

FARKAS RICHÁRD–MOSOLYGÓ ZSUZSA–PÁLES JUDIT

A KAMATSWAPPIAC HAZAI PERSPEKTÍVÁI ADÓSSÁGKEZELÉSI MEGKÖZELÍTÉSBŐL

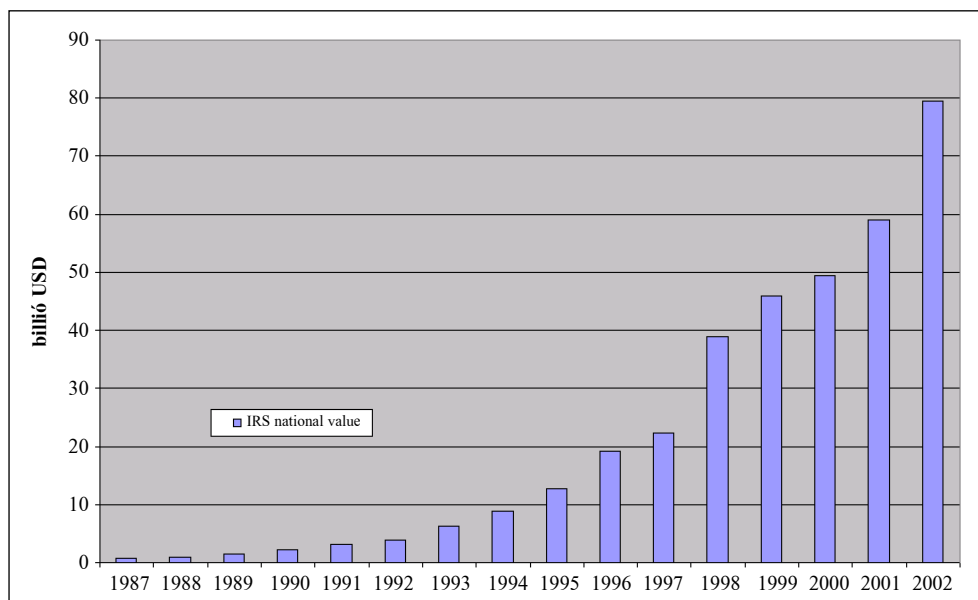
A kamatswap globális méretekben viszonylag új terméknek tekinthető, hiszen 1981-ben kötötték az első ilyen üzletet. Azóta azonban nagy lendületet vett az alkalmazása, és a swappiac – OTC jellege ellenére is – egyre inkább benchmark szerepet is betölt.

A szereplők növekvő száma, az üzletek bővülő volumene és motivációja együttesen növelte a származékos termékek piacának likviditását. A nagyobb likviditás pedig még több szereplőt vonz. A speku-

latív alapok fokozott aktivitása is növeli a likviditást, így javítja a piac működését. Ugyanakkor nem szabad elhallgatni, hogy a spekulációs játékok esélyét, valamint a piacok turbulenciáját, sebezhetőségét is növelik. Összességében azonban a globális kamatswappiac a származékos piac meghatározó szegmensévé vált az elmúlt két évtizedben.

A magyar swappiac története csak néhány évre tehető, az elmúlt években azonban ezen a területen látványos fejlődés fi-

A kamatswappiac globális fejlődése



Forrás: www.isda.org és Bank of England

gyelhetünk meg. Ebben az egyik legfontosabb ösztönző elem a 2001-es devizaliberalizáció volt, ami lehetővé tette a külföldiek aktív jelenlétét a származékos piacon is. A látványos növekedés összefüggésben állt a markáns külföldi befektetésekkel a hazai állampapírpiacon, hiszen gyakran ezekhez a termékekhez kapcsolódtak a kamatswapok is. A származékos piacok fejlődése, a termékkála bővülése a hazai szereplőknek – bankoknak, vállalatoknak, intézményi befektetőknek – is egyre nagyobb teret nyújt részben a kockázatkezelési, részben a spekulációs tevékenység kiterjesztésére is. Nemzetközi tapasztalat az is, hogy ezen a területen **az adósságkezelők is egyre aktívabbak, s a származékos pia-**

cokat és termékeket is használják az alapvető stratégiai célkitűzések megvalósítására, azaz a kockázatok és költségek együttes optimalizálására, a kockázatkezelési céljaik megvalósítására. Ezáltal megnő az adósságkezelő mozgástere az optimális portfólió-szerkezet beállításában; azaz a „hagyományos eszközökön” (kibocsátási szerkezet megváltoztatásán, visszavásárlásokon, kötvénycserén) kívül a származékos műveletek is lehetőséget nyújtanak már az optimális portfólió beállítására. Így az éppen aktuális piaci feltételek és gazdaságpolitikai körülmények már kisebb korlátot jelentenek az optimális adósság szerkezet kialakítása számára.

I. A KAMATSWAPPIAC MŰKÖDÉSE

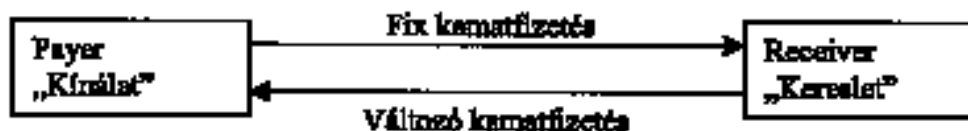
Kamatswapügylet (IRS) kötésével a fix kamatozású pénzáramlást változó kamatozásúvá lehet konvertálni, vagy épp fordítva: változó kamatozású pénzáramlást fix kamatozásúra lehet cserélni, de kamatswapügyletekről beszélünk akkor is, ha két, más-más piacon kialakult változó kamatozású eszköz pénzáramlásainak cseréjéről van szó. A kamatswapkontraktus általában nem tartalmaz tőkerészlettel kapcsolatos kifizetéseket, hanem egy névleges összegre vetítve fogalmaz meg fize-

tési kötelezettségeket. A swap önmagában nem egy hitelviszonyt megtestesítő eszköz, csupán egy származtatott termék, amelynek segítségével az adott hitelintézmény által szolgáltatott cash-flow pénzáramlásait lehet az igények szerint módosítani, átcserelni. A kamatlábswapok (swap) fontos szerepet töltenek be számos derivatív stratégia kialakításában.

A kamatlábswap alapesetében (2. ábra) az egyik partner fix kamatfizetési kötelezettséget vállal (Payer, Buyer), a másik fél pedig változó kamatot fizet ugyanazon időszak alatt (Receiver, Seller).

2. ábra

A swapügylet alapsémája



A swap értéke a kötés pillanatában nulla, vagyis a két pénzáramlás nettó jelenértékének a különbsége nulla, hiszen csak ekkor racionális az ügyletkötés mindkét fél részéről. A változó kamat s a hozamgörbe azonban az idők során módosulhat, ezért a swap értéke is változhat. Az adott ügylet értéke minden időpillanatban felírható két kötvény árfolyamának különbségeként, pontosabban a kötéskor megállapított, a fiktív névleges értékre vetített fix kamatok és a névérték spot hozamgörbe szerint diszkontált jelenértékének és a változó kamatozású kötvény jelenértékének a különbözeteként. A változó kamatozású kötvény árfolyama a kötés pillanatában és közvetlenül a ka-

matfizetéseket követően a névértékkel egyezik meg (egyébként: névérték + felhalmozott kamat). A változó kamatokért fizetendő fix kamatot tehát úgy határozzuk meg, hogy a fix kamatozású kötvény jelenlegi hozamgörbe alapján számított jelenértéke a kötés pillanatában a változó kamatozású kötvény jelenértékével legyen egyenlő (ami a kötéskor a névértékkel egyezik meg).¹ **A swap hozamgörbe**

¹ Az így számított swaphozam tehát gyakorlatilag a hozamgörbéből számított par kamatláb. Képletszerűen:

$$100 = \sum_{i=1}^T \frac{k}{(1+r_i)^i}, \text{ ahol } k \text{ a } T\text{-éves swaphozam, } r_i \text{ az}$$

i -edik éves (bankközi) hozam.

