



# Heti Monitor

2003. október 27 – november 2

Budapest

©ICEG Európai Központ

## TARTALOM

|   |           |
|---|-----------|
| <i>Tartalom</i>   | <i>2</i>  |
| <i>I. Javuló, de törékeny növekedési kilátások az EU-ban és az euró-övezetben</i> | <i>3</i>  |
| <i>II. A 2004-es költségvetés</i>   | <i>6</i>  |
| <i>III. A forint váratlan gyengülése október 31-én</i>                            | <i>9</i>  |
| <i>IV. A gázpiac liberalizálása és a MOL gázüzletágának eladása</i>               | <i>11</i> |
| <i>V. Friss statisztikák az ICEG Európai Központtól</i>                           | <i>14</i> |

## **I. JAVULÓ, DE TÖRÉKENY NÖVEKEDÉSI KILÁTÁSOK AZ EU-BAN ÉS AZ EURÓ-ÖVEZETBEN**

Az Európai Bizottság a héten hozta nyilvánosságra az euró-övezetre, az Európai Unióra és benne a csatlakozó államokra vonatkozó új előrejelzését. Eszerint megkezdődik az Európai Unió országainak kilábalása az előzetes várakozásokkal szemben hosszabbra nyúlt recesszióból, mert 2004-ben a GDP növekedése az ideai stagnálás körüli 0,4 %-ról 1,8%-ra gyorsul. A gyorsuló növekedés nem eredményez lényeges változást a főbb makrogazdasági mutatókban: a harmonizált fogyasztói árindex enyhén csökken, és a növekedés nem jár a munkanélküliségi mutató és az államháztartási egyenleg javulásával.

### **Háttér**

növekedési gondok az Euró-zónában

Az előzetes várakozások és az első negyedév biztató folyamatai ellenére 2003-ban az euró-övezet az euró-bevezetése óta eltelt 5 év leggyengébb növekedését produkálja és a 2002-es alig 1%-ot követően a GDP bővülése a tavalyi kevesebb mint fele lesz. A lassú növekedésben meghatározó, hogy az euró-övezet GDP-jének több mint felét adó Németország, Franciaország és Olaszország átlagos növekedési üteme idén csak 0,15% lesz, miközben a kisebb gazdaságok gyorsabban növekednek.

A gazdasági növekedés erőteljes lassulását eredményezte, hogy 2003-ban mind a külső, mind a belső kereslet hozzájárulása a növekedéshez jelentősen mérséklődött. Az export idén az import 2 százalékos növekedése mellett stagnál, amihez a globális recesszió és kereslethiány mellett az Euró erősödése is hozzájárult.

A belső keresleti komponensek közül a vállalati beruházások a tavalyi 2,6%-os csökkenést követően tovább mérséklődnek: különösen kedvezőtlen, hogy a gépberuházások a tavalyi 4,6%-os visszaesésüket követően idén további 2%-kal csökkennek. A beruházások visszaeséséhez hozzájárultak a kedvezőtlen üzleti várakozások, a vállalati szektor jövedelmeinek tartós csökkenése, illetve szerkezeti problémák. Ezek között meghatározó a távközlés és az info-kommunikációs iparágak területén az évtized elején kiépített és a kereslet növekedése által nem igazolt többletkapacitások leépítése. A vállalati beruházások növekedését idén a termelési költségek kedvező alakulása, az alacsony kamatlábak és a tőzsdei árfolyamok növekedése sem segítette.

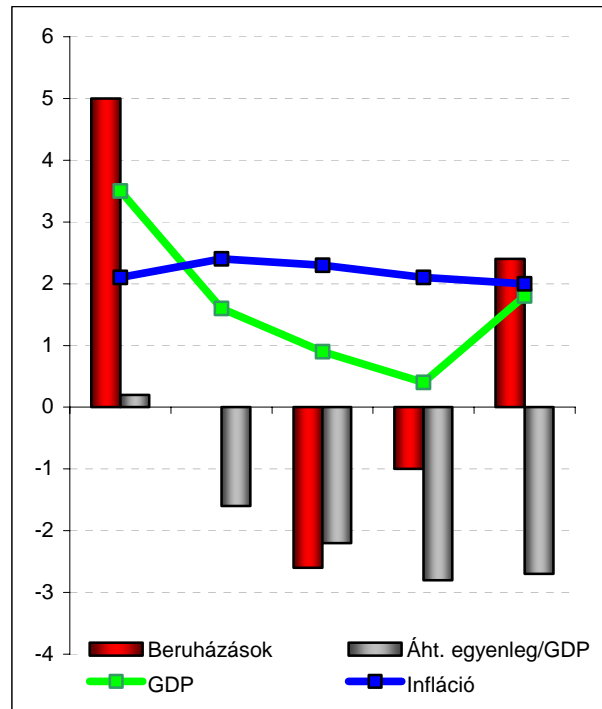
Ezzel szemben ez utóbbi két tényező pozitívan hatott a lakossági fogyasztás növekedésére, amely a tavaly 0,5%-kal szemben idén várhatóan 1,3%-kal bővül. A lakossági fogyasztás növekedése azonban kevesebb mint fele-harmada az 1998-2001-es időszak átlagos növekedésének. Bővülését visszafogja a magas és 2003-ban emelkedő munkanélküliség, a mérséklet béremelkedés, valamint a nyugdíjreformmal kapcsolatos bizonytalanság. Idén az euró-övezet növekedését meghatározó módon az anticiklikus jellegű fiskális politika tartja pozitív tartományban, de ennek lehetőségei korlátozottak figyelembe véve a 3%-os deficitkritérium ismételt megsértését Németországban és Franciaországban.

