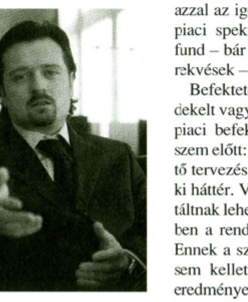
Interjú

Lapok a kezekben

Interjú a tőzsdei devizapiacról

A Budapesti Értéktőzsde származékos piaca 1995 márciusában nyitotta meg kapuit, éppen két évvel azután, hogy a Budapesti Árutőzsde útjára indította határidős devizaszekcióját. A két tőzsdéből és a bankközi kereskedelemből álló hazai devizapiac a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer 1995. tavaszi bevezetése jóvoltából óriási felfutást produkált. Nyilvános szegmensének középpontja – egészen az orosz pénzügyi válsággal összefüggő 1998-as nagy krachig – az árutőzsde volt. Napjainkra ez a struktúra alaposan átalakult. A devizaüzletben boomot hozó, ám igencsak ellentmondásos „régi szép idők" elmúltak, a két tőzsde egymáshoz viszonyított súlya egy piaci, szabályozási és belső okokból táplálkozó összetett folyamat keretében átrendeződött, a sajátosságaiból kifolyólag a bankközi piacon összpontosuló devizaüzlet tőzsdei szegmense fokozatosan a BÉT parkettjére tevődött át a 2004 eleje óta az értéktőzsdébe történő „integrálódásra" várakozó árutőzsdéről. 2003-ban nem is volt látványos jubileum. 2005 tavaszán viszont nyilvánosan emlékezett meg az évfordulóról a marketingoffenzívában lévő BÉT, és az idők változását jelezve két „üzleti pálmát" is kiadtak. A forgalom alapján piacvezető Erste Bank Befektetési Rt. mellett díjat kapott a nem hivatalos ranglista legaktívabb befektetője is. Az elmúlt másfél évtizedben a banki és a brókerüzletben egyaránt tevékenykedő, ma saját vállalkozásban kereskedő egykori üzletkötőt, Karagich Istvánt ebből az alkalomból kérdeztük.



– Sajátos pályát futott be a hazai pénzügyi szektorban, amennyiben banki és árutőzsdei brókeri múltat is magáénak tudhat, amire nem sok példát látni. A piacról szóló interjúban talán nem érdektelen felidézni: a kilencvenes évek elején banki treasuryben kezdett a K&H-nál, majd annál a „néhai" BKD Banknál folytatta, amely az első volt a BÁT devizapiacán árjegyzői teendőket vállaló bankok sorából. Onnan átnyergelt a brókerüzletbe, s több árutőzsdén érdekelt céget – közöttük a tragikus sorsú chicagói magyar bróker, Morvai Gábor vállalkozását – megjárva végül újra a K&H-nál landolt. Ott frontembere volt a devizaágazat megszervezésének, leküzdötte az ABN AMRO-val való fúzió akadályát, azután mégis önállósult. Hogy is vezetett az útja a legaktívabb befektető pozíciójáig?

– Szerencsés generáció szerencsés tagjának tekintem magam azokkal a fiatalokkal együtt, akik a kilencvenes évtized elején csatlakoztak a hazai pénzügyi szektorhoz, s kihívásként élték meg, komolyan vették a szakmát, a munkát, és igyekeztek minden csínját-bínját megtanulni. Emlékezhetünk rá, bankban, brókercégnél pár év alatt vezetői posztokig lehetett eljutni, akik élni tudtak a történelmi helyzet kínálta lehetőséggel, szép karriert futhattak be. Ma már kevesebb az esély arra, hogy munka közben, a mélyvízben tanulhassa meg a szakmát az ember, a szolgáltatók a verseny viszonyai közepette igyekeznek „kész" specialistákat szerződtetni.

Én elmondhatom magamról, hogy mind a banki, mind a befektetési üzletben úgy dolgozhattam, hogy közben tanulhattam is. A tetejében nem is akármilyen produktivitásban lehetett részem. Az a három árutőzsdei szolgáltató, amelyikhez elszegődtem – ami ezen a piacon lényeges: mindhárom alkalommal hívásra csatlakozva –, pár év leforgása alatt dobogós helyezést vívott ki a maga üzletében. Persze a növekedés magyar viszonylatban volt látványos, hiszen mindenütt szerény alapokról startolt, ez tehát nem számít olyan teljesítménynek, mintha kiforrott nyugat-európai piacon történt volna. Ám az is tény, hogy éppen a kiforratlanság miatt a tevékenység gyakorlásának a feltételei is szerények voltak – ennek a következményeit sokszor tapasztalhattuk is a különböző piaci zavarok kapcsán.