A *par* kamatláb az a – számított – kamatláb, amely fix kamat mellett névértéken lehet kibocsátani egy kötvényt.

az ügyletben szereplő **fix kamatokat tartalmazza.**

A swapügyletek alkalmazásából több **kockázat** is származik.

- A hozamgörbe s így a változó kamat jövőbeni alakulása miatt keletkező kockázatot **báziskockázatnak** hívjuk: a hozamgörbe jövőbeni alakjától függően változhat az ügylet értéke. Amennyiben a kötetést követően emelkedik a hozamszint, az a fél nyer a cse-reügyletből, aki a fix kamatot fizeti. Csökkenő kamatszintnél pedig a változó kamatot fizető nyer.
- **Partnerkockázatról** akkor beszélünk, ha a swappartner nemfizetési kockázatát vesszük számításba. Ezt a kockázatot lehet mérsékelni jó minőségű partner választásával. Az IRS ügyleteknél a partnerkockázat azonban meglehetősen csekély, mivel „csupán” a kamattételekre és nem a tőkére vonatkozik. A kockázat azért is redukált, mert a két swapfél a kamatáramlások egyenlegét

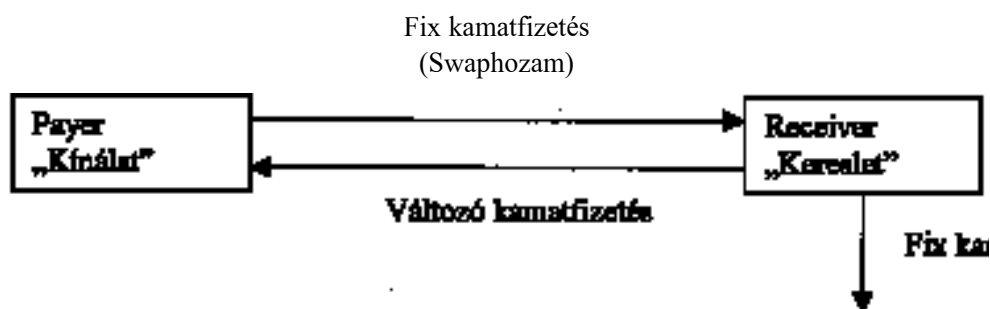
fizeti csak, azaz az elszámolásakor nettósítanak.²

- **Lejáratú meg nem felelés kockázata** merül fel abban az esetben, ha a swap időtartama hosszabb vagy rövidebb az azzal fedezni kívánt eszköz időtartamánál. Abban az esetben, ha a fix kamatozású hitelfelvétel kamatait kívánjuk swapügyletekkel változó kamatra cserélni, és a swap hosszabb lejáratú, mint a hitel, felmerül a fix kamatozású hitel újrafelvételének kockázata (3. ábra). Kockázat merül fel az ellenkező esetben is, hiszen a hitelnél rövidebb lejáratú swap újrakötése az eredeti swaphoz képest más kondíciókkal is történhet.

Az alábbiakban nyomon követhető, miként lehet és mikor ésszerű a swapügyleteket arra használni, hogy a fix kamatozású kötelezettségeket, eszközöket változó kamatozásúra konvertáljuk, vagy épp fordítva; a változó kamatozású eszközöket, kötelezettségeket fix kamatozásúra cseréljük.

3. ábra

Fix kamatozású fizetési kötelezettség változóra konvertálása



² Így a másik fél csődje esetében is csak akkor ér veszteség, ha a swapügylet értéke számomra pozitív.

A 3. ábra azt az esetet mutatja, amikor a **Receiver** fix kamatozású kötvényt bocsát ki, s a swap ügylet révén változó kifizetésekkel konvertálja ezt a kötelezettségét. A Receiver pénzáramlása a következő:

- + Fix kamatbevétel a swapból
- Változó kamatfizetés a swapra
- = Fix kamatfizetés a kötvényre
Nettó szintetikus változó kamatfizetés

A swapügylet csökkentheti a fix kamatfizetési kötelezettséggel rendelkező **Receiver tartozásainak** durációját, hiszen a változó kamatozású kötvény átlagideje a következő kamatfizetésig hátralevő idő, míg a csere ellenértékét képező fix kamatozású kötvény átlagideje ezt az időtávot meghaladja. Ez azt jelenti, hogy a swapügylettel tartozásai árfolyamának hozamszint-érzékenysége mérsékelhető. Ugyanakkor a **cash-flow kockázat** jelentősen növekedhet, s a változó kamat fizetése miatt a **kamatkiadások tervezhetősége csökken**.

A fix kamatozású kötelezettségekkel rendelkező **Receiver tehát több okból is alkalmazhat swapügyleteket:**

- a hozamszint csökkenésére számít³;
- a változó kamatozású eszközeit változó kamatozású kötelezettségekkel kívánja fedezni, de költségmegtakarítási szempontok miatt inkább a szintetikus előállítását választja, mint a közvetlen változó kamatozású hitelfelvételt;
- tartozásainak durationját csökkenteni kívánja a futamidő változatlan szinten tartása mellett, vagyis az optimális „port-

fóliószerkezet” előállításához szükséges eszközöket próbálja megtalálni;

- az árfolyamkockázat mérséklésére nagyobb hangsúlyt fektet, mint a cash-flow kockázat csökkentésére; a változó kamatozású hitelek esetén ugyanis a pénzáramlás bizonytalan.

Jelenleg a hazai adósságkezelő főként Receiverként, vagyis a keresleti oldalon jelenhet meg. Az ÁKK elsősorban fix kamatozású forrást tud biztosítani, így lényegében a változó kamatozású kötelezettség közvetlen kibocsátása helyett annak swapügyletekkel történő *szintetikus előállítását* is választhatja, amennyiben a változó kamatozású kötelezettségek arányát növelni kívánja a portfólión belül.