Ilyen előzményeket követően az Európai Bizottság jelentése úgy látja,

hogy az euró-övezet elérte a recesszió mélypontját és jövőre megkezdődik a kilábalás, amely azonban a korábbi előrejelzéseknél is lassúbb lesz. Mi eredményezheti a gazdasági növekedés ütemének felgyorsulását? Egyrészt az USA és Ázsia (ezen belül elsősorban Kína és az ASEAN államok, illetve újabban Japán) növekedési kilátásai javulnak és ez a világkereskedelem élénkülését és a bizalmi indexek javulását hozhatja magával. Az export növekedése annak ellenére gyorsulhat, hogy rövidtávon nem várható az Euró gyengülése, sőt figyelembe véve az USA gyorsuló növekedése mellett szükségyszerűen növekvő amerikai folyó fizetési mérleg deficitet akár az Euró jelentős további erősödése sem zárható ki. Az idei csökkenést követően jövőre a várakozások szerint növekednek a vállalati beruházások, mert az alacsony kamatlábak, az idén bekövetkezett racionalizálások, valamint a termelési költségek lassú növekedése lehetőséget ad bővítésükre. Végezetül a közösségi fogyasztás fiskális korrekció miatt elkerülhetetlen visszaszorulását semlegesítheti a magánfogyasztás növekedése: ebben kedvező a vállalati beruházásokhoz hasonlóan az alacsony kamatlábak hatása, továbbá sok országban érvényesülhet az erőteljes tőzsdei és ingatlanárakból eredő vagyonhatás is.

**Grafikon 1.**

A főbb várakozások az euró-övezetre



A javuló várakozások mellett mindenképpen szót kell ejteni a konjunkturális kilátásokat beárnyékoló tényezőkről is. Az euró-övezet növekedésére kedvezőtlenül hat, hogy a német gazdaság növekedési kilátásai a szerkezeti problémák, a romló versenyképesség miatt továbbra is az átlagosnál rosszabbak. A termelékenységet erősítő és a kínálati alkalmazkodást javító reformok késnek, illetve rövidtávon kedvezőtlenül befolyásolják a kereslet bővülését.

A másik kockázati tényező, hogy 2004-ben elkerülhetetlen lesz az államháztartási egyenlegek erőteljesebb javítása, amit a javuló ciklikus hatás mellett egyedi lépésekkel is elő kell segíteni. Az államháztartási kiadások racionalizálásával szemben megnyilvánuló erőteljes ellenállás mutatja, hogy ez lassú és várakozásokat kedvezőtlenül befolyásoló folyamat lesz, amit nem csak a közösségi, de a lakossági

fogyasztás növekedése is korlátoz. Ezt vélhetően 2004-ben nem semlegesíti, hogy az Európai Központi Banknak (ECB) nem kell kamatot emelnie a kibontakozó konjunktúra ellenére sem, mert nem várható az infláció gyorsulása, illetve a monetáris kondíciók indexe az Euró várható erősödése mellett nem lazul.

Ugyanakkor az Euró erősödése és ennek a mértéke fontos lehet a konjunktúra alakítása szempontjából: annak ellenére, hogy az Euró-övezet exportja elsősorban a külső kereslet változására reagál, egy esetleges jelentős további Euró-erősödés már számottevően gyengítheti az export növekedését és visszavetheti a növekedési kilátásokat.

