

VIII. fejezet

A koronavírus-válság hatása a tőkepiacra és a tőzsdére

Bevezetés

Szinte még meg sem száradt a nyomdafesték a magyar állam és a hazai vállalatok hatékony, fenntartható növekedését segítő együttműködést elemző *Ösztönző állam – hatékonyabb vállalatok* című tanulmánykötetünkön,¹ amikor az utóbbi évtized egyik legjelentősebb gazdasági-társadalmi hatású eseménye, a koronavírus-járvány állította példa nélküli kihívás elé a hazánkban egy évtizede sikeresen működő ösztönző magyar állammodellt. Az elmúlt időszak megmutatta, hogy a megfelelő mozgástérrel rendelkező állami költségvetés, a hatékony és gyors reakcióképességű állam, sokoldalú tőkepiac és a szereplők közötti tartós együttműködés lehetőséget ad a gazdasági károk mérséklésére, sőt a Budapesti Értéktőzsde és fő tulajdonosa, a Magyar Nemzeti Bank közös programjainak köszönhetően (mint például a Növekedési Kötvényprogram) a tőkehelyzet megerősítésére, tőkebevonásra és ezáltal a növekedésre is.

A koronavírus-válság továbbá arra is rámutatott, hogy milyen jelentőséggel bír a tőkepiac fejlesztése: jól működő tőkepiacra még inkább szükség van, mint valaha. Jelen tanulmány a következő gondolatok köré épült, és az immár tízéves magyar modellre visszatekintve elemzi az ösztönző állam válságkezelése során elért tőkepiaci eredményeket:²

- milyen hatással volt a válság a világ és Magyarország tőkepiacaira;
- intézményi válaszok: hogyan reagáltak az intézmények a kialakult helyzetre;
- a tőkepiac szerepe a válsághelyzetben és új kihívások;
- az európai tőkepiac kihívásai;
- a magyar tőkepiac eszközei és lehetőségei;
- Gloster: sikeres kibocsátás a járvány időszakában.

A koronavírus hatása a tőkepiacokra

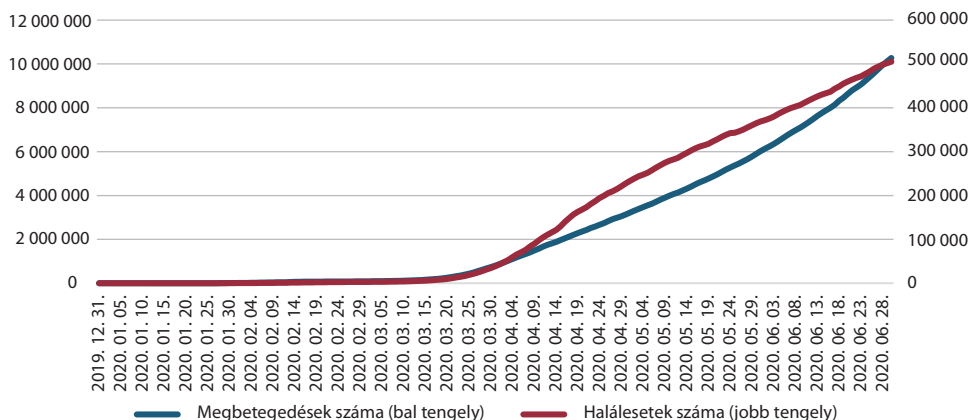
A koronavírusnak igen látványos hatása volt a világ tőkepiacaira, ami különösen a tőzsdei árfolyamokban mutatkozott meg. Ebben a fejezetben bemutatjuk, hogy a pandémia milyen állapotban találta a tőkepiacokat, és milyen azonnali hatásokat generált.

¹ Parragh Bianka (szerk.): *Ösztönző állam – hatékonyabb vállalatok*. Budapest, Akadémiai Kiadó, 2019.

² A tanulmány a 2020. június 30-ig terjedő időszakot vizsgálja.

A koronavírus terjedése

A koronavírussal kapcsolatban az első megbetegedéseket 2019 novemberében jelentették Kínából, míg a vuhani hatóságok 2019. december 31-én erősítették meg először hivatalosan a vírusfertőzés tényét. Az első kínai halálos áldozatot 2020. január 11-én jelentették, majd 2020. január 20-án az USA-ban is halálos áldozatot követelt a vírus. Január 23-án karantén alá vonták a mintegy 11 milliós Vuhan városát, január 30-án a WHO globális veszélyhelyzetet hirdetett, Trump amerikai elnök 2020. január 31-én pedig megtiltotta a Kínából érkező személyek beutazását. Február 11-én hivatalos nevet kapott a vírus, február 14-én Franciaország is jelentette az első elhunytat.³ Március 11-én az USA nemzeti veszélyhelyzetet hirdetett, március 17-én Franciaország, március 23-án pedig Nagy-Britannia zárta le határait. Március 24-én elhalasztották a tokiói olimpiát. A vírus rendkívül gyors terjedésére jellemző, hogy a vizsgált időszak végén, 2020. június 30-án 10 273 001 koronavírusos megbetegedést és 505 295 halálesetet jegyeztek fel.



1. ábra: A koronavírusos esetek alakulása 2020 első felében

Forrás: Our World in Data

A koronavírus megjelenésének reálgazdasági hatásai

A koronavírus megjelenésének számos reálgazdasági hatása volt, amelyek leginkább a GDP, a munkanélküliség és a nyersanyagárak változásán keresztül mutatkoztak meg.

A GDP-adatokat tekintve – az utólag már-már boldog békeidőként jellemezhető 2019-es év után – 2020 első negyedéve (Kínát leszámítva, ahol a lezárások miatt előbb érződtek a gazdasági hatások, így a GDP már ekkor 9,8 százalékkal esett) kisebb csök-

³ Lásd: Derrick Bryson Taylor: [How the Coronavirus Pandemic Unfolded: a Timeline](#). *The New York Times*, 2020. augusztus 6.

kenéssel, stagnálással (az USA 1,3 százalékos csökkenéssel, az EU 2,6 százalékos csökkenéssel, de például Magyarország 2 százalékos növekedéssel) zárt.

A pandémia gazdasági kibocsátásra gyakorolt késleltetett hatása miatt különösen a második negyedéves GDP-adatok mutattak drasztikus visszaesést: az USA-ban 9,5 százalékos, az EU-ban 11,7 százalékos, Magyarországon 13,6 százalékos volt a visszaesés éves alapon.

A koronavírus terjedésével kapcsolatos lezárások igen plasztikusan mutatkoztak meg a munkanélküliségi számok alakulásában. A már-már túlfűtött, munkaerőhiánnyal jellemezhető gazdaságokban a történelmileg alacsony szinten tartózkodó munkanélküliségi ráta gyors emelkedésnek indultak. Az Amerikai Egyesült Államokban a munkanélküliség már 2020. március végén meredeken emelkedni kezdett. Míg a március 14-én végződő héten még csak 282 ezer fő kért munkanélküli segítyt, ez a szám két héttel később közel 7 millióra ugrott, majd folyamatosan csökkenni kezdett, de még a június 27-i héten is meghaladta az 1 millió 400 ezer főt. A járvány kezdete óta 50 millió állás szűnt meg az USA-ban (és csak részben keletkezett újra), amely mellett a tartós munkanélküliek száma az első félév végén is meghaladta a 18 millió főt. A munkanélküliségi ráta is 11 százalék felett stabilizálódott, amely több mint háromszorosa a válság előtti értéknek.

Az Európai Unióban a munkanélküliségi ráta április óta folyamatosan emelkedett, a félévet 7,1 százalékos szinten zárta.

A fenti nemzetközi munkaerőpiaci tendenciákkal szemben Magyarországon a koronavírus csak kismértékben érintette a munkaerőpiacot 2020 első negyedévében, amit a munkanélküliek átlagos létszáma – 173 ezer fő – és a munkanélküliségi ráta – 3,7 százalék – jól tükröz. Mindamellet nemzetközi összehasonlításban továbbra is kedvezően alakultak a második negyedév munkaerőpiaci adatai, amelyek szerint a munkanélküliségi ráta 2020 második negyedévének végére 4,6 százalékra kúszott fel.

A második negyedév történelmi eseménye volt az olajárfolyam negatív tartományba fordulása, amelyre azelőtt a történelemben még sohasem volt példa: 2020. április 20-án az azonnali WTI-típusú olaj árfolyama –36,98 dolláron zárt. Az árfolyamok lassú lecsorgása már lényegében év eleje óta megfigyelhető volt, ahogyan az úgynevezett „contango” jelenség is, amikor az egymást követő lejáratú határidős termékek árfolyama egyre magasabban alakult (lehetetlenné téve ezáltal a folyamatos átkötéseket jelentősebb veszteség nélkül). Megjegyezzük, hogy az olaj tárolásának jelentős költsége is van, amely a tárolók telítődésével és a lejáratú kontraktusok esetén történő fizikai leszállítás miatt végül április 20-án a pozíciók pánikszerű likvidálásához vezetett. Az olaj árfolyama a hatalmas sokk után fokozatosan helyreállt, így végül a második negyedévet 39 dollár feletti árfolyammal zárta – ami még mindig közel 36 százalékkal kevesebb az év eleji nyitóértékhez képest.

Az arany árfolyama 2020-ban folyamatosan emelkedő pályán van (leszámítva a március idusa körüli időszakot, amikor a hirtelen beszakadó tőzsdei árfolyamok miatt a befektetők a részvénytőzsdékre fedezéséhez aranytőzsdékre menekültek), többek között a tartósan alacsony kamatkörnyezet és az arany biztonságos eszköz szerepe miatt is. Ezáltal az arany a 2020-as év első félévét mintegy 18 százalékos emelkedéssel zárta, szinte kerekén 1800 dolláros árfolyamon, amely már nem sokkal marad el a 2011-es történelmi magasságtól.

A koronavírus megjelenésének hatása a tőkepiacokra

A koronavírus kivételesen jó helyzetben találta gyakorlatilag a világ összes tőzsdéjét, amelyek még a vírus nemzetközi terjedésének kezdeti szakaszán is mindenkori csúcspontokat döntöttek.

1. táblázat: A főbb részvénytőzsiak teljesítménye 2020-ban a koronavírus-válságig

Árak helyi devizában	2019. 12. 31.	2020. 02. 21.	2020. 03. 18.	2020. 03. 18. / 2020. 03. 21.	2020. 06. 30.	2020. 06. 30. / 2020. 03. 18.	2020. 06. 30. / 2020. 02. 21.	YTD
Elsődleges indexek								
BUX	46 083	45 781	29 464	-35,6%	35 818	21,6%	-21,8%	-22,3%
MSCI WORLD (USD)	2 353	2 403	1 602	-33,3%	2 202	37,4%	-8,4%	-6,4%
S&P	3 231	3 338	2 237	-33,0%	3 100	38,6%	-7,1%	-4,0%
NASDAQ	8 733	9 447	7 007	-25,8%	10 157	45,0%	7,5%	16,3%
EUROSTOXX 600	416	428	280	-34,7%	360	28,8%	-15,8%	-13,3%
DAX	13 249	13 579	8 442	-37,8%	12 311	45,8%	-9,3%	-7,1%
OMXS30	1 772	1 879	1 337	-28,8%	1 664	24,5%	-11,4%	-6,1%
OMXC20	1 136	1 252	957	-23,6%	1 243	29,9%	-0,7%	9,4%
SHANGHAI	3 050	3 040	2 660	-12,5%	2 985	12,2%	-1,8%	-2,1%
PX	1 116	1 089	690	-36,6%	918	33,0%	-15,7%	-17,7%
WIG	57 833	57 424	39 314	-31,5%	49 569	26,1%	-13,7%	-14,3%
Small Cap indexek								
BUMIX	3 851	3 684	2 452	-33,4%	3 462	41,2%	-6,0%	-10,1%
RUSSELL	1 668	1 679	991	-41,0%	1 441	45,4%	-14,1%	-13,6%
STOX EUROPE SMALL CAP	320	330	205	-37,7%	275	34,1%	-16,5%	-14,1%
SWIG80	12 044	13 049	9 801	-24,9%	13 412	36,8%	2,8%	11,4%
Egyedi részvények								
OTP	15 430	15 320	8 940	-41,6%	11 020	23,3%	-28,1%	-28,6%
EURO STOXX FINANCIALS	97	98	51	-48,5%	63	24,0%	-36,2%	-35,0%
KOMERCNI	830	791	524	-33,8%	569	8,7%	-28,1%	-31,4%
PEKAO	100	102	56	-45,3%	53	-4,8%	-48,0%	-47,0%
MOL	2 940	2 696	1 502	-44,3%	1 858	23,7%	-31,1%	-36,8%
EURO STOXX O&Gs	328	304	157	-48,3%	226	43,4%	-25,8%	-31,3%
PKN	86	73	48	-34,7%	63	30,8%	-14,6%	-27,0%
RICHTER	6 415	7 055	5 525	-21,7%	6 520	18,0%	-7,6%	1,6%
EURO STOXX PHARMAS	806	861	676	-21,5%	820	21,3%	-4,8%	1,7%

Megjegyzés: Európában 2020. március 18-án, máshol március 23-án volt a mélypont.