A 4. ábra azt az esetet illusztrálja, amikor a swapügylet során, a **Payer** – a fix kamatot fizető fél – változó kamatozású kötelezettségét fix kamatozásúra konvertálja a csereügylet segítségével. Erre többféle indítatásból is sor kerülhet: nagy jelentőséget tulajdonít a **cash-flow kockázatnak**, a hozamgörbe emelkedésére számít, fix jövedelmet biztosító eszközeihez kívánja igazítani portfólióját vagy tartozásainak durationját növelni kívánja az adott szereplő. A fenti Payer pénzáramlása a következő:

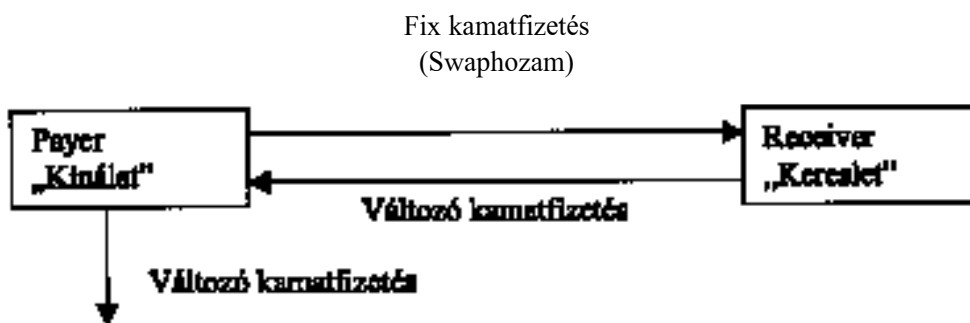
- + Változó kamatbevétel a swapból
- Fix kamatfizetés a swapra
- = Változó kamatfizetés a kötvényre
Nettó szintetikus fix kamatfizetés

Ilyen szereplők lehetnek a változó kamatozású adóssággal rendelkező gazdasági alanyok, például a bankhitellel rendelkező vállalatok vagy változó kamatozású ingatlan- és fogyasztási hitellel rendelke-

3 Pontosabban: a spot (jelenlegi) hozamgörbébe beárazottnál nagyobb mértékű hozamcsökkenésre számít.

4. ábra

Változó kamatfizetési kötelezettség fix kamatfizetésre konvertálása



zők, de az ilyen hitelt nyújtó bankok is elvégezhetik a fenti műveleteket az ügyfelek helyett vagy azt megelőzően. A Payer potenciális ügyfele lehet az ÁKK-nak a csereügylet során.

Az 5. ábra azt az esetet illusztrálja, amikor a Receiver lebegő kamatozású értékpapírját fix kamatozásúra változtatja.

A változó kamatozású értékpapírral rendelkező Receiver pénzáramlása a következőképpen írható fel:

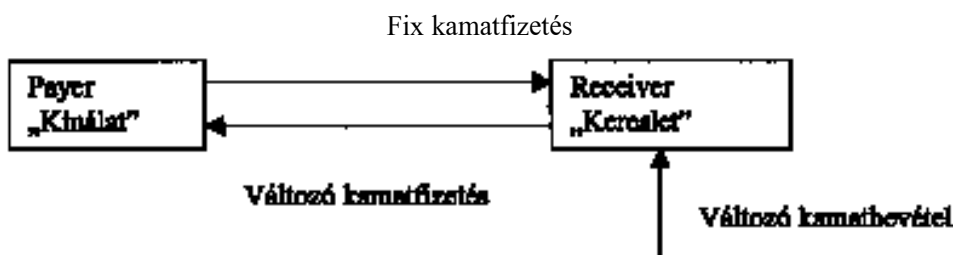
- + Fix kamatbevétel a swapból
- Változó kamatfizetés a swaphozamra
- Változó kamatbevétel a kötvényből/hitelből

Nettó **szintetikus fix** kamatbevétel

A változó kamatozású eszközzel rendelkező Receiver hasonló okokból vesz részt a swap-ügyletekben, mint a fix kamatozású kötelezettséggel rendelkezők.

5. ábra

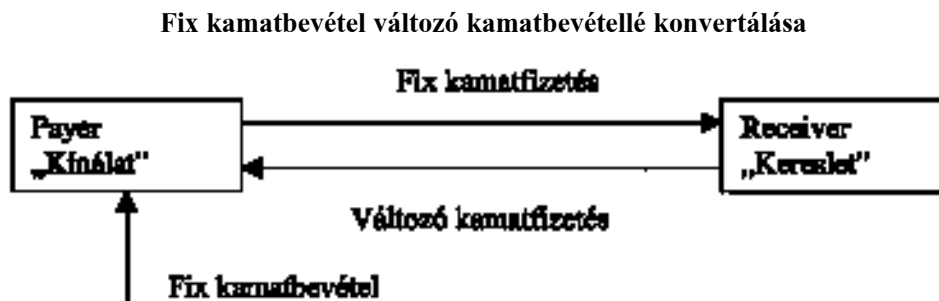
Változó kamatbevétel fix kamatbevételé konvertálása



A 6. ábra azt az esetet illusztrálja, amikor a fix kamatozású eszközzel rendelkező Payer fix pénzáramlását változóra cseréli.

- + Változó kamatbevétel a swapból
 - Fix kamatfizetés a swaphozamra
 - + Fix kamatbevétel a kötvényből/hitelből
- Nettó **szintetikus változó** kamatbevétel

6. ábra



Hasonló indítatásból vesz részt a swapügyletben „kínáló” oldalon, mint a változó kamatozású kötelezettségekkel rendelkező Payer.

II. SWAP-, AZ ÁLLAMPAPÍRPIACI ÉS A BANKKÖZI HOZAMOK ÖSSZEFÜGGÉSEI ÉS KÖLTSÉGHATÁSUK A SWAPMŰVELETEKBEN

1. A swapspreadekről

A swaphozamok fejlett piacokon és az elmélet szerint is jellemzően az állampapírpiaci hozamok felett helyezkednek el, mivel a bankrendszer kockázatossága nagyobb, mint az államé. Ezért elvárható (lenne), hogy a swapgörbe a megfelelő benchmark hozamgörbe felett helyezkedjen el, azaz a swapsread pozitív legyen, annak alapján, hogy az állam a legjobb adós. A swaphozamgörbe ugyanis a bankrendszer működésének kockázatát tükrözi, mivel a swap-hozam lényegében nem más, mint a bankközi kamatlábakból szármított *par* kamatláb.

A fejlett piacokon a swapsread ezért általában pozitív (az EU-ban pél-

dául 10 bázispont körüli), ez jól látható a 7. ábrán is. A KKE térségben azonban a helyzet korántsem egyértelmű. Itt a swapsreadek alakulása eltér a fejlett piaci helyzettől és az elméleti alapképlettől is. A swapgörbék gyakran az állampapír-hozamgörbe alatt helyezkedik el, azaz a swap spread többször negatív, ahogyan a 8. ábra is mutatja.

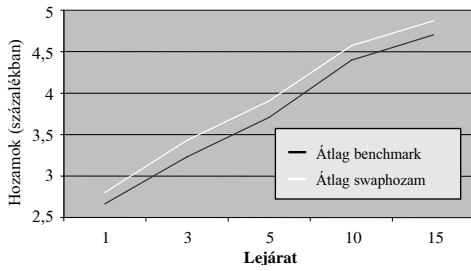
A továbbiakban arra próbálunk választ találni, milyen tényezők vezethettek ahhoz, hogy a fenti országokban a swapfelárak igen alacsonyak, sőt gyakran negatívak.

Az egyik fontos és a fenti országokra általánosan jellemző a **piac fejletlensége**, a kevés szereplő, a kis likviditás. Ebben az esetben a piac két szegmense – a swappiac és az állampapírpiac – izolált lehet egymástól, és a szokványos arbitrázsmechanizmusok nem működnek, így előállhat a swap- és benchmark hozamok nem szokásos helyzete.