---

### **Következtetés**

Az Euró-övezet és az Európai Unió országaiban a hosszú recesszió lassan fordulópontjához érkezik és elkezdődik a kilábalás. Azonban a kilábalás időben lassúbb, dinamikájában visszafogottabb lesz a korábban vártnál. A kilátások mindenképpen kedvezőbbek a fél évvel ezelőttnél: a megfogalmazott kockázatok a lehetőségekkel és kedvező tényezőkkel közel azonos súlyúak. Ugyanakkor a gyorsulás mellett a GDP növekedése elmarad a korábbi évekre jellemző

Végezetül figyelembe kell azt is venni, hogy hosszabb távon az Euró-övezet növekedése a kínálati tényezők alakulásától, tehát a munkaerő, tőke kínálatának növekedésétől és a termelékenység változásától függ. Annak ellenére, hogy ebben a tekintetben ambiciózus célok fogalmazódtak meg 2000-ben (lisszaboni célok), eddig a foglalkoztatás növelésében, a munkahelyteremtésben, a K+F kiadások és a termelékenység növelésében megjelölt célok nem vagy alig teljesültek. Enélkül pedig aligha lehet tartósan magasabb szintre emelni a régió növekedési dinamikáját.

dinamikától: a 2004-re várt növekedés alatta marad az 1996-2000 között átlagosan 2,7%-os bővülésnek.

Ezért a kibontakozó európai konjunktúra által keltett keresleti hatás 2004-ben még mérsékelt lesz a hazai exportőrök számára. Ez különösen igaz akkor, ha figyelembe vesszük, hogy az exportunkban meghatározó súlyú Németország, Ausztria és Olaszország továbbra is az alacsonyabb növekedésű gazdaságok közé tartozik, ami korlátozza az importkereslet bővülését.

## II. A 2004-ES KÖLTSÉGVETÉS

A Kormányzat benyújtotta a Parlamentnek részletes vitára a 2004-es költségvetés tervezetét. A költségvetési törvény szerint 2004-ben az államháztartás bevételei 14%-kal, kiadásai 12%-kal emelkednek, aminek eredményeképpen a 2003-ra várt 4,8%-os GDP arányos deficit jövőre 3,8%-ra mérsékelhető. A költségvetési törvény továbbá rögzíti, hogy az államháztartás GDP arányos hiányát 2005-ben 2,8%-ra, 2006-ra pedig 2,5%-ra kell mérsékelni.

Az elkerülhetetlen kiigazítás miatt a 2004-es költségvetésben több kiadási tétel felülvizsgálatára is sor került. Ennek keretében a költségvetés összeállításakor a bázis előirányzatokat csökkentették a költségvetési fejezetek számára, illetve 2004-ben átlagosan 10%-os létszámleépítésre kerül sor a minisztériumokban, valamint 6%-os a területi igazgatási szervek esetében. A benyújtott költségvetési tervezet szerint a költségvetési politika prioritásai közé tartozik 2004-ben a gazdaság versenyképességének növelése a vállalkozások erőteljesebb támogatásával és az infrastrukturális (elsősorban közúti) beruházások növelésével, az Európai Unió csatlakozással összefüggő kiadások finanszírozásának biztosítása, valamint a szociálpolitikai lépések.

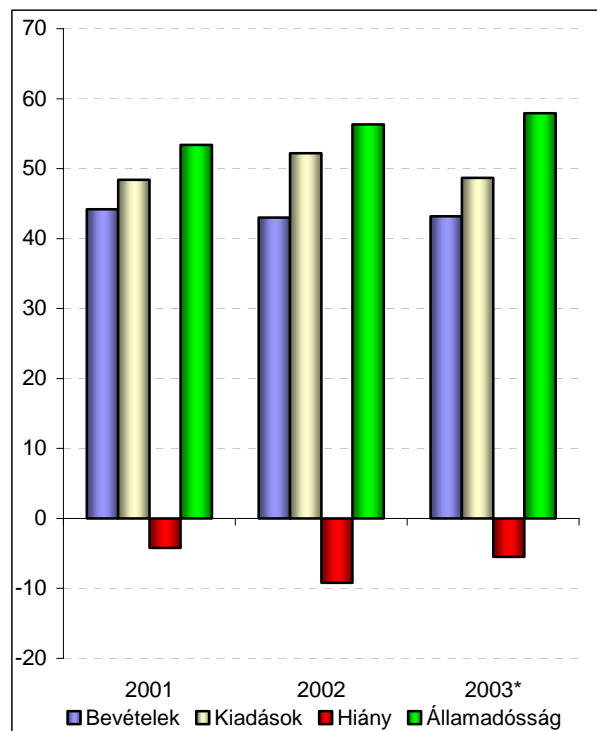
### Háttér

A költségvetési politika Magyarországon 2000-tól kezdődően egyre erőteljesebb expanzióval kívánta a növekedés lassulását ellensúlyozni, majd a választási kampányban tett ígérek betartását finanszírozni. Ennek a következménye lett a hiány

elszabadulása, az államháztartás által generált keresleti hatás bővülése, az államadósság és részben a folyó fizetési mérleg hiányának növekedése. Az államháztartási hiány növekedése és költségvetési politika fellazulása 2002-2003-ban jelentős feszültséget teremtett a fiskális és monetáris politika között, szerepet játszott a forint növekvő instabilitásában. Ugyanakkor a 2003-ra meghirdetett korrekció elégtelennek bizonyult, az államháztartás hiánya alig csökken, ha kivesszük a 9,2%-os tavalyi hiányból az egyszeri kiadásokat (6,5%-ról mindösszesen a várt 5,5%-ra).