Forrás: BÉT-gyűjtés a Reuters és a tőzsdék honlapjai alapján, 2020

A vezető amerikai részvényeket tömörítő S&P-index 2020. február 19-én mindenkori csúcán zárt 3386 pont felett, míg a legfontosabb technológiai részvényeket tömörítő NASDAQ-index ugyanezen a napon – szintén csúcsot döntve – 9981 pont felett zárt, hasonlóan a német DAX- és a BUX-indexhez, amelyek közül előbbi 13 789 ponton, utóbbi 46 182 ponton fejezte be a kereskedést aznap.

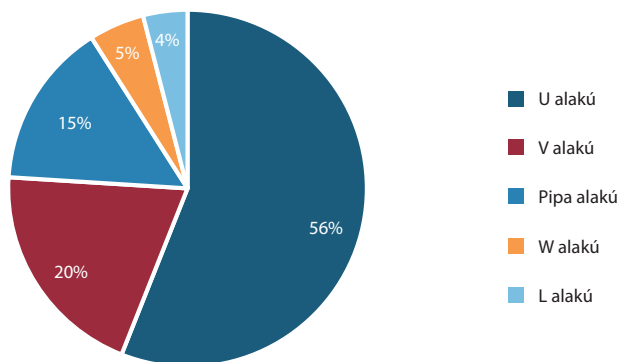
Az ezt követő időszak azonban megtörte a pozitív trendet, így a tőzsdék fokozatosan gyorsuló esésbe váltottak:

- az S&P 500 index éves mélypontját március 23-án 2237 ponton érte el: a több mint ezer pontos eséssel értékének több mint egyharmadát veszítette el alig egy hónap leforgása alatt;
- a német DAX és a japán NIKKEI értéke mintegy egyharmadát veszítette el ugyan ezen időszakban, hasonlóan a környező régiós tőzsdékhez és a BUX-hoz;

a NASDAQ felülteljesítőként is mintegy 25 százalékos eséssel zárta ugyanezen időszakot.

Intézményi válaszok és azok hatása a tőkepiacokra

A koronavírus kapcsán az intézményi döntéshozatal során a legfontosabb prioritás az emberélet védelme volt. Ezért került sor korábban sosem látott korlátozások bevezetésére. A második prioritás a gazdaság lehető leghamarabb történő helyreállítása, szintén korábban példátlan méretű monetáris és fiskális beavatkozás által. Kulcskérdéssé vált a válságból való mihamarabbi kilábalás – a korábban már „divatossá” vált, betűkkel leírható alakzatok formájában. Az első negyedév végén a legtöbb elemző még „U” alakú felépülésre számított, vagyis jelentős romlás után ugyanolyan mértékű helyreállásra.



2. ábra: A gazdaság várható alakulása a koronavírus kapcsán

Forrás: Shrutee Sarkar: [Global economic contraction to be steepest on record, recovery U-shaped: Reuters poll.](#) Reuters, 2020. április 24.

Monetáris és fiskális stimulusok

Tőkepiaci szempontból a koronavírus második, helyreállítási szakasza igazán fontos. Az USA-ban a Fed március 23-án bejelentette, hogy korlátlan mértékben fog állampapírokat és jelzálogleveleket felvásárolni, valamint nagy összegű hitelprogramokkal támogatja a vállalatokat. Nagy jelentőségű új eleme volt a mentőcsomagnak, hogy a nagyvállalatok és pénzügyi intézmények mellett a kisebb vállalatok és a lakosság közvetlen támogatása is helyet kapott, akár hitelek, garanciaprogramok, akár közvetlen „stimulus csekkek” formájában. Ez a széles spektrumú gazdaságvédelmi intézkedéscsomag a Fed mérlegének és az amerikai költségvetési hiánynak a jelentős növekedésével járt.

A Fed mérlegfőösszege a 2008-as pénzügyi válság előtt 900 milliárd dollár volt, amely 2008-tól több hullámban emelkedett, és már 2014 előtt meghaladta a 4 ezer milliárd dollárt. A mérlegfőösszeg 2015-től kezdődően lassú csökkenésnek indult, és a közel 10 százalékos mérséklődést 2019 nyaratól ismét kismértékű emelkedés követte (ez még a koronavírus megjelenését megelőző időszak volt). 2020. márciustól meredek növekedés keretében alig három hónap alatt 7 ezer milliárd fölé ugrott, és a félév végéig is csak minimálisan csökkent.

A monetáris politika mellett a fiskális politika is aktív szerepet vállalt, és korábban nem tapasztalt, jelentős mértékű csomagot jelentett be 2020. március 27-én. A 2 ezer milliárd dolláros segélycsomag részeként többek között 1200 dollár készpénzt osztottak közvetlenül alacsonyabb (évi 75 ezer USD) jövedelmű amerikai állampolgároknak, 600 dollárra emelték a munkanélküli-segély összegét, és annak jogosultsági idejét 4 hónappal meghosszabbították, valamint vállalatokat segítő alapokat hoztak létre.

A 2 ezer milliárd dolláros programból

- mintegy 604 milliárd jutott közvetlenül a magánszemélyek részére (ebből 300 milliárd dollárt tettek ki a készpénzkifizetések);
- 500 milliárd a nagyvállalatok számára;
- 377 milliárd a kisvállalatok számára;
- 340 milliárd szövetségi és tagállami kiadásokra;
- 180 milliárd közszolgáltatásokra.

Mindez persze azzal is jár, hogy az USA költségvetési hiánya közel háromszorosa lehet a 2020-as évre eredetileg tervezetthez képest. Önmagában a júniusi hiány is meghaladta a teljes 2019-es év mértékét, amellyel párhuzamosan az amerikai államadósság GDP-hez mért értéke meghaladja a 107 százalékot, és az előrejelzések szerint 2024-ig 115 százalék fölé emelkedhet.

A lakossági csekkek egyik tanulságos hatása – amit számos elemzés alátámasztott –, hogy az érintett amerikai lakosság nagy része egyszerűen tőzsdézésre fordította a kapott támogatást. Tény, hogy a vizsgált időszakban, miközben a gazdasági kilábalás igen lassúnak és keservesnek tűnt (magas munkanélküliség, csökkenő GDP, koronavírus

kontrollálhatatlan terjedése), a tőzsdék teljesítménye (amelyek persze a gazdaság várható jövőbeli teljesítményére reflektálnak) kifejezetten impozánsnak volt mondható.

Mindeközben az EKB sem volt tétlen, már márciusban 750 milliárd euró értékű eszközvásárlási programot hirdetett (PEPP – Pandemic Emergency Purchase Program, azaz Járványvédelmi Sürgősségi Program), amelyet júniusban újabb 600 milliárd euróval egészített ki, és annak futamidejét 2021 végéig jelölte meg. A PEPP-program célja, hogy a pénzből minél több jusson a reálgazdaságba, elsősorban a cégekhez és a háztartásokhoz. Az eszközvásárlások egészen addig folytatódnak, amíg az EKB úgy nem értékeli, hogy a koronavírus jelentette kockázatok eltűntek. Mindez az EKB mérlegének további jelentős felduzzadásához vezet: az EKB mérlege a 2015-ös 2 trillió eurós szint óta folyamatosan növekszik, 2020-ban rövid idő alatt 5 és fél trillió fölé ugrott.

A koronavírus és az arra adott gazdasági csomagok hatásairól számos tanulmány született a közelmúltban, többek között a Kolozsi Pál és szerzőtársainak⁴ tollából megjelent gazdasági kitettséget és válságállóságot exogén sokk aspektusában vizsgáló tanulmány, valamint a koronavírus miatti államadósság-növekedést az Európai Unió országaiban elemző kutatás.⁵

Hazai állami és jegybanki válaszok a járvány következtében kialakult válságra

A nemzetközi trendeknek megfelelően Magyarország kormánya is gazdaságvédelmi akciótervet hirdetett, amely számos komplex elemmel kívánja a koronavírus okozta gazdasági károkat mérsékelni.

A kormány több lépésben jelentette be ezeket a programokat. Elsőként 2020. március 18-án, amely programok többek között a hiteltörlesztések felfüggesztését („hitelmoratórium”) tartalmazták év végéig, a fogyasztási kölcsönök THM értékének maximalizálását (az MNB-alapkamat + 5 százalékos mértékben), járulékfizetési könnyítést a leginkább érintett szektorok számára, valamint a munkavállalási szabályok rugalmasabbá tételét. Ezeket a kedvezményeket már 2020. március 23-án kiegészítették kisvállalkozóknak szóló kedvezményekkel, végrehajtási kedvezményekkel, valamint április 3-án extra egyszeri juttatást adtak az egészségügyi dolgozók részére.

A program második szakaszának 2020. április 6-i bejelentése során jelentősebb kiadásnövelő tételek bevezetéséről döntöttek, többek között a rövidített munkavállalás esetén a bérköltségek részleges átvállalását, munkahelyteremtő beruházások 450 milliárd forintos támogatását, kamat- és garanciatámogatott vállalatfinanszírozási programokat 2 ezer milliárd forint értékben, valamint a 13. havi nyugdíj bevezetését jelentették be.

⁴ Czeczeli Vivien – Kolozsi Pál Péter – Kutasi Gábor – Marton Ádám: [Gazdasági kitettség és válságállóság exogén sokk esetén](#). *Pénzügyi Szemle*, 65. (2020), 3. 323–349.

⁵ Török László: [A koronavírus miatti államadósság-növekedés az Európai Unió országaiban](#). *Pénzügyi Szemle*, 65. (2020), 3. 350–363.

A programnak a koronavírus első hullámára vonatkozó záró szakaszát április 16-án jelentették be, amely intézkedések többek között a szociális hozzájárulási adó csökkentését, a cégek beszámolási határidejének módosítását, adótartozások kedvezményes ütemezését, idegenforgalmi adómentességet, kedvezményes lakásáfát (rozsdaövezetekben), valamint kedvezményes célzott hitelek bevezetését tartalmazták.