A másik tényező a **konvergencia-fojlyamattal** és az eurózónához történő csatlakozással kapcsolatos. A hosszú hozamok esetében (pl. 10 éves hozamnál) a konvergencia-országokban elméletileg is indokolható, hogy a swaphozamok az ál-

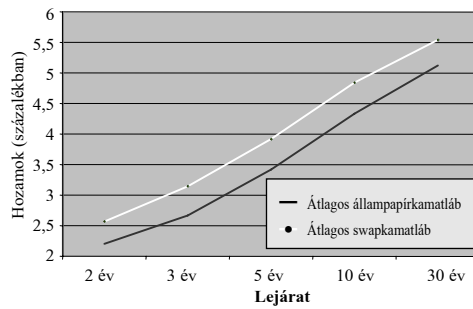
7. ábra

a) Swap- és benchmark hozamok lejárat szerint az euró piacon
(2001. 12. 17–2004. 07. 16. közötti időszak átlagos kamatlába)



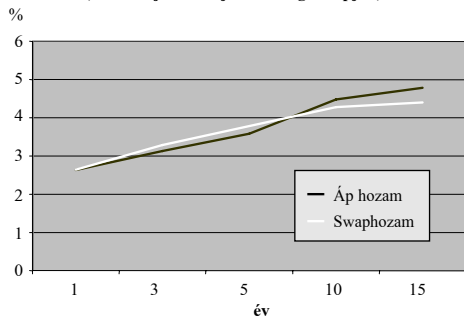
Forrás: Bloomberg.

b) Swap- és benchmark hozamok lejárat szerint az USD piacon
(2001. 09. 14–2004. 09. 14. közötti időszak átlagos kamatlába)

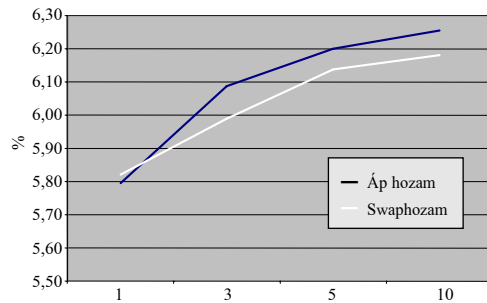


8. ábra

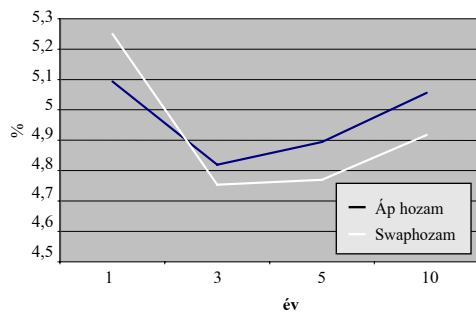
a) A swaphozamgörbe és az állampapírhozam-görbe a cseh piacon
(2002 május–2004. július átlaga alapján)



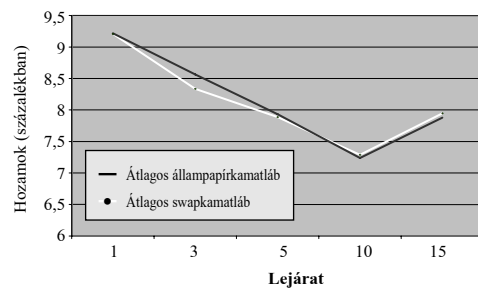
b) Swaphozam és állampapírhozam-görbe lengyel piacon
(2003–2004-es évek átlaga)



c) Állampapírhozam-görbe és swaphozamgörbe a szlovák piacon
(2003–2004 évek átlaga)



d) Swap- és benchmark hozamok lejárat szerint a magyar piacon
(2001. 12. 17–2004. 07. 16. közötti időszak átlagos kamatlába)



Forrás: Bloomberg, ÁKK.

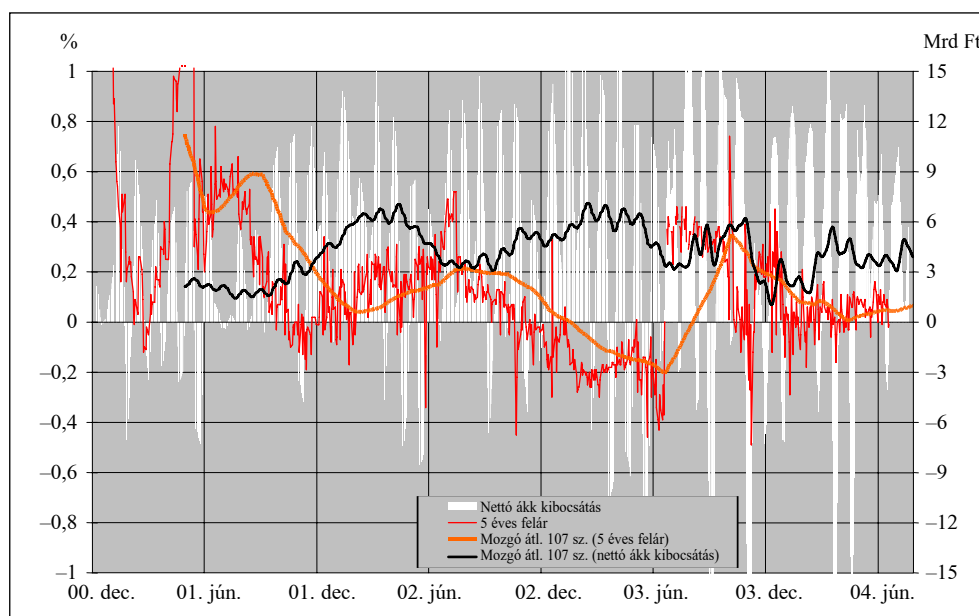
lappapírhozamok alatt legyenek. Ennek oka, hogy öt-hat év múlva nagy eséllyel megvalósul az eurózónához való csatlakozás, amelynek során megtörténik a hozamok konvergenciája. A swaphozam azonnal egységes lesz a zónához csatlakozással, az állampapírhozamokban azonban a különböző besorolású országok között az eltérések, ha csekély mértékben is, de fennmaradhatnak. (Ez a helyzet áll(t) fenn néhány eurózóna ország – pl. Portugália, Olaszország és Görögország – esetében is, ahol a negatív spread általában 10 bázispont alatt maradt). Ha a magyar állampapírhozamok az euró-benchmark plusz 25 bázispontra mérséklődnek, míg a

swaphozamok euró plusz 10 bázispontra süllyednek le (itt van nagyjából az euró swapbenchmark spread), akkor az öt év múltvai öt éves swap hozamnak alacsonyabbnak kell lennie, mint a megfelelő benchmark-ból képzett forward. Ezen helyzetnek pedig ténylegesen is meg kell jelennie a 10 éves hozamkülönbségben, azaz a 10 éves swaprátá alacsonyabb lehet elméletileg is, mint az állampapírhozam.

Több közgazdasági elemzés szerint a **költségvetési politika** is összefüggésben áll a swap-spreadek alakulásával. Nemcsak a költségvetés jelenlegi helyzete, hanem a költségvetés jövőbeli helyzetére vonatkozó várakozások is hatnak a swap-

9. ábra

A swapsread és az állampapír-kibocsátás összefüggése



spreadre.⁴ Ha a **költségvetési deficit növekszik**, s az állam finanszírozási igénye emelkedik, akkor ez azt is jelenti, hogy az állampapírok kockázatossága relatíve emelkedik más adóspapírokhoz képest, s ezáltal a **swap-spread csökkenésének irányába hat**.⁵ A relatív elmozdulás hatása felerősödhet azáltal, hogy a kötvények esetében a nemfizetés kockázata a teljes tőkére is értendő, a swap esetében viszont csak a nettó kamatfizetésre. Ebből következik, hogy az elmúlt években hazánkban a romló fiskális és fizetési mérleg pozíció, amely emelte az állam kockázatát, hozzájárult ahhoz, hogy az állampapírhozamok a swapráták fölé emelkedtek. A 9. ábra szerint az elmúlt években jól kimutatható hatása volt az állampapír-kibocsátási aktivitásnak a swaprátára Magyarországon is, bár a kezdeti swapszűkülést a devizaliberalizáció okozta. A 2003-as sávoltolást követően a swapsread annak ellenére csökkent, hogy a kibocsátás visszafogására került sor. Vagyis a makrogazdasági zavarok és a monetáris bizonytalanság túlkompenzálta az állampapír-kibocsátás kedvező hatását, s az állampapírhozamok jobban emelkedtek, mint a swaphozamok.