### Grafikon 2.

Az államháztartás GDP arányos mutatói



A meghirdetett költségvetési kiigazítás egyik kulcskérdése, amely a 2004-es makrogazdasági folyamatokat nagymértékben befolyásolja, hogy megvalósul-e a tervezett költségvetési korrekció és az államháztartás hiánya

a GDP 3,8%-ra mérséklődik-e jövőre. A benyújtott költségvetési terv, valamint az idejű költségvetési és makrogazdasági folyamatok abba az irányba mutatnak, hogy a hiány mértéke vélhetően meghaladja ezt a szintet.

Egyrészt, már a 2003-ra várható hiány mértéke is meghaladja a kormányzat által tervezetett (vélhetően az államháztartás teljes hiánya a GDP 5,5%-a lesz a tervezett 4,8%-kal szemben) és ez kedvezőtlenebb indulóhelyzetet teremt. Másrészt a bevételek egy nem jelentéktelen része túltervezett és ezt a várható bevételekiesést a költségvetési törvényben szereplőnél vélhetően magasabb infláció sem kompenzálja. Harmadrészt lassú a nemzetgazdasági és államigazgatáson belüli bérek növekedésének mérséklődése és erőteljes az idejű bérnövekedés áthúzó hatása a teljes államháztartáson belül. Továbbá a létszámcsökkentés elkerülhetetlen és szükséges lépés, de 2004-ben vélhetően jelentős megtakarítást nem eredményez.

Végezetül, kérdéses, hogy a tervezett számok mennyire veszik figyelembe az EU csatlakozás teljes nettó hatását az államháztartási egyenlegre, mennyire tartalmaznak az adatok az első évben várhatónál kedvezőbb számokat. Figyelembe véve a szerkezeti reformok elmaradását, várhatóan jövőre is megisméltődnek az évek óta felmerülő és a hiányt a tervezetthez képest növelő folyamatok, mint a gyógyszerkassza kiürülése, a helyi önkormányzatok hiányának növekedése, illetve az egészségügyi kiadások túlfutása. Ez ellen most sincs garancia, sőt a költségvetés növekvő terheket ró ezen alrendszer működésére.

## **Következtetés**

A benyújtott költségvetéssel kapcsolatos bizonytalanságok miatt kérdéses, hogy 2004-re az államháztartás hiánya 3,8%-ra mérséklődik: sokkal inkább valószínű, hogy a hiány 4,5% körül alakul majd. A magasabb, illetve a csak lassan mérséklődő hiány több kedvezőtlen következménnyel járhat, amit a gazdasági szereplőknek figyelembe kell venniük.

Egyrészt a magasabb idejű és 2004-es deficit nyomán nem fog a kormányzati terveknek megfelelően csökkenni az államháztartás keresleti hatása és javulni nettó megtakarítói pozíciója. Ennek egyenes következménye lesz, hogy a vállalatok növekvő beruházása és a lakosság csökkenő megtakarítása mellett növekedhet a folyó fizetési mérleg hiánya, amely már 2003 végére is jelentős lesz. A folyó fizetési mérleg deficit növekedése problémát jelent, mert túlzott szintje kedvezőtlenül befolyásolhatja a befektetői várakozásokat és felerősítheti a Forint árfolyamának instabilitását.

Másrészt a tervezettet idén és jövőre is meghaladó államháztartási hiány mellett növekszik az államadósság/GDP mutató értéke. A növekvő adósságnak két forrása van. Egyrészt 2003-ban és vélhetően 2004-ben is az elsődleges egyenleg deficitese lesz, ami közvetlenül növeli az adósságmutatót. Másrészt 2004-ben az államadósság után fizetett reálkamatok és a gazdaság növekedése közötti rés pozitív lesz és ez közvetve, a magasabb kamatkidadásokon keresztül növeli a relatív adósságmutatót.