Az önállósodást már azelőtt fontolgattam, mielőtt kiderült, hogy a K&H és az ABN AMRO fuzionál egymással. Amikor azonban bejelentették a nagy eseményt, elálltam a tervemtől, mert minden jel (szó) arra utalt: szép jövő előtt állunk, új lendületet kaphat a tevékenység. A régi K&H Brókerháznál, ahol az értéktőzsdei és az árutőzsdei aktivitás is zajlott, tizenöt üzletkötő dolgozott, és közülük négyünket vettek át az új céghez, amely az összeolvadás után továbbvitte az ABN AMRO-tól az Equities nevet. A BÁT devizaszekciójában rövid idő alatt mi lettünk a második legnagyobb forgalmazó, havonta tízmillió forintos nagyságrendű jutalékbevételt elérve, ami ebben az ágazatban ma sem számít gyenge aktivitásnak, noha már mások a dimenziók. Ekkora bevételi volument abban az időben csak egyvalaki tudott generálni a cégnél – ma már azonban a folyamatban lévő büntetőeljárás kapcsán tudhatjuk, hogy nem törvényes módszerek is közrejátszottak az üzleteiben. Az én szememben ez felértékelte a devizaágazat prudens teljesítményét, hiszen mi „csak" a szokásos eszközökkel dolgoztunk. „A legjobb" devizapiaci brókercég felépítését célzó reményeim végül is ott nem váltak valóra. Az ehhez szükséges szándékok és szakmailag indokolt fejlesztések feltételei akkoriban nem voltak meg a bankban.

– Gondoljuk, a bankcsoportnál a vezetőséget is alaposan átrendező nagy átalakulások közepette az üzleti aktivitás szempontjából marginális devizaágazat aligha lehetett a döntéshozók célfüggvényében. Karagich István viszont azóta megszervezte a maga vállalkozását (BloChamps Kft.). Ma egy olyan irodában ül, amelynek a falán ugyanúgy ott vannak a világ pénzügyi központjaiban aktuális pontos időt jelző órák, mint ahogy egy dealing room falain, cége pénzügyi üzletviteli tanácsadóként így idézőjelesen „privát bankári" szolgáltatási csomagokat kínál, és nevében hordja a capital szót, ahogy többnyire a befektetési üzletben látni. Hogyan definiálja azt a piaci funkciót, amelyet ez alatt a cégér alatt tevékenykedve a nem nyilvános tőzsdei statisztikákban rekordok jellemeznek, ezzel persze mutatva azt is, hogy ez a piac bizony ma is meglehetősen szűk?

– Társaságunk alapvetően üzletviteli tanácsadást folytat, míg „privát" befektetőként – némi egyszerűsítéssel – azt mondhatom, hogy a magam brókere vagyok. Más kérdés, hogy szakmai kapcsolatok révén rendszeresen megkeresnek pénztulajdonosok azzal az igénnyel, hogy szervezzünk alapot devizapiaci spekuláció céljára, hiszen klasszikus hedge fund – bár időnként kibontakoztak erre irányuló törekvések – ma nincs Magyarországon.

Befektetőként dolgozom a bankközi piacon, és érdekelt vagyok a tőzsdei devizaüzletben is. A devizapiaci befektetések kapcsán négy irányelvet tartok szem előtt: alapos szakmai felkészültség, körültekintő tervezés és kockázatkezelés, professzionális banki háttér. Vallom, hogy ezen az úton haladva garantáltnak lehet venni a hosszú távú növekedést még ebben a rendkívül kockázatos piaci szegmensben is. Ennek a szabályrendszernek a jóvoltából 1998-ban sem kellett szégyenkeznem a befektetéseim éves eredményei miatt, pedig abban az évben igen nehéz időket élt át a devizapiaci közösség.