Empirikus megfigyelések szerint **a hozamgörbe meredeksége is kapcsolatban áll a swapsread alakulásával, azaz, ha a hozamgörbe meredeksége növekszik, a swapfelár csökkenni kezd, s ha a meredekség csökken, a swapsread növekszik**.⁶ Ez azt is jelenti, hogy a konvergencia-folyamattal együtt járó inverzítés csökkenése (azaz a meredekség sajátos növekedése) esetén a swapsreadek csökkennek, s ez is oka lehet az alacsony, gyakran negatív spreadeknek. Ezt a megfigyelést támasztja alá a 10. ábra is, amely a forint swapfelárak és hozamgörbe-merekségek kapcsolatát illusztrálja.

Erőteljes hatással van a swap, illetve az állampapír-piaci hozamok eltérésére a két piacon kialakuló kereslet-kínálati viszony jellegzetességeinek, valamint a **tartós hozamtrendeknek** is. A swap piac „keresleti” oldalán, vagyis a Receiver (a változó kamatot fizető) oldalon folyamatosan erőteljes a kereslet (euroforint kibocsátók, forint **hozamcsökkenésre** számítók). Ezzel szemben a kínálati oldal már nem ilyen stabil. A kereslet és kínálat eltéréseinek hatására a Payer oldal mérsékeltebb fix kamat fizetését is elérheti. Ez pedig a **spread csökkenését eredményezi**. A Payer oldalon kis volumenben vesznek részt a ma-

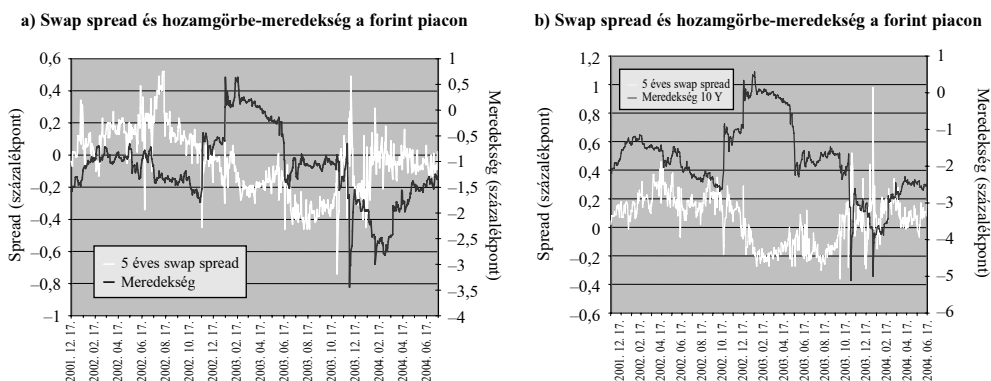
szik.⁶ Ez azt is jelenti, hogy a konvergencia-folyamattal együtt járó inverzítés csökkenése (azaz a meredekség sajátos növekedése) esetén a swapsreadek csökkennek, s ez is oka lehet az alacsony, gyakran negatív spreadeknek. Ezt a megfigyelést támasztja alá a 10. ábra is, amely a forint swapfelárak és hozamgörbe-merekségek kapcsolatát illusztrálja.

6 Ennek egyik lehetséges magyarázata, hogy nagyobb meredekségű hozamgörbével jellemezhető környezetben a hosszú lejáratú tartozások finanszírozása költségessé válik, ezért a hosszú lejáratú papírokat kibocsátó intézmények inkább rövidebb lejáratú kötelezettségekre próbálják cserélni hosszú lejáratú tartozásaikat swapügyletek formájában. Mivel az utóbbi intézmények az OTC swappiac egyre jelentősebb képviselői, s a swaphozam fejezi ki azt az árat, amit a piac hajlandó fizetni a változó kamatokért cserébe; ez a Receiver oldalon megjelenő addicionális kereslet a swap hozamok csökkenését eredményezi. A hozamgörbe meredeksége tükrözi a jövőbeli gazdasági növekedésre vonatkozó várakozásokat is, s ezen keresztül is összefügg a swap felárak alakulásával. A recessziókat megelőzően pl. a hozamgörbe inverzítése általában növekszik: a kötvénypiac ekkor beárazza a monetáris lazítás hatását a hosszú lejáratú hozamokban, s a kockázatmentes eszközök iránti kereslet megváltoztatja a görbe lefutását.

4 Lásd például Fabio Cortes (2003) és Joseph G. Haubrich (2001).

5 Hasonló hatást mutatnak ki az európai elemzések is. A meghatározó európai gazdaságok romló költségvetési helyzete, a növekvő állampapír-piaci kibocsátás a swapsread szűkülésével járt az euró-övezetben is.

10. ábra



gyar bankok, illetve vállalatok, az ő esetükben pedig a változó kamatozású hitelek fix kamatozásúvá konvertálása ésszerű megoldás lenne. Ráadásul a báziskockázatokat is mérsékli az, hogy a forintban felvett hitelek jelentős része a 6 hónapos BUBOR-hoz van árazva, amely a swapok alapját is képezi.

Payer oldali „kínálatot” jelentenek azok, akik jellemzően kamatemelkedésre számítanak.⁷ Tartós kamatcsökkenési periódus esetén az ilyen résztvevők intenzitása is alacsony. Az utóbbi 2 év monetáris zavarai azonban paradox módon kedvezőek voltak a swappiac szempontjából, mivel a swapügyletek ezen oldali szereplőinek aktivitását megemelték. A kamatemelési várakozásokkal kapcsolatos bizonytalanság fokozódott, a kamatalakulás volatilitása jelentősen megugrott, s ez a swappiac korábban hiányzó szereplőinek számát és aktivitását is növelte. Mindez

2002 végétől komolyan hozzájárult a swappiac fejlődéséhez: a likviditásának növekedéséhez, a piaci szereplők számának növekedéséhez, a piaci volumenek emelkedéséhez.

Összefoglalóan a régióinkban a sajátos spread alakulását, ami általában szűk s gyakran negatív swapspreadet jelent, az alábbi tényezők okozhatják:

1. a piac fejletlensége, piaci szereplők hiánya,
2. euró-konvergencia,
3. magas költségvetési deficit, növekvő állami finanszírozási igény,
4. tartós kamatcsökkenési várakozások, mely a Receiver oldalt erősítik,
5. hozamgörbe meredeksége- az inverzitás csökkenése.

A fenti tényezők együttesen magyarázhatják a „furcsa” swapspreadeket a KKE térségben.