A gazdaságvédelmi akcióterv további főbb pontjai többek között:

- 75 ezer nyelvvizsga hiányában középfokú végzettséget igénylő munkakörben elhelyezkedett munkavállaló mentesítése a nyelvvizsga-kötelezettség alól;
- a munkák leállításának idejére a munkabért az állam 3 hónapig 70 százalékbán átvállalja („Kurzarbeit”);
- a kutatási és fejlesztési munkakörben dolgozók után 3 hónapra 40 százalékos bértámogatás jár;
- a szociális hozzájárulási adó 2 százalékponttal csökken;
- áfa-visszaigénylések felgyorsítása, normál adózók esetében 75 napról 30 napra, megbízható adózóknál 30 napról 20 napra;
- a fizetés nélküli szabadságra küldött munkavállalók biztosítási jogviszonya nem szűnik meg;
- a munkavállalóikat megtartó cégek számára technológiafejlesztésre, környezetvédelmi és energiahatékonysági beruházásra összesen több százmilliárd forintnyi keretösszeggel jelennek meg pályázatok;
- többletforrásra számíthatnak a vírustól legjobban érintett, Magyarországon nagy hagyományokkal rendelkező ágazatok. Azaz az építőipar, a közlekedés, a logisztika, az idegenforgalom, a kreatívipar, az egészségipar és az élelmiszeripar fejlesztési támogatásokban, adócsökkentésben részesül, kedvező hiteleket és tőkeprogramokat kap;
- az egészségipar minden eddiginél jelentősebb támogatásban részesül, hogy a belöldi gyógyszer- és eszközgyártók termékei nagyobb arányban jelenjenek meg a magyar egészségügyben.

Ezek a programelemek összhangban vannak mind mértéküket, mind komplexitásukat tekintve a nemzetközi trendekkel. A csomag teljes mérete az egyéb támogató eszközökkel együtt meghaladja a GDP 20 százalékát. A költségvetést közvetlenül nem érintő tételek (hitelmoratórium, kamat- és garanciatámogatott hitelek, MNB-csomag) önmagában mintegy 6500-8500 milliárd forint értékűek, a Járvány Elleni Védekezési Alap 533 milliárd forint, a Gazdaságvédelmi Alap pedig 1346 milliárd forint összegű.

Jóllehet a program részeként a költségvetési hiány jelentősen nőtt, ugyanakkor az első hónapok tanulsága alapján a magyar munkanélküliség és gazdasági teljesítmény alakulása a veszélyhelyzet alatt is elfogadható szinten maradt.

A kormány intézkedéseinek meghozatala során nagymértékben támaszkodott a Magyar Nemzeti Bank ajánlásaira. Az MNB közvetlenül is számos eszközzel támogatta a magyar gazdaság koronavírus hatásai elleni küzdelmét, amelyek közül a legfontosabbak:

- korábban már említett 3000 milliárd forint új forrást biztosít a pénzügyi rendszer védelmére:
 - 1000 milliárd forint a mikro-, kis- és középvállalkozások számára az új NHP Hajrá! programban;
 - illetve további 1500 milliárd forinttal javította a bankrendszer likviditását, ami elsősorban az állampapír-kibocsátásokat segíti;
 - 250 milliárd forint osztalék befizetése;
 - 250 milliárd többletet jelent a bankok kötelező tartalékrátájának nullára csökkentése;
- lakossági törlesztési hitelmoratórium bevezetése 2020. december 31-ig (majd meghosszabbítása);
- újonnan kihelyezett személyi hitelek teljes hiteldíjmutatójának (THM) érdemi csökkentése (jegybanki alapkamat + 5 százalék);
- 15 ezer forintra emelkedő PIN-kód-mentes kártyás vásárlások.

A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikai eszköztára a COVID-19 válság időszakában: likviditás, biztonság, rugalmasság című kiadvány⁶ külön is összefoglalja az MNB által megtett intézkedéseket, és azokat monetáris politikai összefüggésbe helyezi. Az MNB 2020 szeptemberének végén 50 pontos javaslatcsomagot ismertetett a koronavírus gazdasági hatásainak kezelésére, amelyek kilenc témakörbe csoportosítva további ajánlásokat fogalmaznak meg. Az MNB által bejelentett és megvalósított nagyszabású programokat az tette lehetővé, hogy a jegybank már 2013 óta gazdaságtörténeti jelentőségű lépések sorát valósította meg, ezáltal a koronavírus-járvány során lényegesen nagyobb mozgástérrel rendelkezett, mint a 2008-as válság során.

Vállalati működés

Végül az intézményi válaszokat illetően célszerűnek tartjuk kitérni a koronavírus-járvány vállalati működésre gyakorolt hatásaira. A világ vezető üzleti tanácsadó vállalatai (McKinsey, BCG, Roland Berger) számos tanulmányban foglalkoznak a koronavírus gazdaságra, vállalatokra és szervezetekre gyakorolt hatásaival és az azokra adott válaszokkal.

Egyrészt, mint korábban említettük (és mint azt a tőzsdei árfolyamok alakulása is megmutatta), a koronavírus és a járványhelyzethez kapcsolódó korlátozások nem minden iparágat érintettek egyformán. Számos tanulmány vizsgálta a különböző *üzleti szektorokra mért hatásokat*, amelyek alapján a leginkább sérült iparágak a vendéglátás, turizmus, előadó-művészet és gyártás. Ezeknél az iparágaknál évekbe fog telni, mire a válság előtti szintet újra eléri. A koronavírusnak ugyanakkor pozitív hatása volt az egészségügyi, pénzügyi, infokommunikációs iparágakra.

⁶ Magyar Nemzeti Bank: *A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikai eszköztára a COVID-19 válság időszakában: likviditás, biztonság, rugalmasság*. 2020.

A vállalati működésre tett másik hatás a *digitalizáció és a digitális transzformáció*. A koronavírus ebből a szempontból mindössze katalizálta a korábban már elkezdődött digitalizációs folyamatokat. Ilyen folyamatok például:

- éttermi rendelés;
- online vásárlások;
- videó-, telefonkonferenciák;
- távoktatás;
- online médiatartalom „streamelése”;
- távmunka.

Ez a szervezetekre a McKinsey tanulmánya⁷ alapján az alábbi dimenziókban lesz hatással:

- helyzetfelmérés és erre épülő ellenálló képesség kialakítása: a koronavírus okozta azonnali és közvetlen veszteségek felmérése, kezelése, belső politikák meghatározása, partnerek tájékoztatása, üzletfolytonossági terv, kulcsfolyamatok azonosítása, pénzügyi helyzet stabilizálása, digitális fókusz, monitorozás stb.;
- normális működés helyreállítása, új helyzethez való alkalmazkodás, reformok: digitális transzformáció, digitális ügyfélmegoldások, beszállítókkal digitális interakció, távmunka optimalizálása.

A világ tehát valószínűleg sohasem lesz már olyan, mint a koronavírus előtt volt. Ugyanakkor a különböző intézmények korábban nem látott gyorsasággal, összefogással és mértékben láttak neki a helyzet kezelésének, ami biztató lehetőség a vírushelyzet kárainak enyhítésére és a mihamarabbi helyreállásra – amely azonban így sem lesz könnyű. Az egyes vállalatoknak át kell gondolniuk tevékenységük fókuszát, és választ kell adniuk a kihívásokra – többek között a szervezeti hatékonyságuk fejlesztése által. A tőzsdei vállalatok ebben a küzdelemben különösen jó helyzetben lesznek, tekintettel a diverzifikált finanszírozási szerkezetükre és a magas szintű vállalatirányításukra. Matolcsy György⁸ szavaival élve a digitális transzformáció teljes sebességgel zajlik.

A járványra adott gazdaságpolitikai válaszok hatása a tőzsdére

A koronavírus-járvány gazdasági hatásait tompítandó a különböző kormányok és jegybankok határozott és markáns intézményi válaszokat adtak, amelyeket a korábbiakban ismertettünk. Ezen korábban nem látott mértékű fiskális és monetáris élénkítések tőzsdei árfolyamra vonatkozó hatása látványosan megmutatkozott, különösen az Egyesült Államokban.

Az amerikai S&P 500 index a 2020. március 23-i mélypontot követően igen meredek emelkedésbe kezdett, és június 8-án már megközelítette az év eleji nyitóértéket. Még

⁷ McKinsey & Company: *COVID-19: Implications for business*. 2020.

⁸ Matolcsy György: *It is digital transformation in full speed*. *Növekedés.hu*, 2020. szeptember 30.

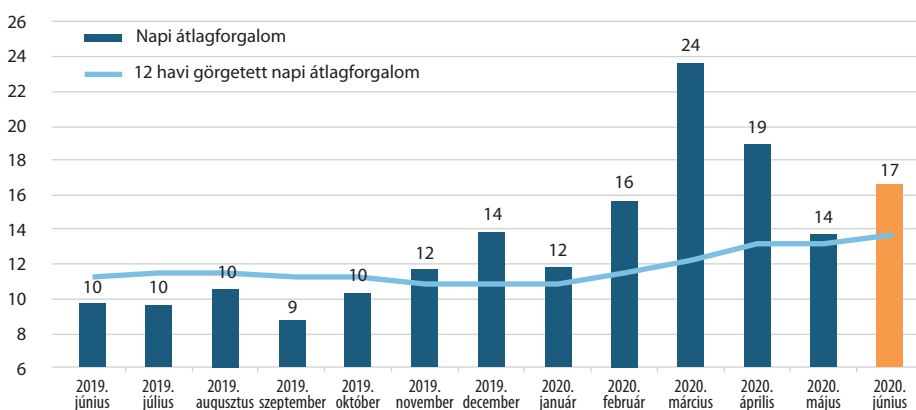
látványosabb volt a technológiai részvényeket tömörítő NASDAQ árfolyamalakulása és ereje ugyanebben az időszakban. A március 23-i mélypontot követően a helyreállítás itt olyan erős volt, hogy már május 15-én meghaladta az év eleji 9092 pontos nyitóértékét, a félévet pedig történelmi maximumon zárta.

A 2020 első két negyedében bekövetkezett árfolyammozgások tektonikus erejére jellemző (20-30 éves rekordok dőltek meg), hogy:

- miközben az S&P 500 index az első negyedét a 2008-as pénzügyi válság óta legnagyobb eséssel zárta (20 százalékos esés);
- a második negyedét a legnagyobb negyedéves árfolyam-emelkedéssel zárta 1998 óta (19,95 százalékos);
- a NASDAQ a második negyedében a legnagyobb negyedéves árfolyam-emelkedését produkálta 1999 óta (30,63 százalékos);
- a Dow Jones a második legnagyobb negyedéves emelkedését produkálta 1987 óta (17,77 százalékos).

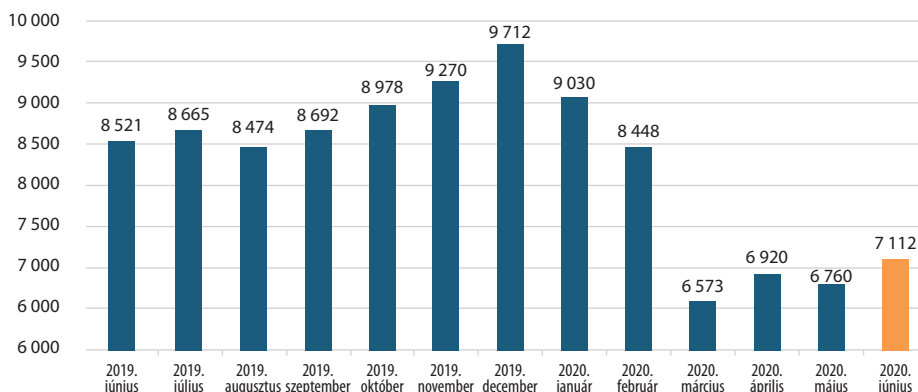
Az erőteljes második negyedéves teljesítmény ellenére a vezető részvényindexek negatív teljesítményt tudtak 2020 első félévében felmutatni.