A cégem több lábon áll, ami például azt jelenti, hogy vállalatoknak – tőzsdei és nem tőzsdei társaságoknak – adunk tanácsot árfolyamkockázataik kezeléséhez. Az üzlet szempontjából azonban egyéb kapacitások híján a devizapiaci aktivitás a meghatározó, ez képviseli részemről a legnagyobb hozzáadott értéket.

Az én pályám egyébként nem számít egyedinek. A spekulatív üzletekkel foglalkozó brókercégek munkatársai közül sokan önállósították magukat az elmúlt évtizedben, főleg annak következtében, hogy Magyarországon az ismert folyamat keretében egy sereg brókerház tönkrement mind a két tőzsde berkeiben. Amíg ment az üzlet, az alkuszok általában ösztönzésként részesedtek az általuk megtermelt jutalékból – jellemzően tízszázaléknyit megkaptak –, ezért aki szorgalmas is, ügyes is volt, az az évek folyamán összegyűjthette a befektetnivalóját. Persze az, ami a brókercég keretei között jól ment, nem feltétlenül megy jól saját üzletben is, amikor könnyen elfogy az a bizonyos pénz és paripa. Sajnos nem egy szomorú példát mondhatnék egykori brókerekről, befektetőkről, akik nem jól sáfárkodtak azzal a tudásukkal és nyereségükkel, amit azokban az időkben szereztek… Nekem viszont ma is az az álmom, ami már hosszú ideje: szeretnék részese lenni egy virágzó magyarországi devizapiac kiépítésének.

– A hazai tőkepiac régi közismert gyengesége, hogy hiányoznak a kisbefektetők tömegei. Hatványozottan igaz ez a tőzsdei derivatív termékek piacára, amelyet erősen visszavetett az 1998-as krach, az emlékezetes brókercsődhullám, majd a piaci struktúra átalakulása. A nyilvános devizaüzletet sokáig uraló árutőzsdén érdekelt szolgáltatók rádásul (persze a piaci adottságok következtében) a „békeévekben" nem építették ki azt az értékesítési hálózatot, amelyik tömegek számára tette volna hozzáférhetővé ezt a befektetési formát. Viszont az intézményi befektetői kör egyre erősödik, s az elmúlt pár évben a gazdaság széles rétegei szerezhettek tapasztalatokat az árfolyamkockázatok kezelé-

Folytatás a 6. oldalon

Interjú

Folytatás az 5. oldalról

sének fontosságáról. Ráadásul itt a devizahitelezés „szédítő" térnyerése, ami akár lökést is adhatna ennek az üzletnek. Kik is érdekeltek napjainkban az időközben a BÉT-re áthelyeződött tőzsdei devizaüzletben?

– A mai hazai struktúra szerint a határidős devizapiaci aktivitás a tőzsdéken, illetve a bankközi devizapiacon zajlik. Az érdekelt üzleti kört a jellemzően fedezeti célú üzletek iránt érdeklődő vállalatok (hagyományosan a nagyvállalatok, újabban pedig a náluk kisebbek is), a részben saját számlájukra, részben ügyfeleik megbízásából kereskedő bankok és a spekulánsok alkotják. A vállalatok a bankközi piacon kötik meg az üzleteiket, azzal a megszorítással, hogy a multinacionális csoportokba tartozók általában csoporton belül oldják meg az árfolyamkockázatok kezelését is. Ezen a piacon az árak a bankok és ügyfeleik viszonylatában alakulnak ki, olyan gyakorlatilag nincs, hogy két vállalat üzletelne egymással. A tőzsdén ellenben a spekulánsok kötik az üzleteket a brókerükkel, a brókerházak viszont szintén bankokkal dolgoznak: tőlük kérnek ajánlatot, és azon az áron kötik meg az üzletet a tőzsdén. A tőzsdei ügyletekben becslésem szerint 90%-ban spekulánsok érdekeltek – az üzleti modell alapján ők hivatottak annak a likviditásnak a megteremtésére, amely kellően széles ársávot generálva lehetőséget ad a fedezeti ügyletekre. Ez azonban a gyakorlatban sajnálatos módon nincs így.

– Tapasztalatai szerint kik képviselik a tőzsdei spekulánsok nem túl széles táborát?

– Vélhetőleg nem járok túl messze az igazságtól, ha azt mondom: nagy részben aranyifjak, fiatal ingatlanvállalkozók, exbrókerek. Utóbbiakra utaltam a saját pályám vonatkozásában is.