Harmadrészt a magasabb hiány mellett nehezebb lesz megteremteni a monetáris és fiskális politika összhangját. A megbomlott összhangból eredő növekedési, kamat-

és egyéb költségeket jól lehetett látni 2003 első felében. Ha nem lesz megfelelő mértékű a költségvetési kiigazítás és az infláció is inkább az MNB, mint a PM várakozásai szerint alakul, akkor nem elkerülhetetlen a

várt kamatcsökkentéssel szemben a rövidlejáratú kamatok további növekedése, annak növekedésre és a várakozásokra gyakorolt kedvezőtlen hatásával együtt.



### III. A FORINT VÁRATLAN GYENGÜLÉSE OKTÓBER 31-ÉN

A pénteki nap délelőttjén az euró árfolyama több hónap után ismét 260 forint fölé került, miközben az állampapír-piacon a hét folyamán fokozatos hozamemelkedés volt megfigyelhető. A legnagyobb mértékű emelkedést a hozamgörbe középső szakasza (3-5 év) mutatta.

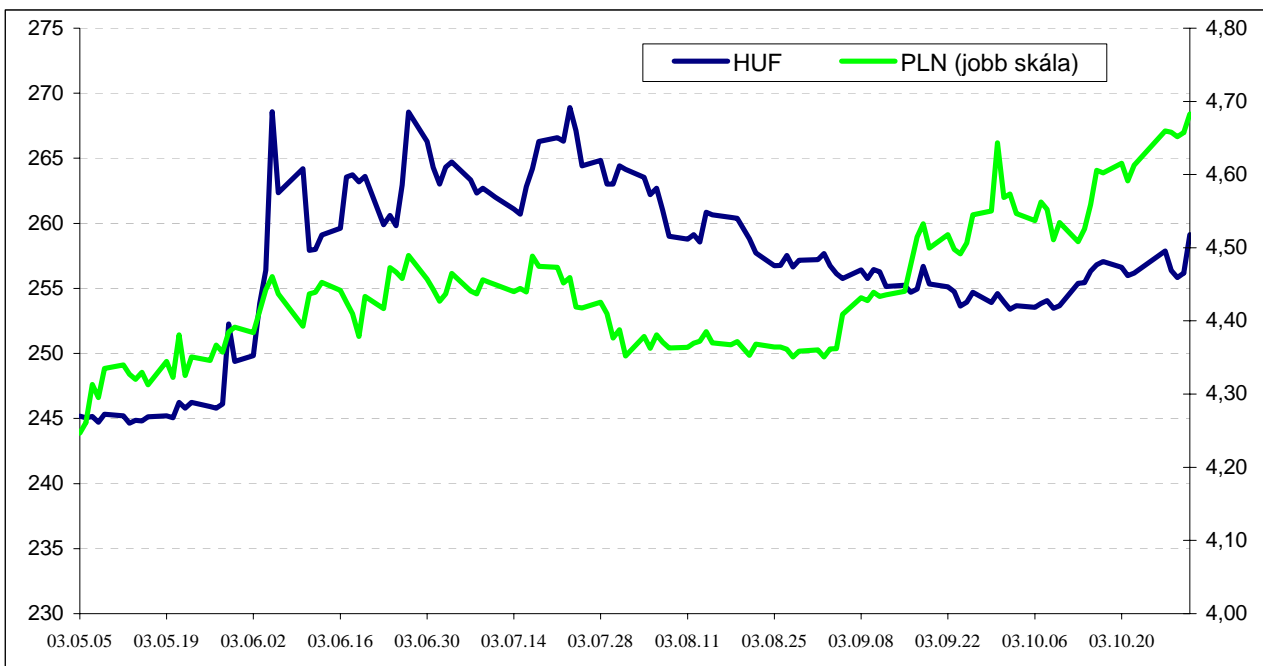
A forint gyengülése piaci elemzők és az MNB szerint nem magyarázható fundamentális indokokkal, az euró-árfolyam és az állampapírhozamok alakulását elsősorban nagyobb befektetési alapok portfólió-átrendezése alakította, amely a hazai

kötvénypiac alacsony likviditása mellett jelentős árfolyammozgásokhoz vezetett.