Az idei évben az újraalapításától számítva harmincadik születésnapját ünneplő Budapesti Értéktőzsde első féléve is igen változatosra vált. Egyrészt az árfolyamok erodálása jelentősen csökkentette a tőzsdei kapitalizációt, ugyanakkor a piaci forgalom jelentősen megugrott, ami a tőzsde mint intézmény eredményességét jelentősen javította. Különösen márciusban és áprilisban volt kiugróan magas a részvényforgalom, majd az izgalmak lecsillapodásával májusban már közel visszatért a szokásos mederbe (3. ábra). A részvényárfolyamok mindazonáltal tartósan alacsonyabbak maradtak az év eleji csúcsokhoz képest, a féléves 35 818 pont záróérték jócskán – 10 ezer ponttal – alacsonyabb az év eleji csúcsához viszonyítva (4. ábra).



3. ábra: Az azonnali piaci átlagforgalom alakulása a BÉT-en 2020 első félévében (Mrd Ft)

Forrás: BÉT-szerkesztés, 2020



4. ábra: A részvénykapitalizáció alakulása a BÉT-en 2020 első félévében (Mrd Ft)

Forrás: BÉT-szerkesztés, 2020

Egyéb tőkepiaci hatások

Minden egyes válság hatásmechanizmusa más és más, így a koronavírus-válság kapcsán is számos új jelenségnek lehettünk tanúi.

Az SP500 cégek első két negyedéves bevételeire és eredményeire vonatkozóan:

- az első negyedévben a vállalati bevételek növekedése tekintetében éles elkülönülés mutatkozott az egyes szektorok között: míg az egészségügy, közszolgáltatások, információtechnológia jól teljesített, addig a közszolgáltatások, energia- és nyersanyagipar csökkenő bevételt realizált;
- a második negyedévben aztán fordult a trend, és valamennyi szektor zsugorodást mutatott fel;
- hasonló tendenciát mutatott a vállalati nyereségek dinamikája is;
- összességében az SP500 vállalatok az első negyedévet átlagosan 15 százalékkal egy részvényre jutó nyereségromlással teljesítették, a második negyedévet 31,6 százalékkal.

Az első félév további számos új fordulatot hozott a világ tőkepiacai számára:

- bár a vállalati csődök száma csak lassú emelkedést mutat, az első félév során több ikonikus vállalat is csődöt jelentett: a világ legnagyobb és egyik legrégebb ideje működő autókölcsönző cége, az 1918-ban alapított Hertz, az amerikai kiskereskedelmi óriás J. C. Penney, vagy a német DAX-indexben is szereplő német Wirecard, valamint számos további – főként a vírus kapcsán érintett szektorokban tevékenykedő – vállalat (például: Lufthansa) folyamodott állami segítségért;
- arra, hogy az egyes iparágakat mennyire eltérően érintette a vírus, jó példa a 2003-ban alapított (valamint 2010-ben tőzsdére ment) és a világ legértékesebb autógyártó vállalatává növekedő Tesla esete. A Tesla, amelyik 2019-ben 367 500 autót szállított le, 2020. július 1-jén megelőzte a legértékesebb autógyártó vállalatok között azt az 1937-ben alapított Toyotát, amelyik 2019-ben közel 2,4 millió darab autót értékesített. Lényegében többet ér, mint az összes európai autógyártó együtt. Mindez köszönhető az örületes hype mellett annak is, hogy a Teslát nem csupán autógyártó céként pozicionálják a befektetők, hanem egy önálló ökoszisztémát felépítő technológiai és tudáselőnyrel rendelkező vállalatként;
- „Robinhood-jelenség”: fiatal, extrém kockázatkereső kisbefektetők tömeges megjelenése többek között a Robinhood nevű diszkont bróker cég platformján keresztül. A sokszor tájékozatlan kisbe-

fektetők a félév során tömegesen nyitottak számlákat a különböző brókercégeknél, és jelentősen bevásároltak a márciusi mélypontok során. Gyakran vásároltak olyan „divatos” vállalati részvényekből, mint a Tesla, Apple, Amazon. Az extrém kockázatvállalásra (kaszinó, sportfogadás-jelenség) jellemző, amikor a csődöt jelentő vállalatok (Hertz, J. C. Penney, Wirecard) az árfolyamok összezuhanása után napokon belül több száz százalékot emelkedtek (állami mentőövezben is reménykedve), majd ugyanilyen gyorsan omlottak is össze újra. Az első negyedév során egyes brókercégeknél az ügyfélszám 100 százalék feletti növekedést mutatott;

- trillió dolláros vállalatok: 2020. július 6-ával a Google anyavállalata is belépett negyedikként a trillió dolláros vállalatok sorába. A félév végén az öt legnagyobb vállalat a világon a technológiai iparágban tevékenykedik, együttes kapitalizációjuk a teljes amerikai tőzsdei részvénykapitalizáció mintegy 13 százalékát teszi ki.

A tőkepiac szerepe a válsághelyzetben – új kihívások

A tőkepiac mérete és a gazdaság ereje, valamint a tőkepiac mérete és az innovációs kapacitás közötti összefüggéseket több tanulmányunkban is kimutattuk.⁹ A koronavírus ezen összefüggéseken felül is nagyon fontos tapasztalatokkal szolgált, és új kihívásokat jelentett.

Az egyik nagyon fontos tény önmagában, hogy a tőzsdék nyitva tartottak a válság során:

- a tőzsdék rendkívül gyorsan megvalósították a digitális átállást: a folyamatos és zavartalan kereskedés biztosítása oly módon történt, amely nem veszélyezteti az emberek fizikai biztonságát;
- szabályozott kereskedési felületet szolgáltatottak, amely biztosítja a transzparens árképzést, nyilvánosan hozzáférhető árinformációt és likviditást – ezáltal az értékpapírok, vállalatok tulajdonosai hiteles és valós idejű képet kapnak a mögöttes termékek értékéről, könnyen és gyorsan jutnak likviditáshoz, értékesíthetnek tulajdonrész, kezelhetnek kockázatot.

A nyitvatartással kapcsolatban kisebb nemzetközi vita bontakozott ki a közelmúltban. Egyes piaci szereplők (brókerházak, bankok) a jelenleginél rövidebb nyitvatartást (kereskedési idő) szorgalmaztak az európai tőzsdék számára, hivatkozva a tokiói hatórás és New York-i hat és fél órás nyitvatartásra, szemben az európai nyolc (budapesti), nyolc és fél órás (London) nyitvatartással – az európai kereskedés azért is hosszabb, hogy összeérjen az ázsiai és amerikai piacokkal. A rövidítés mellett érvelők azzal indokolják a rövidítés hasznosságát, hogy az nem befolyásolná a likviditást, sőt növelné a tőzsdei forgalmat (jelenleg a záróaukciók során zajlik a forgalom nagy része), valamint a munkavállalók

⁹ Lásd például: Parragh Bianka – Végh Richárd: Megújuló állam – megújuló tőkepiac. *Polgári Szemle*, 14. (2018), 4–6. 48–78.; Végh Richárd: Versenyképes tőzsde – versenyképes gazdaság. In Parragh Bianka (szerk.): *Ősztönző állam – hatékonyabb vállalatok*. Budapest, Akadémiai Kiadó, 2019. 239–262.

mentális egészségére is jótékony hatással lenne (rövidebb munkaidő). A FESE európai tőzsdeszövetség álláspontja szerint azonban ez a lépés túlságosan Nagy-Britannia-centrikus, és a rövidebb kereskedési idő éppen hogy csökkentené a likviditást, valamint inkább a kevésbé szabályozott és kevésbé transzparens alternatív kereskedési felületek irányába (dark poolok) terelné a piaci forgalmat.

A tőzsdék másik nagyon fontos szerepe a fenntartható fejlődéshez való hozzájárulás, ami szintén nagyobb hangsúlyt kapott a koronavírus kapcsán. A koronavírus-járvány következtében leállított gazdaságok számára az újrakezdés egyben lehetőség lehet egy fenntarthatóbb, zöldebb pályán történő újrakezdésre, amiben a tőzsdék és a tőkepiacok kiemelt szereppel bírhatnak (finanszírozás). A fenntartható közgazdaságtan kiemelt szerepet kap a Magyar Nemzeti Bank gondolkodásában is, olyannyira, hogy a közelmúltban külön kötetet jelentetett meg a fenntartható fejlődés témakörében. *A jövő fenntartható közgazdaságtana* című kiadvány a gazdasági növekedés ökológiai következményeit, a demográfiai, technológiai, geopolitikai kihívásokat, valamint a pénz jövőjét is tárgyalja.¹⁰

Az ESG (Environmental, Social, Governance) – magyarul leginkább fenntartható fejlődésként összefoglalható vállalatirányítási, befektetési stratégia, amely figyelembe veszi a vállalati működés során a környezeti, társadalmi és felelős vállalatirányítási szempontokat is a rövid távú profitmaximalizáló nyereség hajszolása helyett – az utóbbi időszakban valóban releváns tényezővé vált a vállalati gondolkodásban, stratégiában és működésben, olyannyira, hogy a piac is jutalmazza. A Bank of America, valamint a Merryl Lynch közös tanulmánya¹¹ tíz pontban emeli ki, milyen jelentőségre tettek szert az ESG-befektetések az elmúlt tíz évben. Ezek az előnyök többek között:

- az ESG-részvénybefektetések az elmúlt öt évben folyamatosan felülteljesítők voltak más részvénybefektetésekhez képest;
- a következő két évtizedben mintegy 20 ezer milliárd USD vándorolhat ezekbe a befektetésekbe (a teljes SP500 kapitalizációja 2019 végén). Különösen a nők, a millenniumi nemzedék és a magas vagyonú ügyfelek keresik előszeretettel ezeket a befektetéseket;
- az ESG-vállalatok fontosnak tartják az alkalmazottak elégedettségét, amely jobb vállalati eredményekhez vezet, ezáltal magasabb profit és olcsóbb finanszírozás érhető el;
- a vállalati csődök 90 százaléka megelőzhető lett volna az ESG-szempontok nagyobb figyelembevételével.

A Magyar Nemzeti Bank, hasonlóképpen felismerve a zöld finanszírozás fontosságát, már 2019-ben elindította Közép-Kelet-Európában egyedülálló Zöld Programját. Az MNB

¹⁰ Virág Barnabás (szerk.): *A jövő fenntartható közgazdaságtana*. Budapest, Magyar Nemzeti Bank, 2019.

¹¹ Savita Subramanian – James Yo – Jill Carey Hall – Toby Wade – Alex Makedon – Oshung Kwon – Jimmy Bonilla: *ESG Matters – US: 10 reasons you should care about ESG*. Bank of America Merrill Lynch – Bofaml.com, 2019.

célja a program segítségével Magyarország fenntarthatósági felzárkóztatása a pénzügyek és a környezeti fenntarthatóság összekapcsolása révén. A BÉT kiemelt céljai közt is szerepel az ESG-befektetések támogatása, illetve a fenntarthatóság minden aspektusának fokozott érvényesítése.

A Budapesti Értéktőzsde az ESG-befektetések támogatása keretében külső partnerekkel is együttműködik. Nemrégiben együttműködési megállapodást kötött a magyar gazdaság fenntartható fejlesztése, illetve a gazdasági növekedés környezeti, társadalmi és vállalatirányítási, azaz ESG-faktorainak fokozott érvényesítése céljából az MVM csoporttal. Emellett a legkiválóbb tőzsdei teljesítményeket jutalmazó BÉT Legek 2019 díjátadón is külön ESG-díjat kapott a MOL (Felelősségvállalás, fenntarthatóság, felelős vállalatirányítás díj), amely vállalat az indoklás szerint „több mint 20 éve hoz nyilvánosságra a fenntarthatósághoz kapcsolódó adatokat”.