– Ma egy kézen meg lehet számolni azokat a brókercégeket, amelyek az árutőzsde egykor népes devizaszekciójában dolgoznak, és az értéktőzsdén sem túl népes a tábor. Az eleve szerény hazai tőkepiacon a fénykorban is ezres nagyságrendű volt az engedéllyel rendelkező tőzsdei üzletkötők száma, s aligha tévedünk, ha feltételezzük, hogy szintén nagyságrendben számolva legfeljebb százas mezőny dolgozhatott a devizaüzletben. Ha ebből a körből verbuválódik a tőzsdei devizapiaci befektetők derékhada, akkor kivált érdekes: vajon hova lett az a sok ember, aki az elmúlt időszakban így vagy úgy elhagyta a terepet, s honnan jöttek a visszatérők?

– Három csoportot érdemes elkülöníteni. Vannak, akik tíz évvel ezelőtt száz–kétszáz millió forintot kerestek, majd ezzel a tőkével kiszálltak az üzletből, nyugdíjazták magukat, és elkezdték élni a világukat. Közülük páran azóta visszatértek a piacra, egy mobiltelefon és egy laptop segítségével „kötögetnek". Mások azért hagyták abba, mert a pályával is szakítottak. Ki vendéglátó-ipari, ki informatikai vállalkozásba fogott, ki használtautó-kereskedő lett. Végül sokan vannak, akik azért távoztak, mert menniük „kellett". Ők jobbára el is tűntek a piac közeléből.

– Másfél évtizedes perspektívából nézve mit tart a hazai határidős devizapiac, elsősorban az értéktőzsdei devizapiac fő jellemzőjének? Ezt nemcsak a BÉT-díj apropóján kérdezzük, hanem azért is, mert az egyik gazdasági lap nemrégiben idézte kritikus hangvételben megfogalmazott véleményét.

– Ha megnézzük a BÉT forgalmi adatait, azt látjuk, hogy a számok meggyőző növekedésről tanúskodnak. Hiszen 1995-ben a piac forgalma valahol tízmilliárd forint táján volt, 2004-ben pedig meghaladta a 2207 milliárd forintot. A nyitott kötések állománya az év utolsó napján megközelítette a 199 ezer kontraktust, ami több mint 78 milliárd forintos értéket képviselt. 2003-ban ez a forgalom még 1404 milliárd forintra rúgott, ami ugyanakkor 20,3%-kal nagyobb volt, mint 2002-ben. 2005 eddig eltelt időszakában a napi átlagos forgalom emelkedett, és megközelítette a 25 milliárd forintot.

Meggyőződésem, hogy a származékos piac széles, elsősorban devizapiaci termékpalettájával, növekvő forgalmával remek lapokat adhat a BÉT vezetőinek kezébe azokon a tárgyalásokon, amelyeket a nemzetközi tőzsdei koncentráció érdekében folytatnak majd az előttünk álló időszakban, annak ellenére is, hogy a hazai részvénypiac adottságai meglehetősen korlátozottak. Ehhez viszont indokolt a fejlődési lehetőségeket is megvizsgálni, hiszen elégedettek nyilvánvalóan nem lehetünk. Az elmúlt tíz évben lezajlott rendkívüli fejlődés újabban veszít a dinamikájából. Mégpedig sajátos módon pont a forgalom növekedésében leginkább érdekeltnek gondolt bankok, valamint a Keler és a tőzsdék „fogságában" veszít. Ráadásul a világtrenddel ellentétben itthon az a tendencia figyelhető meg, hogy az évről évre növekvő forgalmat egyre szűkebb – igaz, a jelek szerint egyre aktívabb – befektetői kör produkálja.

A kritikus hangvételt részemről az a helyzet indokolja, hogy a meghirdetett programok értelmében rövidesen egybeolvadó BÁT és BÉT devizaszekciója egyelőre amolyan „kvázi" határidős devizapiacként elsősorban a pozícióknak a tőzsdei rendszerben történő elszámolására – klíringelésére – és nyilvántartására szolgál. Ha ránézünk a devizapiaci üzletbe betekintést kínáló monitorra, abból látjuk ezt, hogy az ötvennél is több, egyenként tíz határidőre adhatóvehető instrumentum (devizapár) piaca az üzleti időszakok döntő többségében nem produkál „élő" ajánlati árakat, az árak megjelenítésére szolgáló rubrikák rendre üresek.