Azonban a „normális” swapspread alakulásának is megtalálhatók bizonyos speciális elemei a régióban. Ezt a forintpiacon kialakult átlagos swap- és benchmark hozamokat lejárat szerint ábrázoló grafi-

7 Ők ugyanis fix kamatot fizetnek a swap lejártáig, viszont a változó kamat, amelyre szert tesz kamatemelés esetén, megemelkedik, vagyis ő a swap pozícióján nyereséget ér el.

kon [8. d) ábra] szemlélteti, amelyből látható, hogy hosszú lejáratok esetén (10 s főleg 15 évnél) a swaphozam magasabb volt a benchmark hozamnál, azaz normálisan alakultak. Ez valószínűleg összefügg az elmúlt időszakban kibocsátott jelzálogpapírok nagyobb volumenével, ami a swaphozamok emelkedését idézte elő. A swapspreadek alakulását ugyanis nemcsak az állampapírok, hanem **egyéb adóspapírok**, mint például a **kibocsátott jelzáloglevelek mennyisége** is befolyásolja. Tehát az állampapírok és a banki papírok relatív súlya is befolyásolja a swapspread nagyságát.

2. Költségmegtakarítás swapügyletekkel – adósságkezelési megközelítésben

A swapműveletek költséghatását vizsgálva megállapítható, hogy az nem csupán a swapspreadektól függ, hanem a DKJ spreadtől is, azaz az azonos lejáratú diszkont kincstárjegy és bankközi kamat közötti különbségtől is. Ezt mutatjuk be az alábbi séma segítségével. A költségek összehasonlítása során a megújítási kockázatokról, illetve annak tranzakciós költségeitől eltekintünk.

Az ÁKK számára elvileg két lehetőség kínálkozik a változó kamatozású kötelezettségei arányának növelésére⁸:

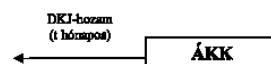
8 Fix papírok részarányának növelése általában nem ütközik akadályba. A változó kötelezettségek arányának beállítása kötvénykibocsátással azonban nehézségekbe ütközhet, mivel a változó kamatozású kötvények piaca kereslethiányos. Így csupán DKJ kibocsátással lehet kibocsátási eszközökkel megoldani a portfólió kívánt beállítását. A DKJ-k esetében azonban a megújítási kockázat nagy.

- az egyik: változó kamatozású kötvények kibocsátása
- a másik: változó kamatozású kötelezettségek szintetikus előállítására IRS-ügyletek segítségével, vagyis fix kamatozású kötvény kibocsátása és változóra swappolása révén

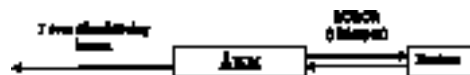
A költségek feltérképezése érdekében a közvetlen és szintetikus előállításhoz kapcsolódó kiadásokat kell összehasonlítani.

Az **egy kamatfizetési periódusra** vonatkozóan a pénzáramlásokat a következő egyszerű sémával szemléltethetjük:

- változó kamatozású kötelezettség/kötvény/**kibocsátása** (T éves futamidőre):



- változó kamatozású kötelezettség **szintetikus előállítás**a (szintén T éves futamidőre)



A kamatkiadások az egyes kamatfizetési periódusokban tehát a következőképpen írhatók fel:

- közvetlen kibocsátás esetén: t hónapos DKJ-hozam
- szintetikus előállítás esetén: a (T éves államkötvény hozam – T éves swaphozam) + t hónapos BUBOR

A swapügylettel történő szintetikus előállítást – a piaci feltételeket adottnak véve – akkor érdemes választani, ha annak költsége kisebb, mint a másik alternatívához kapcsolódó kiadás. Vagyis ha:

$$t \text{ hónapos DKJ} > (T \text{ éves ÁK-hozam} - T \text{ éves swap-hozam}) + t \text{ hónapos BUBOR}$$

azaz

$$(t \text{ hónapos DKJ-t} - t \text{ hónapos BUBOR}) + (T \text{ éves swap-hozam} - T \text{ éves ÁK-hozam}) > 0$$

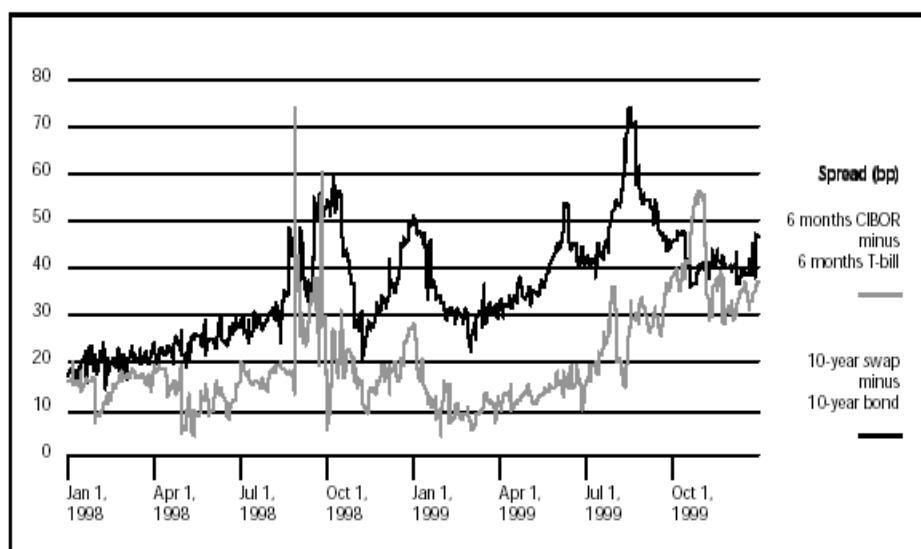
$$(t \text{ hónapos „DKJ-felár”}) + (T \text{ éves swap-felár}) > 0$$

Amennyiben a swapfelár magasabb, mint a DKJ felár -1 szerese, akkor költségmegtérülések alapján érdemesebb a szintetikus műveletekkel elérni a portfólió durációjának csökkentését. Ha ez a helyzet tartósan fennáll, akkor az azt is jelenti, hogy **az államnak komparatív előnye van a hosszú távú adósságok kibocsátásában. Tehát rövid lejáratok esetében az állam „hozamelőnye” kisebb, mint a hosszabb lejáratoknál. Az adósságkezelők első swapműveleteit ezen folyama-**

tokra alapozva indították pl. Kanadában, Svédországban és Dániában és Franciaországban is. (Lásd részletesen a következő fejezetet.) A képletben szereplő DKJ-felár megfeleltethető a rövid oldali swapspreadnek, a swapfelárként definiált különbséget pedig a hosszú oldali swapspreadnek. Amennyiben a kérdéses swapügylet futamideje alatt a swap-spread jövőbeli, várható alakulása azzal jellemezhető, hogy a hosszú oldali swap spread magasabb a rövid oldalon szereplő felárnál, az adósságkezelőknek érdemes hosszú lejáratú állampapírokat kibocsátani és IRS-művelettel „szintetikus kincstárjegyeket” létrehozni a rövid lejáratú állampapírokat kibocsátása helyett (feltéve, hogy a kincstárjegyek felára ezen a szinten marad az egész periódusban).

11. ábra

A dán IRS alkalmazásának komparatív előnye



Forrás: Dán Központi Bank, 1999

Azt is mondhatjuk, hogy ez egy sajátos arbitrázs-tevékenység, melyet fejlett piac körülményei között csak átmenetileg folytathattak az adósságkezelők. Amikor nagyobb volumenben kötöttek ügyleteket a fenti hozamkülönbségek kihasználására, akkor ezzel ezen spreadek csökkenését is kiváltották (lásd a 12. ábrát és később a francia gyakorlatot). A magyar hozamszerkezet alapján ilyen költségmegtakarítás nem látható, a fenti „megtakarítás” 2004-ben átlagosan –11 bázispont volt.