A hét folyamán az MNB többszöri verbális intervencióval próbálta az ingadozási sáv általa kívánatosnak tartott intervallumába terelni a forintárfolyamot, amelyek során egy potenciális kamatemelést is kilátásba helyezett. Az MNB verbális intervencióit követően a külső körülmények hatása mellett feltehetően egy kamatemelésre számító spekulációs elem is megjelent a piacon

**Grafikon3.**

Az euró forintban és zloty-ban számolt árfolyamának alakulása



#### Háttér

A portfólió-átrendezés főként az orosz Jukosz olajvállalat körüli botránysorozat következtében megingó befektetői bizalom regionális szintű továbbterjedéséből eredeztethető. A

Jukosz elnöke elleni, nagyrészt politikai motivációjú támadássorozat az orosz tőkepiacon kisebb pánikot váltott ki, a moszkvai tőzsde RTS indexe az október 20-i rekordszintről (643.30) október 30-ára 500 pont alá (496.66) esett. A rubel árfolyama a hét

elején enyhén gyengült mind az amerikai dollárral, mind az euróval szemben, azonban jelentősebb mértékű volatilitás nem mutatkozott. Fontos megemlíteni, hogy a lengyel zloty múlt heti gyengülése ugyan tükrözte a moszkvai események hatását, azonban a zloty árfolyama már szeptember elejétől fogva gyengülési tendenciát mutat.

Kérdéses, hogy a Monetáris Tanács hétfői ülésén miként reagál a heti fejleményekre. Az MNB inflációs céljainak teljesüléséhez 250-255 forint közötti euró-árfolyamot tartana kívánatosnak, így feltételezhető, hogy a jegybank valamilyen formában lépni fog. Jelentősebb mértékű kamatemelés feltehetően növekvő volatilitást eredményezne a devizapiacra, és könnyen újra az erős sávhatár közelébe térítheti a forintárfolyamot. Devizapiaci (csendes) intervencióval az MNB nem tudna közvetlenül hatni a forintgyengülést elindító állampapírpiacra, míg nyílt piaci műveletek (állampapír-vásárlás) alkalmazásával az MNB csak korlátozott ideig és mértékben élhet, elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül. Előbbiekből következően feltételezhető, hogy az MNB a fenti eszközök valamely kombinációját fogja bevetni, a kötvénypiac ill. a forint árfolyamának stabilizálása érdekében.

### **Tanulságok és kilátások**

A befejezettnek még korántsem tekinthető epizód fő tanulsága az lehet, hogy egy hitelességi deficittel és egyensúlytalanságokkal küzdő gazdaságpolitika fokozottan ki van téve a nem fundamentális eredetű, külső sokkoknak, amelyek stabil makrogazdasági helyzet esetén valószínűsíthetően kevésbé éreztetnék hatásukat. A magyar államadósság

jelentős hányadát birtokló külföldi alapok számára a magas államháztartási deficit, a folyó fizetési mérleg jelentős hiánya (és a hiány szerkezeti összetétele), az adóssággeneráló külső finanszírozás ill. a fogyasztási kiadások párhuzamos növekedése, valamint az államháztartás mélyreható szerkezeti reformjának elmaradása olyan bizonytalansági tényezőket jelentenek, amelyek egy, a jelenleginél erőteljesebb, külső (nem fundamentális) sokkhatás esetén igen gyors és eltúlzott mértékű reakciókhoz vezethetnek. A forint pénteki gyengülése tehát egyfajta intő jel lehet a gazdaságpolitika számára: a nem fundamentális eredetű külső hatások ellen a legjobb védekezés a kiszámítható, következetes és konzisztens fiskális ill. monetáris politika.

A forintárfolyam jövőbeni alakulása nagymértékben függ attól, hogy a piac mennyire tekinti hitelesnek az euró tervezett bevezetésének 2008. januári időpontját. A jövő májusi ERM-II tagság, ha a középárfolyam a jelenlegi árfolyamszint közelében kerül meghatározásra, nagyobb teret enged az MNB dezinflációs politikájának, mivel a távolabbra kerülő erős sávhatár – egyéb tényezők változatlansága mellett – kevésbé fogja korlátozni az MNB kamatdöntéseit.

Ha azonban a piac nem tekinti gazdaságilag és/vagy politikailag megvalósíthatónak a 2008-as GMU csatlakozást, akkor az árfolyam növekvő volatilitásával kell számolni, ami az EU hatóságainak jelenlegi álláspontja szerint nem összeegyeztethető a maastricht-i árfolyamkritériummal, így a piac ilyen irányú várakozásai könnyen önbeteljesítővé válhatnak.

## IV. A GÁZPIAC LIBERALIZÁLÁSA ÉS A MOL GÁZÜZLETÁGÁNAK ELADÁSA

Október 30-án hosszas várakozás után megjelent a Gazdasági és Közlekedési Minisztérium gáz-árszabályozási rendelete, amely végre piaci alapra helyezi a gázárak szabályozását. Mint ismeretes, e rendelet szabályozza a közüzemi földgázárakat, valamint a gázszállítás és -tárolás tarifáit. Ezzel adottá váltak a feltételek ahhoz, hogy a MOL gáz üzletága nyereségessé váljon.