– Részletezné ezt az állítást?

– A tőzsdei határidős piac kínálta lehetőségekkel a befektetőknek, a vállalatoknak csak szűk köre él. Ráadásul az utóbbi évek egyik fő vonzereje, a tőzsdei ügyletek magánszemélyek által kihasználható adómentessége is könnyen megszűnhet a következő években, ami tovább ritkíthatja a tőzsdei megbízók sorait.

A távolmaradás okai közül ebben az összefüggésben a tőzsdei ügyletek viszonylagos drágaságát, a sajátosan merev árjegyzési metodikát, valamint az ehhez köthető likviditáshiányt indokolt kiemelni. Ennek következtében azok az üzleti körök – vállalatok, spekulánsok –, amelyek tagjai akár fedezeti, akár spekulatív céllal határidős devizaügyleteket kötnek, nem a tőzsdei piacot, annak természetes likviditását használják az árjegyzéshez, hanem számlavezető brókercégeiket, azok pedig a velük közvetlenül kapcsolatban álló két-három bankot.

Ez azt jelenti, hogy az ár nem a nyilvános koncentrált piacon alakul ki versenyben, a kereslet és a kínálat függvényében. Aki venni vagy eladni akar, az nem is találkozik a többi vevővel és eladóval, és nem bízhat abban, hogy sok árból válogatva a számára legjobb üzletet kötheti meg. Ehelyett a brókere kér árat valamelyik banktól, az adott bank pedig a saját maga által ajánlott áron tud üzletet kötni (mi is késztetné versenyre), s ezek után a gyakorlatilag már kész üzletet viszik el elszámolni a tőzsdére. Vagyis ebben az üzleti láncolatban a tőzsde funkciója nem jut érvényre.

Ha belegondolunk, hogy ez milyen következménnyel járhat, arra kell jutnunk, hogy a tét nem kicsi. Az egymillió eurós fedezeti ügylet kétmilliós forgalmat képvisel – a pozíció nyitását és zárását egyaránt számolva –, és ekkora volumennél tízfillérnyi árfolyamkülönbség kétszázezer forintos különbözetet jelent…

– A kilencvenes években féltucatnyi bank dolgozott a tőzsdei devizapiacon, s a hazai vállalatok közmondásosan nem jeleskedtek a devizaárfolyamkockázatok kezelésében. Ma a bankok jellemzően távol maradnak a tőzsdei határidős piactól, ám a bankárok arról szoktak tudósítani, hogy széles körben teret nyert már a kockázatkezelés gyakorlata. A vállalatokat persze indokolt megkülönböztetni. A nagyok rendszerint a pénzügyi szolgáltatások professzionális fogyasztói, sokszor saját treasuryvel, és versenyeztetik a bankokat. A kisebbek óhatatlanul kevésbé szofisztikáltak, de éppen ezért kiszolgálásuk módszere is más. Manapság pedig ez a vállalati kör is éles verseny terepe.

– A bankoknak a jelekből ítélve mégsem érdekük az, hogy tőzsdére „tereljék" azokat a vállalati ügyfeleiket is, amelyek néhány százezer eurónyi nagyságrendben érdekeltek a devizaüzletben. Ezek kiszolgálása így persze hatékonysági szempontból nézve a treasuryk munkatársaitól fajlagosan nagyobb munkát igényel. Adott esetben öt-hat üzletkötő foglalkozik olyan feladatokkal, amelyeket a tőzsde automatizmusokkal old meg.