III. IRS ÜGYLETEK AZ ADÓSSÁGKEZELŐKNÉL

Az 1970-es és 1980-as évek során a legtöbb állam finanszírozási igénye drasztikusan megemelkedett. Az első swap-ügyleteket a 80-as években kötötték, ezek elsősorban devizawap-ügyletek voltak. Ekkoriban az ilyen ügyletek megkötésekor kevésbé foglalkoztak a felvállalt kockázattal. A 80-as években és a 90-es évek elején általában még egyedi swapokat kötöttek és nem volt rendszeres swap-tevékenység. Gyakran spekulatív megfontolásból vettek fel pozíciókat az adósságkezelők: ha a hozamok csökkenésére számítottak, a fix kamatozást átváltották változóra, s többször fogadtak valuták árfolyamváltozására is.⁹ Az esetek többségében tekintélyes költségmegtakarítást értek el az adósságkezelők azzal, hogy „a piac ellen fogadtak”, ám néhány esetben

jelentős veszteséget szenvedtek el. Ezek hatására a 90-es évek során egyre inkább a kockázatok felé fordult a figyelem.

Jelentős kivételnek számít Kanada, ahol már a 80-es évek végén szisztematikus swap-programot dolgoztak ki. Az 1988–89-ben elindított IRS-program során költségmegtakarítások alapján úgy döntöttek, hogy a hosszú lejáratú adósság egy részét változó kamatozásúra váltják át, azaz növelik a portfóliójuk kamatérzékenységét. A piaci adósság 4,35%-át érte már el a swap értéke 1992–93-ban, a swap spread és a DKJ-spread különbsége ekkor 66 bázispont volt.

Ez a program 1995-ig tartott, ekkorra ugyanis számottevően lecsökkentek az swap spreadek (22 bázispontra), s már egyre kevésbé járt költséggel a swapügyletek kötése. Ezen műveletek hatására azonban a duráció aggasztó mértékben lecsökkent, s így vagy a kincstárjegyek állományát kellett csökkenteni, vagy az IRS-programot leállítani. (A kormányzat az utóbbit választotta.)

Európában is gyökeresen változott a helyzet a 90-es években. Nagy lökést adott az IRS piac fejlődésének az adósságkezelés korszerűsödése, valamint az eurózóna létrejötte. Egyrészt a független államadósság-kezelők létrejötte, valamint a benchmark portfóliók megjelenése ösztönözte ezt a folyamatot. Emellett nőtt az igény a kockázatkezelés és a likviditás biztosítására szolgáló eszközök függetlenítésére. Végül, de nem utolsósorban az euró bevezetésével jelentősen megváltozott az adósságkezelők szemszögéből a swapügyletek piaca. Egyrészt „nagyon nagy” szereplőből kisebbekké váltak:

⁹ Az adósságkezelők is részt vettek a konvergencia-kereskedésben, azaz gyakran a piaccal ellentétben fogadtak az európai monetáris integrációra, a nemzeti valuták felértékelődésére és kamatlábak csökkenésére.

csökkent a szignólozás szerepe, emelkedett a likviditás és a piac mérete: az adósságkezelőket már nem fenyegette annyira az a veszély, hogy egyszerűen méretüknél fogva jelentősen megváltoztatják a piaci viszonyokat egy-egy tranzakciójukkal. A kamatswapok használata ezért a '90-es évek végére igen elterjedtté vált Nyugat-Európában. Ausztria és Írország már a '90-es évek elejétől, Portugália 1997-től, Dánia 1998-tól, Finnország 1999-től használta ezeket az ügyleteket. 2000-ben Németországban és Franciaországban megalakított független adósságkezelők egyik fő feladata volt, hogy IRS ügyletekkel hatékonyabban kezeljék az államadósság költségeit és kockázatát. Hollandia 2001-től indította az IRS tevékenységet.

A kamatswapokat az adósságkezelők két okból használják: **az adósságportfólió kívánt durációjának beállítása**, illetve **költségcsökkentés** céljából. A következőkben először a durációs célokkal foglalkozunk, majd a költségcsökkentési célt vizsgáljuk.

A legtöbb olyan országban, ahol az eurót bevezették (vagy bevezetésére készülnek) az adósságkezelők egy dilemmával szembesültek: Részben a megújítási kockázat csökkentése érdekében célszerű hosszú lejáratú állampapírokat kibocsátani, ami a kívánatosnál hosszabb durációt eredményezhet. Emellett előnyös nagy sorozatokat kialakítani, mivel ez a lépés növeli az állampapír likviditását, így a befektetők alacsonyabb likviditási felárat igényelnek. Tehát a nagyobb likviditás biztosítása is a duráció emelkedését ösztönzi. Különösen nagy az adósságkezelők számára az ilyen irányú nyomás az euró

bevezetése után. A közös, euróban denominált állampapír-piacon szinte az egyetlen versenytényező a likviditás. S ez főleg a kisebb adóssággal rendelkező országok (mint pl. Portugália) számára nehézséget okoz, részben a megfelelő méretű (kb. 5–10 Mrd Euró) sorozatok kibocsátása, részben az emelkedő duráció miatt. Nagyobb adósságállománnyal rendelkező országok (például Franciaország, Németország) számára ez kisebb nehézséget okoz, mivel a nagy volumenű hosszú lejáratú kötvények kibocsátása mellett van lehetőségük rövid lejáratú kötvények kibocsátására, így a kívánt durációs cél elérhető a hosszú és rövid lejáratú kötvények megfelelő arányú kibocsátásával.

A kisebb országok számára a duráció csökkentésére így előszeretettel használnak kamatswapokat. Amennyiben a hosszú lejáratú, fix kamatozású állampapírok kibocsátásával párhuzamosan kamatswap-ügyletet kötnek, amelyben fix kamatot fizet a pénzügyi közvetítő, s az adósságkezelő ezért cserébe változó kamatot fizet, akkor a két ügylet eredménye – nettó pénzáramlásokat tekintve, s nem számítva a partner-, és jogi kockázatokat, valamint az automatikus megújítódást – megegyezik egy diszkontkincstárjegy kibocsátásával. A táblázatban látható a swapügyletek hatása az adósságportfólió durációjára.

Az 1. táblázatban jól látható, hogy Dánia, Finnország, Írország, Portugália és Svédország esetében a swapügyletekkel **rövidítették a portfóliót. A swapügyletek elsősorban arra szolgáltak, hogy a kibocsátási szerkezettől függetlenül kialakíthassák a kockázatkezelés által meghatározott optimális portfóliót.**

**A swapállomány szerkezete és durációs hatása egyes külföldi adósságkezelőnél
1999 végén**

Ország	Típus		Durációs hatás év	
	IRS	deviza	SWAP előtt	SWAP után
Ausztria	40%	60%	n/a	4
Belgium	majdnem 0	magas	3,79	3,8
Dánia	6,6%	93,4%	4,04	3,95
Finnország	46,2%	53,8%	3,83	3,69
Írország	32,6%	67,4%	4,45	3,87
Kanada	4,5%	95,5%	4,33	n/a
Nagy-Britannia	0%	100%	n/a	n/a
Olaszország	0%	100%	n/a	n/a
Portugália	n/a	n/a	2,97	2,87
Svédország	0%	100%	3,36	3,21

Forrás: Piga, Gustavo: Derivatives and Public Debt Management.