A tőkepiacot ért kihívások kapcsán fellángolt viták között szükségesnek tartjuk megemlíteni a shortolás engedélyezésének kérdését. Régóta zajló vita országok, felügyelet és piaci szereplők között, hogy válsághelyzetben, amikor a tőzsdei árak zuhannak, van-e létjogosultsága az árak eséséből profitáló, esésre játszó short pozíciók engedélyezésére. A legutóbbi, 2008-as válság során többek között az amerikai tőzsdefelügyelet, a SEC is betiltotta a pénzügyi intézmények shortolását, valamint egy részvény 10 százalék feletti árfolyamesése esetén jelenleg is érvényben van az a szabály, hogy a két rákövetkező napon tilos az adott instrumentum shortolása.

„Az európai tőkepiaci és tőzsde felügyeletek megosztottak voltak a kérdésben. Néhány ország, mint például a francia, az olasz vagy a spanyol értékpapírpiacon felügyelet szerint a short-selling káros, mivel feleslegesen túlzott volatilitást és turbulenciát generálhat, az árak extra mértékű esését válthatja ki, és drasztikus hatással lehet a célvállalkozások likviditására, adott esetben azok csődjét vagy tönkremenetelét okozhatja mind bankok, mind egyéb szektorban tevékenykedő cégek esetében. Más pénzügyi felügyeleti szereplők, mint például a Brit Financial Conduct Authority szerint a short-selling lehetősége a piaci integritás fontos alkotóeleme, ami nagyban segíti a hatékony ármeghatározást, likviditásbővítést és a kockázatkezelést, és egyáltalán nincs rá bizonyíték, hogy az eszközárakban bekövetkezett áresések a „short-selling”-nek tulajdoníthatók. A német BaFin jelen esetben nyilvánosan nem foglalt állást a kérdésben.”¹²

A világ számos tőzsdéjét tömörítő World Federation of Exchanges (WFE) ugyanakkor a shortolás tilalma ellen szólalt fel. Legfőbb érvük szerint a piaci folyamatokba való beavatkozás során az tőzsdék egyik legfontosabb funkciója, az árinformáció képzése sérül. Azt a téves képet sugallhatná, hogy egy vállalat értéke csak nőni tud: a shortolás lehetőséget ad arra, hogy a jövőben csökkenő vállalati eredményeket is beárazhassa a piac. A piaci integritáshoz, a likviditás fenntartásához szintén szükséges a shortolás engedélyezése.

¹² Bakos Péter: [Short selling tiltás egyes eurózána országokban a COVID-19 válság idején](#). *Bét.hu*, 2020. július 23.

„A COVID-19 járvány okozta 2020. februári-márciusi részvénytőkepiaci összeomlást látva az euro-zóna hat országa tőkepiaci felügyelete – néhány egyedi, egy-két napos short selling tiltás kísérletet követően – 03. 17-én vagy 18-án legalább két hónapra betiltotta a shortolást. Ennek megfelelően Ausztria, Belgium Franciaország, Görögország és Spanyolország felügyelete 2020. május 18-ig, míg Olaszország hasonló intézménye június 18-ig szóló tiltást vezetett be gyakorlatilag minden a szabályozott piacokon, azaz a tőzsdéiken kereskedett részvényre vonatkozóan. A felügyeleti indoklásukban az extrém mértékű hátrányos változásokat, a piaci bizalomvesztést és a pénzügyi stabilitás veszélyeztetését jelölték meg a döntésük okaként.

Az európai szupranacionális intézményként működő ESMA nyilatkozatban támogatta a tiltásokat. Ennek ellenére az EU legfejlettebb, s a világ egyik legjelentősebb tőkepiacával rendelkező Nagy-Britannia, vagy több fejlettebb tőkepiacú EU-tagország, mint Németország, Hollandia vagy Svédország nem vezettek be short-selling korlátozásokat, és a világ első számú tőkepiacának számító USA-ban sem került erre sor.”¹³

A shortolás megítélése nem egységes. Magyarországon is folyamatosan és szigorúan monitorozza a piaci felügyelet az eseményeket, de egyelőre nem merült fel a shortolás tilalmának bevezetése.

Az európai tőkepiac kihívásai

Ahogy korábban utaltunk rá, a válságból való kilábalásban a tőkepiacoknak meghatározó szerepet szükséges vállalniuk. Az európai, kontinentális tőkepiacok hagyományosan kevésbé fejlettek az angolszász, vagy akár ázsiai területekhez képest, Nagy-Britannia unióból történő kiválásával pedig az EU tőkepiaca határozottan gyengül, ahogyan az egységes tőkepiaci kezdeményezés (CMU – Capital Market Union, Tőkepiaci Unió) is – legerősebb tagját elveszítve.

A válságból történő felépülésben a pénzügyi közvetítőrendszer szerepe kiemelkedően fontos. A bankok továbbra is hiteleznek, ugyanakkor mérlegük folyamatosan romlik a hiteltörlesztő vállalatok hitel-visszafizető képességének romlásával, ráadásul a jelen válságba a vállalatok nagy többsége eleve túladósodottsággal került bele. A vállalatok számára a tőkéhez jutás és a tőkéhez jutás képessége kulcskérdés. Amikor tőkeallokációra kerül sor, szintén kulcskérdés, hogy azokat stratégiai iparágakba csoportosítsák át.

Miért is fontos a tőkehelyzet stabilizálása? A FESE 2020-as, a témában tartott webináriumának résztvevői a következő gondolatokat fogalmazták meg:

- az alacsony kamatkörnyezet veszélyezteti a megtakarításokat;
- demográfiai problémák: elöregedő társadalom;
- új globális kihívások: fenntarthatóság, globalizáció, digitalizáció;
- brexit – az EU legfejlettebb tőkepiaca távozik;
- gazdasági lassulás;
- hiányzik a hosszú távon rendelkezésre álló tőke;

¹³ Bakos (2020) i. m.

- nagyon kevés érettebb fejlődési szakaszba jutó európai vállalat választja a tőzsdét tőkebevonásra;
- nincs európai szinten egységes és hatékony tőkepiaci felügyelet;
- a világ 50 legnagyobb értékű technológiai vállalata között nincsen európai.

A válság lehetőséget teremt a szereplők céljainak összehangolására, és az alsóbb, szakértői szinteken nagyon sok egyezés van. Kulcskérdés lesz, hogy az összhang a legmagasabb szinteken is megteremtődjön, különben a megvalósítás során elhalhatnak a kezdeményezések. Megállapodás nélkül a felépülés lassabb lesz, és kevésbé versenyképes módon valósul meg.

Az Európai Bizottság magas szintű szakértőkből és tőkepiaci döntéshozókból álló munkacsoportja, a High Level Forum (HLF, 2020) nemrégiben készítette el riportját, amelyik a CMU irányába tett legfontosabb törekvéseket és célokat foglalja össze. A riport azzal a megállapítással kezdődik, hogy a tőkepiacok fejlesztésére minden korábbinál nagyobb szükség van:

- évtizedek óta nincs egységes tőkepiac, kisebb és nagyobb szereplők töredezett piacai, a legjelentősebb tag, Nagy-Britannia kiválása;
- a bankpiac önmagában kevés a kilábaláshoz;
- különösen a fejlett technológiai vállalatokra jellemző, hogy növekedésük során a középvállalati szint elérése után Európán kívül jelennek meg a tőkepiacokon, mert Európában nincs megfelelő finanszírozási lehetőségük;
- a lakossági megtakarítók, akik befektetők lehetnek a tőkepiacokon, hosszú távon alacsony hozamot tudnak csak elérni, és nincs megfelelő lehetőségük határon átnyúló egységes, összehasonlítható árazáson alapuló termékek igénybevételére;
- a klímaváltozás okozta kihívások kezeléséhez a kormányzatoknak szüksége lenne a tőkepiacra;
- nyugdíjrendszerek fenntarthatósága, és az állami nyugdíjrendszer kiegészítése.

A riport 17 pontban összegzi a javaslatokat, amelyek érintik a felügyeleti szabályozás reformját, jogharmonizációt és adózási változtatásokat. A terv négy pillére:

- megfelelő versenykörnyezet biztosítása a vállalatok számára;
- erősebb és hatékonyabb piaci infrastruktúra kiépítése;
- lakossági befektetések ösztönzése;
- a piacok nemzetközibbé tétele.

A FESE európai tőzsdeszövetség kiemelten foglalkozik a különösen Európára jellemző elsődleges tőzsdei kibocsátások (IPO – Initial Public Offering) elégtelen voltával, főként a növekedési fázisban lévő innovatív kkv-k esetében. A közelmúltban kiadott European IPO Report az európai IPO-k tendenciáit és az okait elemzi (például 2015 és 2018 között a tőzsdére bevezetett cégek száma 600-zal csökkent, és az adott évi IPO-k száma is 50-nel csökkent), valamint ajánlásokat fogalmaz meg a döntéshozók számára.

A főbb javaslatok:

- IPO-ökoszisztéma fejlesztése, rugalmasabb szabályozási környezet a kisebb vállalatok számára;
- befektetői részvétel ösztönzése;
- európai tőkepiaci kultúra fejlesztése;
- befektetésösztönző adózás az IPO-befektetések esetén;
- szabályozói környezet fejlesztése, amelyek a technológiailag innovatív vállalatok finanszírozását támogatják;
- a tőkepiacok fontossága a fenntartható fejlődés megvalósításában.

Látható tehát, hogy az európai tőkepiacok számos kihívással küzdenek, amely kihívásokat a koronavírus okozta gazdasági sokk még inkább akuttá tett. Megállapítható, hogy a piaci szereplők szemében még inkább fontossá vált a tőkepiac fejlesztése, és egyre nagyobb az egyetértés, hogy a gazdasági kilábalás elképzelhetetlen a tőkepiacok megerősítése nélkül.

A magyar tőkepiac eszközei és lehetőségei

„A mára búcsúzó liberális közgazdasági gondolkodás nem hagyott helyet az államnak, különösen a fejlesztő államnak a gazdaságpolitikában. Nem ismerte el, hogy a kivétel nélkül minden piaci modellt működtető, mára már fejlett gazdaságokban az állami fejlesztéseknek döntő szerepük volt a sikerben. Sem az angolszász országok állami infrastruktúra fejlesztéseit, oktatási programjait és K+F projektjeit, sem az európai szociális piactgazdasági modell azonos fejlesztéseit és társadalmi kohéziós politikáit nem tekintette a siker perdöntő tényezőinek” – jegyzi meg Matolcsy György a *Növekedés.hu* hasábjain megjelent gondolataiban. Elemzése szerint „az elmúlt 200 évben kizárólag azok az országok voltak sikeresek, amelyek az állam és a piac képességeit, eszközeit jól hangolták össze az élet minden területén, de különösen a gazdaságpolitikában. Magyarország az elmúlt 150 évben akkor ért el több sikert és vallott kevesebb kudarcot, amikor jobban épített a fejlesztő állam és a fejlődő piac okos együttműködésére.”¹⁴

Ez az együttműködés és fontossága megmutatkozik a Budapesti Értéktőzsde piacfejlesztési stratégiájában is. A magyar tőkepiac mérete és fejlettsége jelentősen elmarad nemcsak a világ fejlett tőkepiacaihoz, de a régiós versenytársakhoz képest is. *Ösztönző állam – hatékonyabb vállalatok* című kötetünkben rávilágítottunk arra, hogy ezt a lemaradást lehetetlen belátható időn belül az ösztönző állam támogatása nélkül csökkenteni, ahogyan más nemzeteknél is nagyon komoly támogatást nyújt az állam a tőkepiac fejlesztéséhez, működtetéséhez – gondoljunk csak a Fed stimulusaira, a japán jegybank közvetlen részvényvásárlásaira, vagy akár a lengyel tőkepiacon meghatározó állami nyugdíjalapok szerepére. A magyar állam számos szereplőn és programon keresz-

¹⁴ Matolcsy György: *Fejlesztő állam és bővülő piac. Növekedés.hu*, 2020. július 13.

tül támogatja a magyar tőkepiac fejlesztését. Az állami szereplők közül kiemelkedő a Magyar Nemzeti Bank szerepe, akinek elköteleződését a hazai tőkepiac fejlesztése iránt a Budapesti Értéktőzsdében történő tulajdonszerzése mellett számos támogató program, többek között a Növekedési Kötvényprogram (NKP) megvalósítása is jelzi. Mindezen programok nem öncélúak, hiszen közvetve a magyar vállalatok növekedését és ezáltal az ország fenntartható fejlődését segítik. Ennek jelentőségét a koronavírus-pandémia is megvilágította, amikor jelentősen romló gazdasági környezetben is lehetőséget biztosított a vállalatoknak tőkét bevonni: az NKP-programon keresztül már az első bő egy év alatt mintegy 300 milliárd forint tőkéhez jutottak. Az NKP mellett tőzsdei kibocsátásra is sor került, a Gloster a válság legsúlyosabb időszakában bocsátott ki részvényeket, és vont be sikeresen tőkét.

