól is. Így a DJIA 90 %-ot növekedett, a frankfurti index 70 %-ot, sa magyar tőzsde az elmúlt két és fél év alatt 279 %-ot növekedett amerikai dollárban mérve, így maga mögött hagyva a nyugat-európai és amerikai tőkepiacok fejlődését.

Szeretnék néhány szót ejteni a magyar tőkepiac dollár alapon való %-os változásairól. 1996-ban a BUX index 125 %-kal emelkedett, amivel akkor a világon a legelső helyet szerezte meg. Ebben az évben a Richter részvénye még

ezt is felülmúlva 185 %-os emelkedést produkált amerikai dollárban számolva. A MOL ebben az évben mindössze 39 %-kal növekedett dollár alpra vetítve.

1997-ben a Richter dollárban mért %-os növekedése az előző évi 185 %-ról 81 %-ra csökkent. A MOL részvény USD-ban mért árfolyamnövekedése az év első és utolsó tőzsdénapija között 80 % volt.

Ebben az évben mindkét részvény növekedési üteme meghaladta a BUX indexét, ami 48 % volt dollár alpra vetítve. A frankfurti index növekedése dollárban számolva 1996-ban 15 % volt, 97-ben 28 %. A Dow Jones indexé pedig 26 % 1996-ban és 19 % 1997-ben.

Mint láthattuk dollárban számítva reálisabb, objektívebb képet kaptunk az indexek és részvények árfolyamának alakulásáról, mivel kiszűrtük a devizaárfolyamok változásait. Ezek segítségével próbáltam a magyar tőkepiac fejlődését, árfolyamnövekedések volumenét szemléltetni.

Visszatérve a korreláció számításokhoz érdekes, hogy mind 1996., mind 1997. januárjában igen erős korrelációs kapcsolat mutatható ki az indexek, a részvények, illetve a devizaárfolyamok között is. Ez nagy valószínűséggel a külföldi nagybefektetők portolió átrendezése miatt van, amit mindig év elején hajtanak végre. Ezen részvény vásárlások során a BÉT is egyre nagyobb hangsúlyt kapott. Erre következtethetünk abból is, hogy a tőzsdei forgalom 1996-ban 1.145 Mrd FT volt és 1997-ben közel hatszorosára, 6.736 Mrd FT-ra növekedett. Érdekes, hogy idén januárban független volt a tőzsdeindexek közötti kapcsolat, ami a január eleji globális korrekcióval magyarázható. Februárban már közepesre erősödött, majd márciusra megközelítették, illetve elérték a 0,9-es értéket a korrelációs együtthatók. Vagyis idén 1,5-2 hónapot késett a külföldi nagybefektetői portfólió átrendezés.

Ha befektetéseként vesszük figyelembe az előbbieken említett index, részvény és deviza árfolyamokat, kitűnik, hogy akkor tudtuk volna a legnagyobb profitot elérni, ha Richter részvényt vettünk volna 1996. januárjában, mert az több, mint nyolcszorosára növekedett az elmúlt két év során, míg a MOL "csupán" négyszeresére.

A magyar tőkepiacon mindeképpen viszonylag magaskamatláb mellett fektethetjük be megtakarításainkat a jövőben is. Véleményem szerint az egyik legmegbízhatóbb befektetési forma a határidős index ügylettel lefedezett részvényvásárlás, ugyanis itt a jegybanki alapkamat kétszeresét is realizálhatjuk nagyon kis kockázattal. A kis kockázat abban rejlik, hogy mennyire marad meg a tőzsde magas likviditása, forgalom képessége, vagyis a nagybefektetők a jövőben mennyire fogják biztonságosnak találni Magyarországot befektetői szempontból. Ez pedig erősen függhet az elkövetkező politikai választások

kimenetelétől is , illetve az Európai Unióhoz, vagy a NATO-hoz való csatlakozásunktól. Ezek a csatlakozások növelhetik a beáramló tőke biztonságérzetét. A külföld részéről érkező előnyösebb megítélést bizonyítja, hogy a hitelminősítők emeltek Magyarországot kategóriáján. A S & P stabilról pozitívrá helysbította elemzői indoklásokon alapuló véleményét. Okai a kedvezőbb termelési és export kilátások, illetve számítanak a nettó küladósság csökkenésére is.<sup>16</sup>