Igaz ugyanakkor az is, hogy a fedezeti kötelezettségeket hagyományosan számlavezető bankjaiknál „letudó" vállalatok között jó néhány van, amelyik nem is készteti nagy versenyre az őket kiszolgáló treasuryket. Pedig körültekintőbb üzletpolitikával, megfelelő szakmai felkészültséggel, fedezeti stratégiák kidolgozásával, fedezeti módszereik diverzifikálásával, szakmai referenciákkal bíró tanácsadók igénybevételével ezek a vállalatok komoly mértékben javíthatnának pénzügyi eredményükön. Természetesen nem azokra a nagyvállalatokra gondolok, amelyek a multinacionális társaságokhoz hasonló színvonalon szervezik meg az ilyen tevékenységüket, hanem azokra, amelyek pénzügyi vezetője akkor is hozzájut a jutalmához, ha ebben a tekintetben gyatra teljesítményt nyújt a cége. Nem egyedi eset, hogy egy-egy ilyen vezetőt fél napokig nem lehet elérni, miközben a vállalata olyan határidős pozícióban érdekelt, amelyek értéke ennyi idő alatt lényeges mértékben változik. Más kérdés, hogy sokan közülük arról panaszkodnak, mire egy ilyen ügyletet „végigvernek" a könyvelésen, az adminisztratív procedúrán, a piac úgyis régen elhagyta már őket.

Vagyis a helyzet magától értetődően összetett. Az viszont tény, hogy a tőzsdei díjak a bankközi üzletelés költségeinek a többszörösére rúgnak, és ez sem készteti aktívabb üzletelésre a potenciálisan érdekelt közönséget.

– A bankárok szerint a vállalati árfolyamkockázatok fedezetére szolgáló pénzügyi termékek árusítása szakmai okokból a bankok monopóliuma. Akkor is, ha kisebb vállalatokról van szó. Főképpen azért, mert a vállalati igények (lejárat, mennyiség) egyediek, ezért nem „gyömöszölhetők" bele a standardizált tőzsdei termékekbe. De azt is indokként szokták felhozni, hogy a tőzsdei pozíció értékét mindennap elszámolják a piaci áron, azaz adott esetben naponta be kell fizetni bizonyos összeget a tőzsdei letétek céljára, ami a kisebb vállalatok számára bo-

Interjú

nyolult, és olyan finanszírozási feladatot adhat a pozíció tartama alatt, amilyet nem képesek vállalni. A tetejében megbíznak a bankjukban, miért fordulnának még brókerhez is? Milyen ellenérvei vannak ezekkel az állításokkal szemben?

– A nemzetközi gyakorlat azt mutatja, hogy ez a „monopolizált" kapcsolat bankok és vállalatok között csak a nagyvállalatokra nézve igaz. Ebben a körben a pénzügyi szolgáltatók közötti versenyben rendszerint jó árakat kapnak az ügyfelek. Az állításom a kisebb vállalatokra vonatkozik. A tőkepiaci finanszírozási modellen nyugvó gazdaságokban, kivált az Egyesült Államokban azt látni, hogy a nagy határidős tőzsdék (a CBOT, a CME) ezeknek a társaságoknak az igényeit is kiszolgálják. Ami azt jelenti, hogy az érintett vállalati kör számára a kockázatkezelés céljára szolgáló árak nem a bankoktól, hanem a piactól függnek.

Véleményem szerint itthon a kisebb vállalatok számára jobbára könyvelési, adminisztratív szempontok alapján dől el, hogy a bankjukkal dolgoznak, és nem tőzsdére viszik a fedezeti ügyleteiket. Holott a fedezeti pozíciók nyereség/veszteségtartalma az árváltozás miatt adott, függetlenül attól, hogy melyik piacon kötik az üzletet. Az egyedi igények (a deviza mennyisége, az ügylet tartama, határideje stb.) és a tőzsdei kontraktusok kötöttségei összhangba hozhatók – a fedezeti üzletek havi lebontásban megköthetők a standardizált piacon is. A bizalom tárgyában pedig azt hiszem, hogy a jól funkcionáló árjegyzői piacnál egyetlen üzletembernek sincs szüksége „bizalmibb" partnerre…

– A tőzsdei díjtételek átláthatók, a bankköziek a nem nyilvános piac szabályai szerint nem. Bemutatná, hogyan is néz ki a két piac igénybevételének költségei közötti többszörös különbség?