A Budapesti Értéktőzsde elmúlt öt éve

Az idén harmincéves Budapesti Értéktőzsde 2015-ös nemzeti tulajdonba kerülését követően 2016 elején hirdette meg ötéves stratégiáját, amely legfontosabb céljaiul az ökoszisztéma erősítését, a kisebb vállalatok felé fordulást és a szolgáltatási értéklánc fejlesztését tűzte ki. A 2020-as év több szempontból is alkalmat ad a visszatekintésre, egyrészt azért, hogy az első ciklus az idei évvel zárul, másrészt azért, hogy a koronavírus milyen hatással volt a BÉT stratégiájára.

A BÉT stratégiájából sikeresen megvalósult:

- szolgáltatási értéklánc kialakítása:
 - a közepes és innovatív vállalatok számára a BÉT50 program kínál kapcsolódási lehetőséget a tőkepiacokhoz és a többi sikeres középvállalathoz, függetlenül attól, hogy terveznek-e a közeljövőben megjelenni a tőzsdén;
 - a London Stock Exchange által üzemeltetett ELITE komplex vállalatirányítási és menedzsmentprogramban való részvétel segíti a vállalatirányítás fejlődését;
 - az Xtend program könnyített és középvállalatok igényeihez igazított szabályozással segíti a tőkebevonást;
 - az Xbond piac pedig a vállalati kötvénypiac számára nyújt kedvezőbb szabályozási környezetet;
 - a Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap megvalósításával számos tőzsdei megjelenéssel kapcsolatos költség finanszírozását tudja a tőzsde támogatni;
 - a mentoring program a tőzsdére készülő vállalatokat segíti a tőzsdei megjelenésre és a tőzsdei jelenléttel járó kötelezettségek megismerésére;
 - lehetővé vált a Növekedési Kötvényprogram segítségével újabb, kedvező feltételrendszerű, diverzifikált finanszírozás megvalósítása;
- erősödött az ökoszisztéma:
 - a középvállalatok számára a fentiekben említett szolgáltatási értéklánc megvalósításával lehetővé vált a tőkepiaci kapcsolódás több szinten és mélységben;

- lakossági oktatás is kiemelt szerepet kapott a BÉT Akadémia, BIB leányvállalat megalapítása, középiskolai tőzsdejáték kapcsán;
- elemzési és árjegyzési program készült, amely segíti a befektetőket abban, hogy kisebb kapitalizációjú vállalatokról is hiteles információkat kapjanak befektetési döntésekhez, valamint az adott vállalatok likviditását is segíti;
- számos nemzetközi együttműködés jött létre.

A korábban leírtak alapján jól látható tehát, hogy a Budapesti Értéktőzsde stratégiája azokra a nemzetközileg is jelen lévő kihívásokra reagált (ökoszféra erősítése, tőkepiac mélyítése, középvállalatok megszólítása, lakossági befektetők ösztönzése, tőzsdére lépés jogszabályi és pénzügyi támogatása), amelyek egész Európában jellemzők a tőkepiacokra. Ezeket az eredményeket azonban az MNB, mint fő tulajdonos, a hazai gazdaságpolitika és a tőkepiaci szereplők, vállalatok támogatása nélkül nem tudta volna megvalósítani.

A Magyar Nemzeti Bank Növekedési Kötvényprogramja

A Magyar Nemzeti Bank, felismerve a vállalatfinanszírozás kötvénypiaci ágának fontosságát és a hazai vállalati kötvénypiac elmaradottságát, 2019 júliusában elindította a Növekedési Kötvényprogramot, amelynek keretében mára a jegybank 750 milliárd forint keretösszegben vásárol nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott, jó minősítéssel rendelkező vállalati kötvényeket.¹⁵

Az NKP-program több szempontból is fontos a hazai tőkepiac számára. Egyrészt már eleve a program mérete kapcsán, másrészt a finanszírozás diverzifikációja kapcsán, harmadrészt forrást nyújt a növekedéshez, refinanszírozáshoz a koronavírus-pandémia alatt is, de ezenfelül a vállalatok számára is egy igen fontos edukációs folyamatot jelent. A programban részt vevő vállalatokat neves nemzetközi hitelminősítők (Scope, Moody's, Euler Hermes) vizsgálják. 2020 első félévében, fejezetünk időhorizontjának végéig, mintegy 31 vállalat kapott minősítést, azaz indult el a tőkepiaci megjelenéssel járó magasabb nyilvánossági feltételeknek való megfelelés útján. Ezen vállalati kötvényeket bevezetik a Budapesti Értéktőzsdére, ezáltal a kibocsátók megismerkednek a tőzsdei jelenlét előnyeivel, kihívásaival is, ami jó alapot teremthet a későbbi részvénykibocsátás felé.

Hiventures

A tőkeági finanszírozás egy másik fontos hazai szereplője az MFB csoporthoz tartozó Hiventures¹⁶ tőkealap-kezelő. A koronavírus-válság különösen az alacsony likviditással

¹⁵ A Növekedési Kötvényprogram (NKP) keretösszegének 750 milliárd forintra emeléséről 2020. szeptember 23-án döntött az MNB Monetáris Tanácsa.

¹⁶ Lásd: www.valsagsomagok.hiventures.hu/

rendelkező tőkeszegény hazai kis- és középvállalatokat érintette súlyosan, a koronavírus-mentőprogram őket célozza. A tőkeági finanszírozás azért is fontos ebben az időszakban, mert a banki hitelezés prociklikussága révén ezek a (gyakran növekedési szakaszban lévő) vállalatok még nehezebben kapnak hitelt. Az összesen 221 milliárd forintos összegű program három fő eleme a Startup mentőprogram (30 milliárd), a KKV mentőprogram (41 milliárd) és a Krízis I. tőkeprogramok (150 milliárd).

A Startup mentőcsomag főbb paraméterei a következők:

- 1 milliárd forint bevétel alatti cégeknek;
- korábban már kockázati tőkebefektetésben részesült, így ebből a szempontból érettebb startupok számára érhető el;
- maximum 65–150 millió forintnyi finanszírozás;
- 1 százalékos tulajdonrész;
- tőke mellett tagikölcsön-finanszírozás;
- visszavásárlási lehetőség.

A KKV mentőprogram főbb paraméterei a következők:

- koronavírus miatt kialakult gazdasági helyzet következtében pénzügyi nehézségekkel küzdő vállalatok támogatása, amelyek alapvetően nyereséges és életképes cégek, viszont nem, vagy nem elégséges mértékben jutnak hitel- vagy más finanszírozáshoz;
- átmeneti segítség, a lehető legkevesebb adminisztrációval;
- minimum 100 millió forint árbevétel;
- 50–250 millió forint befektetési összeg (maximum a 2019-es árbevétel fele);
- 1 százalék tulajdonrész;
- évi 5,1 százalékos kamat;
- futamidő: 8 év.

A Krízis I. tőkeprogram főbb paraméterei:

- 3 fókusz: restrukturálás, tranzakció (M&A), gazdaságfejlesztés;
- célcsoport: közép- és nagyvállalatok;
- igényelhető finanszírozás: 500 millió forint – 15 milliárd forint;
- elvárt hozam: 5–15 százalék;
- lejárati: maximum 10 év.

Széchenyi Alapok

2020 júliusától Széchenyi Alapok néven folytatja munkáját a Pénzügyminisztérium alá tartozó Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt. A változás egyik legfontosabb eleme, hogy kiterjesztette a célvállalkozások körét, ezáltal már nagyvállalatok számára is biztosíthat tőkét.

A társaság létrehozott egy hatodik alapot, és elindította a nagyvállalati befektetéseket. A hat alap mintegy 83 milliárd forintot kezel, megalakulása óta pedig csaknem százhusz

befektetést és több mint negyven exitet hajtott végre. A hatodik alap létrehozásával jelentősen megnövekedtek a lehetséges befektetési összegek is: az eddigi egy-kétszáz milliós forintos átlagos befektetési méret helyett alaponként 5 milliárd forintba emelkedett a felső befektetési korlát, sőt ennél nagyobb kihelyezés is lehetséges több alap részvétele esetén.

Az alapkezelő tavaly június óta megnégyesezte a korábbi évek befektetési aktivitását.

„Az elmúlt évben a Bobcat és a Dosan márkák legnagyobb regionális forgalmazójának, a DM-Ker Nyrt-nek a tőzsdére vitele emelkedett ki, idén pedig a Covid-19-járvány dacára is jelentős befektetések valósultak meg: az önvezető autó szoftvert fejlesztő Almotive legutolsó körös befektetését és a Gloster Infokommunikációs Nyrt. tőzsdére lépését is a Széchenyi Alapok segítette. Elkötelezett támogatója a hazai közép- és nagyvállalatok tőzsdei megjelenésének, a Budapesti Értéktőzsde Xtend piacán eddig megvalósult négy tőkeemeléssel kombinált tranzakcióból háromban volt a vezető befektető, összességében közel 2 milliárd forint tőke befektetésével. Mindemellett a Széchenyi Alapok a PRE-IPO termékén keresztül azoknak a cégeknek is finanszírozási lehetőséget kínál, akik a tőzsdére lépést még csak tervezik, de az oda vezető úthoz, a szükséges növekedéshez tőkére van szükségük. Az alapkezelő a nyár folyamán további 6 milliárd forintnyi kihelyezést valósított meg ezen a területen.”¹⁷

Jelentősen bővítette befektetési lehetőségeinek körét, innovatív és környezetvédelmi megoldásokat alkalmazó kis- és középvállalkozások piaci potenciáljának megerősítése mellett több fenntarthatósági, zöld- és esélyegyenlőségi projektbe is befektetett. A Hiventures és a Széchenyi Alapok által jelenleg a hazai kockázati tőke jelentős része állami forrás.

Garantiqa Garanciaprogram

A koronavírus-válság kapcsán, a válságterv részeként a Garantiqa Hitelgarancia Zrt. is mintegy 500 milliárdos hitelgarancia-programot indított: „A Garantiqa Krízis Garanciaprogram keretében a hazai kkv-k és nagyvállalatok 90 százalékos állami garanciavállalás mellett juthatnak a likviditásuk biztosítása érdekében forrásokhoz.” A hitelgarancia rendkívül kedvező feltételeket nyújt hitelfelvételekhez, az éves garancia díja kkv-hitelek esetén mintegy 0,25-1 százalék a futamidőtől függően. A program nagyvállalatok számára is elérhető, a díjazás mértéke mintegy kétszerese a kkv-díjaknak. A Garantiqa jelentőségét jól mutatja, hogy „2019-ben minden ötödik kkv-hitelfelvétel a Garantiqa kezességvállalásával valósult meg. Az előzetes, nem auditált adatok szerint 2019 év végén a Garantiqa kezességvállalásával a kkv-szektorba áramlott hitelek nagysága 1046 milliárd forintot tett ki, a garanciavállalási portfólió pedig december végén elérte a 777 milliárd forintot.”¹⁸

¹⁷ Széchenyi Alapok néven folytatja munkáját a tőkealap-kezelő. *Szta.hu*, 2020. július 22.