A tarifa-megállapítás során a gázszállítás és -tárolás garantált eszközarányos megtérülési rátája 8,5% illetve 10%. Mindez a MOL megfelelő szegmenshez tartozó, a rendelet által elismert 177, illetve 110 milliárd forintos eszközértékével számolva évi 26 milliárd Ft nyereséget hozhat a MOL gáz üzletágának. Ehhez párosul, hogy a közüzemi gázszolgáltatás tarifái is az importált gáz árának elismerésével alakulnak majd ki 2004-től.

Mindez több szempontból is üdvözlendő hír:

1. A MOL gáz üzletágának nyereségessége alapvető az egész gázszektor ellátási biztonsága szempontjából.
2. Végre pontosan meghatározható a gáz üzletág tényleges értéke, melyet a szakértők eddig igen tág, 100-200 milliárd forintos intervallumba becsültek. Ezáltal a MOL részvényeinek árfolyamából kiküszöbölődik egy nagy bizonytalansági tényező.
3. Elhárul az akadály egyrészt a gáz üzletág, másrészt az állam tulajdonában levő MOL-részvények eladásának útjából.

4. A MOL forrásokat szerez egy esetleges MOL-PKN szövetség létrehozásának finanszírozásához.

A piacot nem érte váratlanul a bejelentés tartalma, legfeljebb az időzítése. Alapjában véve kedvezően ítélték meg a fejleményeket: miután a bejelentés napján 11 óráig a MOL kérésére felfüggesztették a részvény kereskedését, a nap hátralevő részében 10 milliárd Ft-os forgalom mellett 3,75%-kal, 6950 Ft-ra erősödött az árfolyam. Az elemzők a részvény célárfolyamát felfelé kezdték módosítani, egészen 8000 Ft körüli szintig.

### Háttér

piacnyitás és árszabályozás

A gázpiac liberalizációja 2004. január 1-jével kezdődik meg, ekkor válnak az óránként legalább 500 m<sup>3</sup>-t fogyasztók feljogosítottá arra, hogy szabadon válasszák meg gázszolgáltatójukat (ők teszik ki a hazai fogyasztás 40%-át); július 1. után ez kiterjed minden nem lakossági fogyasztóra (ez további mintegy 30%-ot jelent). A szabad piacra való kilépés nem kötelező; a közüzemi szolgáltatás keretében (amely egyelőre az egész lakosságot is magában foglalja) minden fogyasztó számára garantált az ellátás hatósági árszabályozás mellett. Mindez hasonlít a villamosenergia-piacon idén kezdődő változásokhoz, és nem véletlenül: mindkét szektor liberalizációját az EU írja elő. Uniószerre egységes a piacok szabályozása, amely a remények szerint elvezet majd az egységes európai szintű energiapiacok kialakulásához.

A liberalizálódó piacon a MOL három szerepkörben jelenik meg: mint gáztermelő, mint a szállítási és tároló infrastruktúra üzemeltetője, és mint a közüzemi szektor nagykereskedője (mindez hasonlít az MVM szerepéhez a villamosenergia-piacon). A szállítás és tárolás azért kritikus kérdés, mert ezek természetes monopóliumok: mivel az infrastruktúra kiépítése hatalmas költségekkel jár, ezért nem várható, hogy egy liberalizált piacon bármely tőkeerős befektetőnek megérné kiépíteni saját csővezeték-rendszerét. Az elterjedt gyakorlat az, hogy törvényileg előírják az infrastruktúrához való szabad hozzáférést, és ennek tarifáit szintén hatóságilag szabályozzák – így elkerülhető a monopóliummal való visszaélés. Másfelől ha túl alacsony tarifákat határoznak meg, akkor fennáll a veszélye, hogy a hálózat tulajdonosa nem ruház be eleget annak karbantartásába, bővítésébe, így a szolgáltatás biztonsága hosszú távon romolhat. Mivel az új árszabályozásban elismert eszközértékek megfelelnek a MOL várakozásainak, ezért bízhatunk abban, hogy az infrastruktúrába történő beruházások fedezete biztosított.

A hatósági gázárak évek óta politikai csatározások függvényében alakultak, és ennek mindaddig a MOL itta meg a levét. A régi árszabályozás is 8%-os eszközarányos megtérülést ígért a gáz üzletágban, de az importált gáz magas árát a mindenkori kormányzat nem engedte begyűrűzni a végfelhasználói árakba. A hazai felhasználás 80%-a importból származik; ennek ára a Gazprom-mal történt megállapodás értelmében az olaj világpiaci árához kötött. Mindez azt a paradox és tarthatatlan helyzetet eredményezte, hogy a magas olajárak miatt a MOL drágábban vette a gázt (piaci áron),

mint amennyiért eladhatta (hatósági áron).