Nyugati befektetők Magyarországot tartják a legbiztonságosabb kelet-közép-európai célországnak. Elemzők állítják azt is, hogy hazánk jó úton halad a fejlett kapitalizmus felé.<sup>17</sup> Persze az elkövetkező kormányzat illetve annak politikája befolyásolhatja ezt. A választásoktól függetlenül el kell mondanom, hogy a '98-as évben ne számítsunk olyan nagy arányú %-os növekedésre a BÉT-en, mint tavaly, vagy azelőtt. Sem az árfolyamokat, sem a forgalmat tekintve. Ugyanis egyes vélemények szerint így is túlértékelődtek a magyar részvények. Bizonyítható ez azzal, hogy a tavalyi évben a tőzsdeindex 93 %-kal nőtt, ami a részvények átlagos árfolyamnövekedését jelenti, viszont a vállalatok elért eredménye csupán 48 %-kal növekedett az év során. Ez valóban jelentős különbség és mindenképpen ennek a résnek szűkülnie kell. Azonban vannak olyan elemzők is akik azt állítják, hogy nem most van túlértékelve a piac, hanem régebben volt alulértékelve. Ez a vélemény is megállja a helyét, ha arra gondolunk, hogy a privatizáció során nagyon olcsón, szinte bagóért lehetett vállalatokhoz hozzájutni, s ezek most kezdik a valós értéküket felvenni a nyílt piaci versenyben, aminek egyik színtere a tőzsde is. Ha figyelembe vesszük, hogy az első negyedévben 8-10 %-kal emelkedett az index pontértéke, akkor ez éves szinten 30-40 %-os emelkedést eredményezhet, bár vannak óvatosabb elemzők is, akik 10000 és 10500 közé jósolják a BUX index év végi értékét.

A kisebb arányú árfolyam emelkedések nyomán a spekulációs lehetőségek is csökkennek, ami mindenképpen biztosíthatja a tőkepiac biztonságosabbá válását. Így ha lassan is, de elérni látszódik a tőzsde valódi értékmérő szerepe, ahol a vállalatok valódi teljesítménye, makrogazdaságban betöltött szerepe határozza meg az árfolyamok egyre reálisabb kialakulását.

De ezenkívül természetesen nagy figyelmet kell fordítanunk a külföldi tőkepiacok működésére, valamint a külföldi, főleg amerikai és német jegybankok döntéseire.

Szerintem ettől függetlenül a derivatív ügyletek kevésbé lesznek meghatározóak a kisbefektetőknek, ami a résztvevők számának csökkenéséhez fog vezetni ezen a piacon már csak a megnövelt alap letéti díjak miatt is. Így talán színvonalasabbá válhat a határidős piacokon is a kereskedés és elkerülhető a fölösleges pánikhangulat kialakulása.

<sup>16</sup> Napi Gazdaság: 1998. január 23.

<sup>17</sup> Napi Gazdaság: 1998. március 21.

---

A tőzsde egyébként idén nyárra tervezi beüzemelni az MMTS piactámogató rendszert, amelynek már nem lesznek effektív kapacitáskorlátai. Ezentúl bővíthető a leggyorsabban fejlődő határidős piac, s ezt követően jöhet szóba a szabványosított opciós kereskedés felfuttatása, elektronizálása is. Valamint a Keler-ben terveket készítenek már a dolláralapú elszámolásra, s ezután lesz arra esély, hogy a CESI is bekerüljön a határidős termékek közé. Amiből még szerintem lesznek bőven viták a CESI-kosárban levő országok között, mert egyidőben folyó kereskedés megvalósításához valóban egy jól fejlett számítógépes rendszerre, illetve bizalmon alapuló elszámolásra van szükség a közép-európai országok között.