– Konkrét példával élve a BÉT euró/forint kontraktusához kapcsolódó tranzakciós díjak a következők: az összköltség kontraktusonként, azaz ezer eurónként 43 forint, s mivel a megnyitott határidős pozíciót le is kell zárni, ennek a kétszeresével kell számolni, ami 86 forint. A 43 forintból 14 a Keler díja, 5 forint a tőzsdéé, 19 forint a brókerdíj, és még 5 forintnyi felügyeleti díj is terheli az ügyletet. Mindez azt jelenti, hogy például egy 249,50 forintos áron tető alá hozott euró/forint-ügyletben az árfolyamnak a pozíció nyitásakor és zárásakor legalább húszfillérnyit el kell mozdulnia ahhoz, hogy az adott pozíció a gazdája, azaz az ügyfél számára ne hozzon veszteséget. Azaz minimum ekkora ármozgásra van szükség ahhoz, hogy kitermelje az adott ügyletben résztvevők (az ügyfél és a bank) tőzsdei ügylettel összefüggő költségeit. Általánosságban fogalmazva: túl sokat kell mozognia az árnak ahhoz, hogy úgy érezhesse a befektető, nemcsak a piaci intézményrendszer, a közvetítői szektor jár jól, hanem ő maga is.

Ezzel szemben a bankközi piacon kötött üzleteket kis túlzással csak a banki marzs terheli. A banki árképzés azonban ennek megfelelően rendkívül erősen ügyfélfüggő, a marzsok a nagy forgalmat hozó megbízók két-három filléres díjától a határidő távolodásával és az ügyfelek által generált üzleti forgalom zsugorodásával egy-két forintig terjednek. Azaz a valóságban nem feltétlenül és nem is mindig olcsóbb ez a piac.

– Ha befektetési szemszögből nézzük az üzleti költségeket, akkor érdemes az elérhető hozamokkal is összevetni őket, hiszen a befektetések és a költségek együtt versenyeznek. Akár évtizedes perspektívából nézve is érdekes, vajon mekkora hozamokat lehetett ezen a piacon – persze pluszban és mínuszban is – elérni.

– A skála húsz és több száz százalék között ingadozik, és természetesen a bukás is hatalmas lehet... Ha a magam gyakorlatát nézve megpróbálok átlagot vonni, azt mondhatom, hogy éves viszonylatban húsz és száz között szoktam teljesíteni.

– Visszatérve a tőzsdei és a bankközi devizapiac költségeire: vajon a szolgáltatási tartalom különbsége nem indokolja a költségek különbözetét?

– Úgy gondolom, hogy nem, ezért a tőzsdei és a bankközi ügyletek költségei között fennálló különbség mérsékelhető, amennyiben a BÉT a Kelerrel karöltve a piac vonzóbbá tétele érdekében zászlóra tűzi ezt a célt. Az olcsóbb tőzsdei és klíringdíjak láttán talán elgondolkodnának a kis- és a közepes vállalatok berkeiben fellelhető potenciális megbízók azon, hogy fedezeti és üzleti szándékaikat a tőzsdei piacon váltsák valóra. A díjak csökkentése persze küzdelmet feltételez a tőzsdével és az elszámolóházzal, s azt csak a piacon érdekelt szolgáltatók összefogása és közös fellépése indíthatja el.

A kialakult helyzet jobbra fordításához ugyanakkor a mai árjegyzési technikának is változnia kell. Értelemszerűen elsősorban az árjegyzők intézményének hadrendbe állítására van szükség, vagyis arra, hogy bankok vállaljanak tőzsdei árjegyzői funkciót, ami árakat és likviditást hozhat a piacra.

– De hát éppen az a kialakult helyzet egyik sajátossága, hogy a bankoktól független szolgáltatói kör az elmúlt években általánosságban is nagyon megfogyatkozott a tőzsdeüzletben. A vállalati és a retail-üzletben érdekelt bankok pedig a tőzsdén kívül is kiszolgálhatják ezeket az ügyfeleiket. Vagyis kikre vár az a küzdelem, amely a tranzakciós díjak redukálására sarkallná a Kelert és az értéktőzsdét, amely intézmények ráadásul igen erőteljes átalakulások, projektek előtt állnak?