¹⁸ 500 milliárdos garanciaprogram a vírusjárvány gazdasági hatásainak enyhítésére. *Garantiqa.hu*, 2020. április 23.

További kihívások és lehetőségek

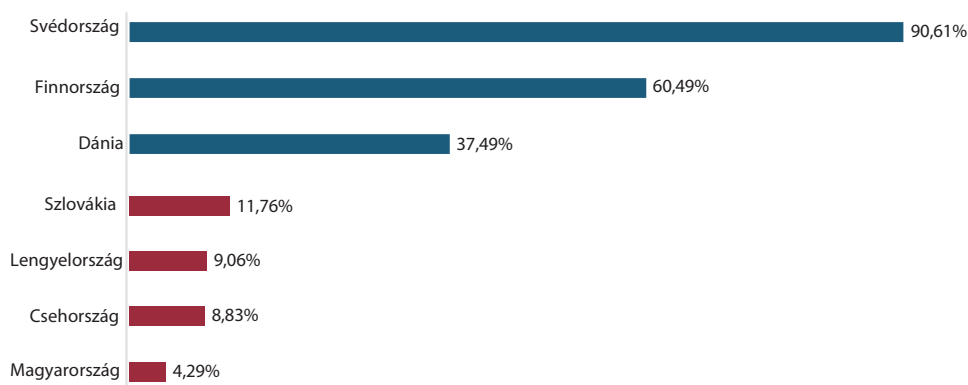
A koronavírus-válság tehát már egy fejlődő, erősödő tőkepiaccal rendelkező Magyarországot ért el, amely ország gazdaságának már voltak eszközei, és megfelelő mozgástérrel rendelkezett a válság kezeléséhez. Ennek eredményeképpen a hazai tőzsdei vállalatok jobban át tudták vészelni a válság első szakaszát, részvényeikkel zavartalan kereskedés folyt, az Xbond piacra 2020 során több mint 200 milliárd forint értékben bocsátottak ki vállalati kötvényeket, az Xtend piacon pedig új kibocsátások valósultak meg, amihez a Széchenyi Tőkealap is közel 2 milliárd forint befektetéssel járult hozzá.

A tőzsdefejlesztési stratégiának azonban még vannak olyan komplex társadalmi-gazdasági hatású sarokpontjai, amelyek megvalósításához a legmagasabb szinten kell döntést hozni:

- a fontos állami vállalatok tőzsdei megjelenése;
- a hosszú távú nyugdíj megtakarítások becsatornázása például az MNB által felvázolt jóléti számla megvalósításával;
- hosszú távon relevanciája lehet egy Sovereign Wealth Fund, azaz állami vagyonalap felállításának.

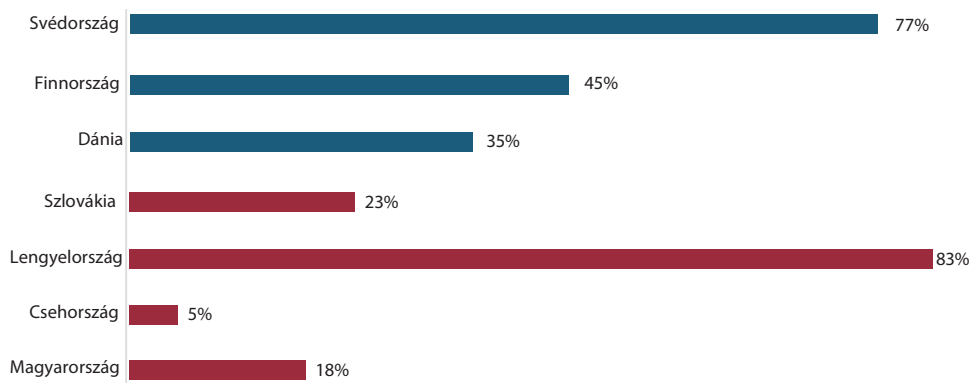
Nyugdíjalapok

A nyugdíjak becsatornázása és általánosságban a hazai intézményi források növelése szintén nagyban segítheti a tőkepiacok fejlődését. A skandináv tőkepiacokra jellemző magas nyugdíjvagyon és a nyugdíjvagyonon belüli magas részvényarány nagyban segítette a tőkepiac fejlődését. A magyar nyugdíjrendszer átalakításában sok feladat van, a visegrádi országok közül is gyengék a mutatóink (5. és 6. ábra).



5. ábra: Nyugdíjvagyon a GDP arányában (%), 2018

Forrás: BÉT-szerkesztés [Globeconomy](#), [OECD](#) (Statistical tables, 1.3.) alapján, 2020



6. ábra: Részvény és befektetési alap részaránya a nyugdíjvagyonon belül (%), 2018

Forrás: BÉT-szerkesztés [Globeconomy](#), [OECD](#) (Statistical tables, 1.14.) alapján, 2020

Az állami vállalatok tőzsdére jöveteléről korábbi tanulmányokban és a tőzsde jelenlegi öt éves stratégiájában is megemlékeztünk, a nyugdíjak becsatornázását elősegítő Jóléti Alap koncepcióját pedig az MNB versenyképességi programjában mutattuk be.

A BÉT szolgáltatási értéklánca

Gloster: sikeres kibocsátás a járvány közepén

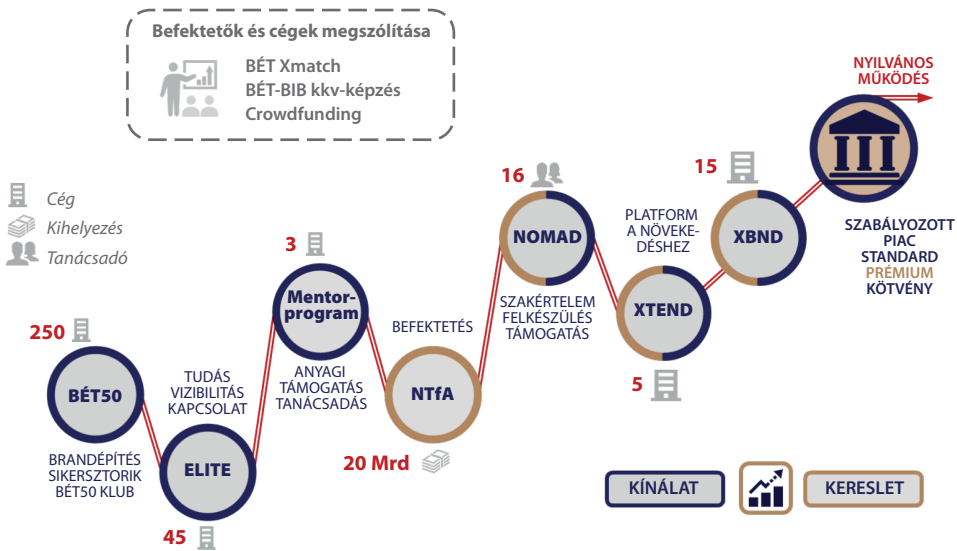
Arra, hogy a tőkepiac a válság közepén is képes lehet finanszírozási alternatívát nyújtani a növekedés elősegítéséhez egy innovatív vállalat esetén, jó példa a Gloster informatikai vállalat megjelenése a BÉT-en 2020. június 8-án. A Gloster zárt körű tőkeemelése április 30-án sikeresen, túljegyzéssel zárult le, amelynek keretében a hazai informatikai vállalat mintegy 1,1 milliárd forintot vont be, miközben a tulajdonos 65 százalékos tulajdonrészt megtartott az általa alapított cégben. A vállalat megjelenése a BÉT-en azért is példaértékű, mert a tőzsdei értéklánc több korábbi elemét is igénybe vette a tőzsdére jövetel előtt.

A BÉT által kiépített értéklánc a Gloster esetében azt jelentette, hogy a vállalat a tőzsdére lépést megelőzően szerepelt az innovatív sikeres vállalatok bemutatását segítő BÉT50 kiadványban, a BÉT finanszírozásában részt vett a londoni tőzsdével közös ELITE oktatási programban, majd sikeresen pályázott támogatásért a tőzsdei megjelenéshez a Pénzügyminisztériummal közös BÉT Mentor program keretében, a tőkeemelésben a Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap segítette, és mindezt a kifejezetten középállalatok számára kialakított tőzsdei Xtend platformon valósíthatta meg.

A BÉT szolgáltatási palettája az első öt éves stratégia végeztével teljessé vált:

- az innovatív hazai vállalatok és sikertörténetek azonosítására és brandépítésre szolgáló BÉT50 kiadványokban immár 250 vállalat jelent meg;
- a vállalatok tőkepiaci megjelenésére felkészítő, jelenleg a BÉT által finanszírozott, londoni tőzsdével közös ELITE oktatási programban 45 vállalat vezetői vettek részt sikeresen;

- a tőzsdére lépéshez anyagi támogatást nyújtó mentorprogramban immár 3 vállalat nyert támogatást;
- a Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap három tőzsdén megjelent vállalat számára nyújtott tőkeági finanszírozást 20 milliárd forint értékben;
- 16 nomad (nominated advisor, azaz kijelölt tanácsadó), a tőzsdére lépéshez tanácsadást nyújtó partner érhető el a cégek számára;
- ezáltal a középvállalatok számára szolgáló Xtend részvény- és Xbond kötvénypiacokon 17 kibocsátó jelenhetett meg.



7. ábra: A BÉT-ökoszféra fejlesztési terve 2025-ig

Forrás: BÉT saját szerkesztés, 2020

Összegzés

A 2020-as koronavírus-válság a 2008–2009-es pénzügyi válsághoz mérhető hatással járt a világ gazdaságaira és tőkepiacaira. Mindazonáltal megállapítjuk, hogy a mostani válság annyiban mégis más volt, hogy jól működő gazdaságokat érintett, a pénzügyi piacok és a reálgazdaság sokkal erősebb fundamentumokkal rendelkezett, mint 2008-ban. A megállapításunkkal összhangban szinte azonnal megugrott a munkanélküliség, és igen jelentősen mérséklődött a gazdasági teljesítmény, amit a különböző kormányok nagyon komoly méretű monetáris és fiskális csomagokkal igyekeztek ellensúlyozni. Ezen beavatkozások a reálgazdaságra mérsékelt hatást gyakoroltak (bár a vírus gazdaságra mért hatását valamelyest tompították), ugyanakkor a fejlett tőkepiacokon látványos áremelkedések történtek.

A magyar gazdaságra jellemző fundamentumok szintén erősek voltak a 2008–2009. évi pénzügyi-gazdasági válsághoz viszonyítva, ezáltal a kormányzatnak és a jegybanknak lehetősége nyílt a GDP 20 százalékát kitevő monetáris és fiskális programmal segíteni a gazdaságot. A koronavírus-járvány gazdaságra gyakorolt súlyos következményeit mutatja, hogy a második negyedéves GDP még ezen programok hatása ellenére is igen jelentősen csökkent, és a költségvetési hiány nagymértékben emelkedett. Azonban azt is szükséges szem előtt tartani, hogy az átfogó és sokoldalú programok pozitív hatása a harmadik negyedévtől erőteljesebben megmutatkozhat. A hazai gazdaságpolitika számos eszközzel támogatta a magyar tőkepiacot, amelyek mind a kríziskezelés eredményességét, mind a növekedést elősegítik. A Magyar Nemzeti Bank által elindított Növekedési Kötvényprogram által már az első időszakban több százmilliárd forintnyi kedvezményes finanszírozáshoz juthattak a vezető hazai vállalatok.