Ráadásul az idej gázáremelések sem csökkentették egyértelműen a MOL veszteségeit. A lakossági gázár-kompenzációt ugyanis a MOL által befizetett nagyobb bányajáradék finanszírozza (cserébe azért, hogy a MOL hazai, olcsóbb termelését is világpiaci áron értékelheti) – amit a GKM augusztusban a régi bányatörvény értelmében állapított meg, a vártnál 10 Mrd Ft-tal magasabb szinten. Így amit az állam egyik kezével adott a társaságnak, azt a másikkal el is vette. Ugyanakkor a jövőben éppen ez a kompenzációs automatizmus lehet biztosíték a politikai kockázat ellen, így kisebb annak a veszélye, hogy elmaradnak a szükséges áremelések. Mindez azért különösen jelentős, mert a MOL az új szabályozás szerint nem rendelkezik megfelelő érdekérvényesítő erővel ahhoz, hogy egy unfair szabályozói magatartással szemben fellépjen.

### **A MOL és a gáz üzletág jövője**

Bár a gáz üzletág a friss rendelet értelmében nyereségessé válhat, továbbra is fölösleges teher a MOL nyakán. Friss elemzések szerint a világon a MOL realizálja a legnagyobb nyereséget egységnyi kitermelt kőolaj után; ehhez képest a gázszektor jövedelmezősége jóval kisebb. A MOL dinamikus terjeszkedésbe kezdett a régió olajpiacán; ahhoz, hogy versenyben maradhasson, nyereségességét a lehető legmagasabb szintre kell növelnie. Ha eladhatná gáz üzletágát, annak bevételét jövedelmezőbben tudná felhasználni az olajágazatban. A szabályozás ehhez teremtette meg a feltételeket; mivel a MOL közgyűlése még szeptember 1-jén felhatalmazta az igazgatóságot az üzletág értékesítésének előkészítésére,

most a MOL a gázágazat beárazása után dönthet stratégiai partner bevonásáról.

Az állam szempontjából is előnyös a gáz üzletág stabilizációja: így végre túladhat MOL-részvényeinek egy részén. Az ÁPV jelenleg 22,7%-os részesedéssel bír a vállalatban; ebből még az év folyamán értékesíteni kívánnak mintegy 10-15%-ot, kb. 200 milliárd Ft értékben. A menetrend így is szoros, várhatóan novemberben kerül sor egy nemzetközi road show-ra az ügylet előkészítésének érdekében.

A MOL jövőjét illető további kérdés a lengyel PKN olajvállalattal való stratégiai szövetség ügye. A partnerség

kölcsönös előnyökkel járna: a MOL-PKN csoport nagy részesedéssel rendelkezne egy dinamikusan bővülő piacon, ezáltal a befektetők számára is vonzóbbá válnának; ráadásul egy ellenséges kivásárlással szemben egymást tudnák védeni. Politikai szinten is folyik az egyeztetés; eddig elsősorban a lengyel fél fejtette ki elképzeléseit, míg a MOL szokásához híven nem „pletykál”, hanem kívárja, hogy konkrétumokkal állhasson a nyilvánosság elé. Mindenesetre egy nyereséges gáz üzletág egyrészt javítja a MOL tárgyalási pozícióit, másrészt – akár megtartja, akár eladja a társaság – potenciális forráslehetőség a szükséges akvizícióhoz.

## V. FRISS STATISZTIKÁK AZ ICEG EURÓPAI KÖZPONTTÓL

**Táblázat 1.**  
Makrogazdasági várakozások a visegrádi államokban

|               | GDP  |                 | Infláció |                 | Államháztartási egyenleg/GDP |                 | Folyó fizetési mérleg/GDP |                 |
|---------------|------|-----------------|----------|-----------------|------------------------------|-----------------|---------------------------|-----------------|
|               | 2002 | 2003-as várható | 2002     | 2003-as várható | 2002                         | 2003-as várható | 2002                      | 2003-as várható |
| Csehország    | 2    | 2,2             | 2,1      | 0,1             | -7,1                         | -8,1            | -5,3                      | -6,5            |
| Lengyelország | 1,3  | 3,2             | 1,9      | 0,8             | -3,9                         | -4,5            | -3,5                      | -3              |
| Magyarország  | 3,3  | 2,8             | 5,3      | 4,7             | -9,2                         | -5,5            | -5,5                      | -6              |
| Szlovákia     | 4,4  | 3,6             | 3,3      | 8               | -7,2                         | -5,5            | -8,5                      | -4              |
| Szlovénia     | 3    | 2               | 7,5      | 6               | -2,3                         | -2,5            | 1,7                       | 0,5             |