– Első hallásra talán furcsának hangzik ennek felvetése, és adódik a kérdés: miért is fordítsanak erőforrásokat a bankok arra, hogy a hozzájuk kötődő kis- és közepes vállalatokat a szűkebb sávban mozgó árakat jegyző tőzsdére tereljék és még árjegyzőként is bevessék magukat? Megítélésem szerint az ügyfeleken túl egy ilyen fejleménynek éppen az árjegyzői pozíciót vállaló bankok lehetnének a haszonélvezői az aktívabbá váló tőzsdei piac nagyobb dinamikája révén. De megközelíthetjük úgy is a kérdést, hogy a tőzsdeüzletben érdekelt szolgáltatói, intézményi körnek áldozatot kell vállalnia, ha el akarja kerülni ennek a piacnak a marginalizálódását. Hiszen valószínűsíthetjük, hogy a vázolt hátrányokat nem fogják örökké ellensúlyozni a tőzsdei ügyleteket kedvezményező adózási szabályok.

A határidős piac sorsának alakításában a felelősség persze elsősorban az üzletben érdekelt brókercégeké, amelyek az elmúlt évek részvénypiaci boomjában (egy-két kivételtől eltekintve) meglehetősen elhanyagolták a származékos üzletáguk fejlesztését, a deviza- vagy árupiaci szakemberek képzését. Egyrészt felelősek azért, hogy minél jobb szolgáltatási környezetet teremtsenek, másrészt azért, hogy minél hatékonyabban képviseljék ügyfeleik érdekeit a bankok viszonylatában. Ez érvényes a részvénypiacra koncentráló banki hátterű társaságokra és a kifejezetten deviza- és nyersanyag-kereskedelemmel foglalkozó közvetítőkre is. Meggyőződésem, hogy a befektetési vagy kockázatkezelési lehetőséget kereső ügyfelek minőségi kiszolgálása és folyamatos szakmai felügyelete hosszú távon biztos bevételi forrással és forgalommal kecsegtet, ellentétben azoknak az ezen a piacon éveken át megszokottnak tekinthető „kamikáze" megbízóknak a kiszolgálásával, akik általában kevés munkát igényelnek a pénzügyi szolgáltatóktól, ám kellő szakértelem és pénzügyi háttér hiányában csak rövid ideig képesek talpon maradni.

– Vajon mennyiben befolyásolja ezt a jövőképet az a körülmény, hogy Magyarország deklarált programja értelmében pár év múlva az eurót tekinti majd törvényes fizetőeszközének?

– Csatlakozva a jegybank elnökének véleményéhez, közepes pesszimizmussal szemlélve a dolgok állását, úgy gondolom, hogy az euró bevezetése 2010-ben megtörténhet, de addig rengeteget kell még dolgoznunk…

Komolyra fordítva a szót: ha a forintvaluta megszűnik is pénz lenni, a pénzügyi piac nem tűnik el! Az egy-egy ország, régió által megtermelt GDP többszörösét képviselő derivatív piacokban éppen az a fantasztikus, hogy az instrumentumok száma szinte korlátlanul gyarapítható – ahogy az ezzel foglalkozók mondani szokták, csak képzelet, megfelelő algoritmusok és karakterek kérdése az egész. Mindig bőven lesznek ár- és árfolyamkockázatok, amelyeket kezelni kell. Ezért az euróra készülve aligha kell aggódnunk a jövőért – hogy ne menjünk messzebbre, az eurózónában a nemzeti valuták leváltásával még nagyobbra nőttek a pénzügyi piacok.

– A hazai tőzsdék és egészében a tőkepiac központi intézményrendszere éppen nagy átalakulások küszöbén áll annak következményeként, hogy a BÉT irányító pakettjét 2004-ben megvásároló nemzetközi banki-tőzsdei konzorcium tavasszal megkapta az EU engedélyét a magyarországi összefonódáshoz. Mire számít, mit hoz ez a nagy változás a határidős piacon?

– Ami a tulajdonosi háttér átalakulását illeti, ebben az összefüggésben is úgy gondolom, a tőzsde akkor jár a legjobban, ha minél kevésbé állami és minél inkább szakmai tulajdonosok irányítják az életét. A kilátásokra nézve pedig az a perdöntő, hogy a tőzsde vezetősége hathatósan fellép-e a piac fejlesztéséért. Túl azon, hogy a jól működő határidős pénzügyi piacot üzemeltető – sőt a tervek értelmében rövidesen a hazai határidős gabonapiacot is magában foglaló – budapesti tőzsde értékesebb partnernek ígérkezhet a terítéken lévő nemzetközi-regionális szövetségi elképzelések céljára, közép- és hosszú távon ez szolgálja a hazai gazdaság érdekeit is.

-rimaszombati-