A 2020-as koronavírus-válság felgyorsította a vállalati működésben elindult változásokat: távmunka, digitalizáció, online megoldások. Azonban – ahogy arra korábban részletesen kitértünk – e válság nem egyformán érintette az iparágakat: míg a hagyományos iparágak (autógyártás, bankszektor, kiskereskedelem) inkább vesztesei voltak a válságnak, a technológia egyértelmű nyertese lett. A válság ráirányította a figyelmet, hogy az Európai Unió jelentősen le van maradva a technológiai fejlődés lehetőségeinek kihasználásában, így a túlnyomórészt technológiai újításokon alapuló a high-tech iparágakban: nem rendelkezik globálisan jelentős technológiai vállalattal. Ez részben magyarázza az európai tőzsdeindexek lemaradó teljesítményét is. Nem véletlenül utalt Matolcsy György¹⁹ MNB-elnök a Magyar Közgazdasági Társaság 2020-as vándorgyűlésén arra, hogy az adat lett az új olaj, Európa azonban lemaradt a technológiai versenyben, holott az előttünk álló évtized az adat és az információáramlással kapcsolatos forgalom felerősödéséről is szól, és exponenciális fejlődés mutatkozik a technológia területén.

Kiemeljük, hogy a koronavírus-válság egyértelműen felhívta a figyelmet arra is, hogy a tőkepiac fejlesztése nélkül nem lehetséges a talpra állás és a versenyképesség növelése. Magyarországon ez praktikusán azt jelenti, hogy erősíteni szükséges az intézményi forrásokat, a pénzügyi kultúrát és a tőkepiaci értékláncot. Mindehhez igen jó alappal rendelkezünk: a kormány, a Magyar Nemzeti Bank és a Budapesti Értéktőzsde által elindított tőkeprogramok hasznosan és eredményesen segítették a vállalkozásokat a válság alatt is. A következő időszakban is kulcskérdés lesz az intézményi források további becsatornázása a zöld pénzügyek, állami vállalatok bevezetése irányába.

¹⁹ Matolcsy György: Az adat lett az új olaj, pénzügyi forradalom küszöbén állunk. *Növekedés.hu*, 2020. szeptember 24.

Felhasznált irodalom

- 500 milliárdos garanciaprogram a vírusjárvány gazdasági hatásainak enyhítésére. *Garantiqa.hu*, 2020. április 23. <http://bit.ly/2KYOrut>
- Bakos Péter: Short selling tiltás egyes eurózóna országokban a COVID-19 válság idején. *Bét.hu*, 2020. július 23. <http://bit.ly/3iYayOr>
- Czecceli Vivien – Kolozsi Pál Péter – Kutasi Gábor – Marton Ádám: Gazdasági kitettség és válságállóság exogén sokk esetén. *Pénzügyi Szemle*, 65. (2020), 3. 323–349. <https://bit.ly/3r30cj6>
- Magyar Nemzeti Bank: *A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikai eszköztára a COVID-19 válság időszakában: likviditás, biztonság, rugalmasság*. 2020. <https://bit.ly/2MB2yqa>
- Matolcsy György: Az adat lett az új olaj, pénzügyi forradalom küszöbén állunk. *Növekedés.hu*, 2020. szeptember 24. <http://bit.ly/3pyaR50>
- Matolcsy György: Fejlesztő állam és bővülő piac. *Növekedés.hu*, 2020. július 13. <http://bit.ly/39qjoRK>
- Matolcsy György: It is digital transformation in full speed. *Növekedés.hu*, 2020. szeptember 30. <http://bit.ly/3cjm4Xd>
- McKinsey & Company: *COVID-19: Implications for business*. 2020. <http://mck.co/2MhducX>
- Parragh Bianka – Végh Richárd: Megújuló állam – megújuló tőkepiac. *Polgári Szemle*, 14. (2018), 4–6. 48–78. <https://doi.org/10.24307/psz.2018.1205>
- Sarkar, Shrutee: Global economic contraction to be steepest on record, recovery U-shaped: Reuters poll. *Reuters*, 2020. április 24. <http://reut.rs/2YrKVMc>
- Subramanian, Savita – James Yo – Jill Carey Hall – Toby Wade – Alex Makedon – Oshung Kwon – Jimmy Bonilla: *ESG Matters – US: 10 reasons you should care about ESG*. Bank of America Merrill Lynch, 2019. <https://bit.ly/2Yo2Vaz>
- Taylor, Derrick Bryson: How the Coronavirus Pandemic Unfolded: a Timeline. *The New York Times*, 2020. augusztus 6. <http://nyti.ms/3pw5HpU>
- Török László: A koronavírus miatti államadósság-növekedés az Európai Unió országaiban. *Pénzügyi Szemle*, 65. (2020), 3. 350–363. <https://bit.ly/3r1dJaH>
- Végh Richárd: Versenyképes tőzsde – versenyképes gazdaság. In Parragh Bianka (szerk.): *Ösztönző állam – hatékonyabb vállalatok*. Budapest, Akadémiai Kiadó, 2019. 239–262.
- Virág Barnabás (szerk.): *A jövő fenntartható közgazdaságtana*. Budapest, Magyar Nemzeti Bank, 2019.

Ajánlott irodalom

- Bakos Péter: A COVID-19 hatása a tőkepiacokra. *Bét.hu*, 2020. május 8. <https://bit.ly/2Yssibb>
- Bartholomeusz, Stephen: The oil cartel confronts the pandemic dilemma. *The Sydney Morning Herald*, 2020. július 14. <http://bit.ly/3qZzDv0>
- Boston Consulting Group: COVID-19 and the New Leadership Agenda. *BCG.com*, 2020. <http://on.bcg.com/3agGqcP>
- Bozsik Balázs: Fenntartható befektetések a válságban: stabilabbak lehetnek az ESG-termékek? *Bét.hu*, 2020. június 4. <https://bit.ly/39ugeMR>

- Budapesti Értéktőzsde: Tájékoztatás a koronavírus piacokra gyakorolt hatásával kapcsolatban. *Bét.hu*, 2020. <http://bit.ly/2L4Ktkc>
- Budapesti Értéktőzsde: A Gloster a BÉT Xtend legújabb tőzsdei kibocsátója. *Bét.hu*, 2020. június 9. <http://bit.ly/2NLkork>
- Budapesti Értéktőzsde: BÉT Stratégia 2016–2020. *Bét.hu*, 2016. <http://bit.ly/3cmsf8Q>
- Davidson, Kate: U.S. Budget Gap in June Nearly Matched Entire Fiscal 2019 Deficit. *The Wall Street Journal*, 2020. július 8. <http://on.wsj.com/39tr1Xv>
- EKB: Válaszunk a koronavírus-világjárványra. *ECB.Europa.eu*, 2020. <http://bit.ly/3r0j9CJ>
- European Commission: A new vision for Europe's capital markets. 2020. június. <https://bit.ly/2YnjdDJ>
- Factset: Earnings Insight. *Factset.com*, 2020. július 2. <https://bit.ly/3j4kiGL>
- Factset: Earnings Insight. *Factset.com*, 2020. május 29. <https://bit.ly/2M5bapt>
- Federal Reserve: Federal Reserve announces extensive new measures to support the economy. *Federalreserve.com*, 2020. március 23. <http://bit.ly/3cpaQMO>
- FESE: *European IPO Report 2020. Recommendations to improve conditions for European IPO markets*. 2020. <https://bit.ly/39qYeTs>
- FESE: Press release: 'A new vision for Europe's capital markets'. *Fese.eu*, 2020. <http://bit.ly/36IUHEf>
- FESE: Press release: Trading Hours for Equities. *Fese.eu*, 2020. <https://bit.ly/2YrPxCO>
- FESE: Unprecedented times: Exchanges are prepared. *Fese.eu*, 2020. <http://bit.ly/2YrPI08>
- Fitzgerald, Maggie: Young investors pile into stocks, seeing 'generational-buying moment' instead of risk. *CNBC.com*, 2020. május 12. <http://cnb.cx/2Yp5lJD>
- Koncsek Rita: Új név, új stratégia a Széchenyi Alapoknál. *Világgazdaság – Vg.hu*, 2020. szeptember 9. <http://bit.ly/3cmIMcQ>
- Magyar Nemzeti Bank: A Magyar Nemzeti Bank 50 javaslata a koronavírus járvány gazdasági hatásainak kezelésére. *Mnb.hu*, 2020. szeptember 29. <https://bit.ly/3a72yX2>
- Magyar Nemzeti Bank: A növekedési költségvetés elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció főbb jellemzői. *Mnb.hu*, 2019. <https://bit.ly/3taedxk>
- Magyar Nemzeti Bank: Gazdasági-pénzügyi válaszlépések az új koronavírusra. *Mnb.hu*, 2020. [www.mnb.hu/koronavirus](http://mnb.hu/koronavirus)
- Magyar Nemzeti Bank: Pénztári szektor idősorai. *Mnb.hu*, 2020. <https://bit.ly/3r77JNP>
- Magyar Nemzeti Bank: Versenyképességi program 330 pontban. *Mnb.hu*, 2019. <https://bit.ly/36n8Dhj>
- Magyar részvénykibocsátás a koronavírus árnyékában – hogyan sikerülhetett? *Privátbankár.hu*, 2020. június 8. <http://bit.ly/39qt8eP>
- Matolcsy György: Játsszunk nyeresre! *Növekedés.hu*, 2020. <http://bit.ly/3iY2TPR>
- Matolcsy György: Transition from debt to equity. *Növekedés.hu*, 2020. <http://bit.ly/3iVbHpX>
- Nagy Viktor: Hogyan változtatja meg a koronavírus-válság a tőzsdét és a brókercégeket? *Portfolio.hu*, 2020. május 27. <http://bit.ly/2NLnv2u>
- OPEC: Monthly Oil Market Report. *Opec.org*, 2020. <http://bit.ly/3otmw3u>
- Parragh Bianka: Az állam és a piac közötti összhang rendszertana és gazdasági hatásai Magyarországon. In Parragh Bianka (szerk.): *Ösztönző állam – hatékonyabb vállalatok*. Budapest, Akadémiai Kiadó, 2019. 21–103.
- Patterson, Ron: OPEC May 2020 Oil Production. *SeekingAlpha.com*, 2020. <https://bit.ly/3cyKRTt>

Pramuc, Jacob: Trump signs \$2 trillion coronavirus relief bill as the US tries to prevent economic devastation. *CNBC.com*, 2020. március 27. <http://cnb.cx/39qEv6y>

Roland Berger: Our corona economic impact series – Part 2. *RolandBerger.com*, 2020. <http://bit.ly/3ckZV6N>

Salzman, Avi: The Under-40 Set Discovers Day Trading. *Barrons.com*, 2020. június 12. <http://bit.ly/3cmttRB>

TEBI: Why are so many young people trading stocks? *EvidenceInvestor.com*, 2020. július 2. <http://bit.ly/2YsxU5f>

The WFE Communications Team: The World Federation of Exchanges warns against short-selling bans. *World-exchanges.org*, 2020. március 30. <http://bit.ly/3cyMCQz>

Végh Richárd – Cselovszki Róbert: Hogyan változtatja meg a koronavírus-válság a tőzsdét és a brókercégeket? *Portfolio.hu*, 2020. május 27. <http://bit.ly/2NLnv2u>

Wang, Liu: Stock Market: Big Gets a Bigger Market Share. *Medium.com*, 2020. <http://bit.ly/3ptD6BP>

Zsiborás Gergő: Új befektetési alappal és két mentőprogrammal segít az állam a startupoknak. *Forbes.hu*, 2020. április 28. <http://bit.ly/39t4J8n>