A kamatswapügyletek alkalmazására több országban – pl. Svédországban – **költségcsökkentési (kamatkiadás mérséklési) szempontokból** került sor. Sok esetben az államnak „komparatív előnye van a hosszú lejáratú, hazai pénznemben denominált kötvények kibocsátásában”.¹⁰ Ez azt jelentheti, hogy ha hosszú lejáratú kötvényt bocsát ki az adósságkezelő, majd egy swap-ügylet révén a fix kamatok helyett változó (3 vagy 6 hónapos bankközi) kamatokot fizet, végeredményben alacsonyabb kamatok mellett finanszírozhatja az államadósságot, mint rövid lejáratú állampapírok kibocsátásával. Az ilyen típusú költségmegtakarítást jelentős mértékben kihasználták a svéd adósság-

kezelőnél. Az SNDO (svéd adósságkezelő) éves jelentésében konkrét példával illusztrálta az ilyen úton elérhető költségmegtakarítást.

Az adósságkezelők swapműveleteik során gyakran szembetalálják magukat az **ún. szignálózási hatás externáliájával**. Jól megfigyelhető az, hogy a piaci szereplők bizonyos jelzésszerepet tulajdonítanak az adósságkezelő magatartásának. Ezek ugyanis már csak méretüknél fogva is jelentős szereplői a piacnak, valamint feltételezik, hogy a makrogazdasági folyamatokat illetően többletinformációval rendelkeznek. Mindezeket erősíti, hogy gyakran tapasztalják, hogy az adósságkezelők részben spekulatív céllal is vesznek fel bizonyos pozíciókat a kamatswap-piacon. Számos esetben – főleg az euró bevezetése előtt, s főként akkor, ha a jegy-

¹⁰ A svéd adósságkezelő (SNDO) Government Debt Management in Sweden című kiadványából.

bank kezelte az államadósságot - az adósságkezelő IRS műveletei jelentős szignálózási hatással jártak. A racionális szereplők pedig elhagyják az olyan piacokat, ahol valamelyik szereplőnek többletinformációi vannak, illetve csak jelentős felár esetében hajlandók továbbra is üzleteket kötni az illető szereplővel.¹¹ Nyilvánvalóvá vált az is, hogy ez a negatív mellékhatás csökkenthető önálló adósságkezelő szervezet létrehozásával, valamint a működés transzparenszé tételével. Mindezzel **hozzájárult ahhoz, hogy az adósságke-**

zelők intézményi önállósulása a 90-es évtizedben nagy lendületet kapott.

A swapügyletek nyújtotta lehetőségeket legintenzívebben kihasználó svéd államadósság-kezelő folyamatosan tájékoztatja a szereplőket elérendő céljairól, s az alkalmazott eszközökről, így a magán-szereplők nem lepődnek meg az adósságkezelő akcióin, s nem vonnak le olyan (esetlegesen téves) következtetést, hogy az államadósság-kezelő „bennfentes” makrogazdasági információval rendelkezik. Hasonlóakat figyelhettünk meg a dán

2. táblázat

A központi kormányzat swapműveletei Dániában 2003-ban

DKK million	5-year	7-year	10-year	Total
1st quarter			900	900
2nd quarter	300	800	900	2,000
3rd quarter		800	1,800	2,600
4th quarter			800	800
DKK interest-rate swaps, total	300	1,600	4,400	6,300
1st quarter				
2nd quarter		4,169	4,169	
3rd quarter	372		1,861	2,233
4th quarter				0
Euro interest-rate swaps, total	372	0	6,030	6,402
Interest-rate swaps, total	672	1,600	10,430	12,702

Forrás: Danmarks Nationalbank, 2004.

11 Vélhetően ez a motívum is szerepet játszott az 1998 nyarán Németországban lejátszódott történetben. Mivel a legtöbb esetben az államnak komparatív előnye van a hosszú távú állampapírok kibocsátásában, ezért a szereplőkben értetlenséget vált ki, ha egy adósságkezelő a változó kamatozást akarja átváltani fix kamatozássá. Erre jó példát szolgáltatott Németország 1998-as IRS-programja. 1998 nyarán a német adósságkeze-

lő bejelentette, hogy 70 Mrd DEM (kb. 35 Mrd euró) értékben részt kíván venni a kamatswap-piacon. (Az összeg a svéd IRS összes volumenének mintegy felét teszi ki.) Miután elterjedt a hír, hogy az adósságkezelő a változó kamatozást változtatja fix kamatozásra, az IRS-spread-ek megemelkedtek. A német spread a francia hasonló spreaddel összehasonlítva mintegy 12 bázispontonról 30 bázispontra emelkedett.

adósságkezelő esetében is, ahol is rendszeresen és nagy részletességgel tájékoztatják a piac szereplőit az IRS ügyletekről és azok adósságkezelésben betöltött szerepéről.

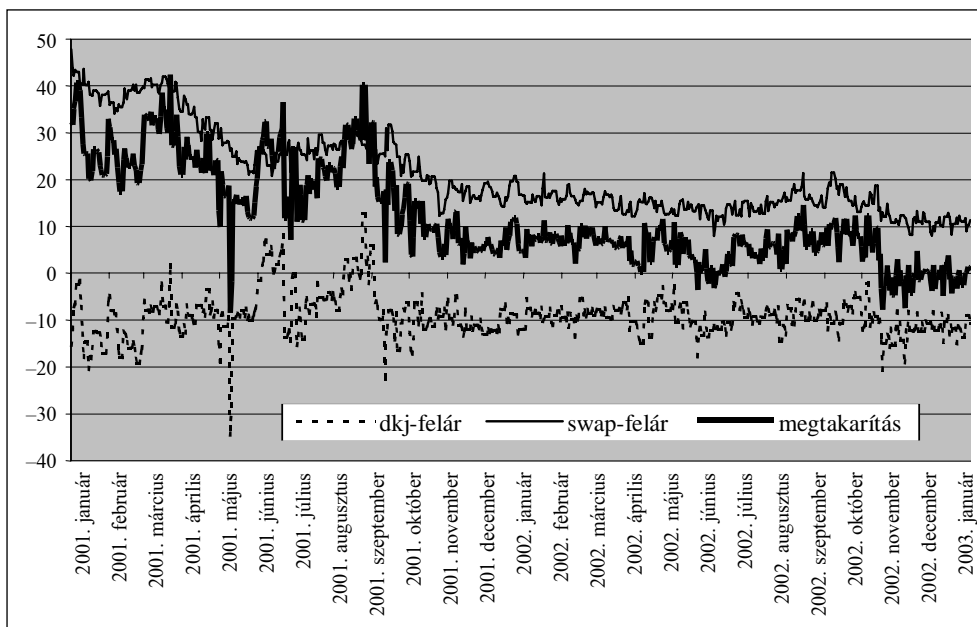
A dán adósságkezelőnél a swap teljes állománya 96 mrd DKK-t tesz ki, a beföldi adósság 611 mrd DKK értéke mellett.

A francia adósságkezelő az adósságportfolió kialakításakor két szempontot vesz figyelembe: egyrészt a várható kamatköltségeket, másrészt a kamatok volatilitását. Rövid lejáratú instrumentumok esetében (mivel a hozamgörbe emelkedő) alacsonyabb a kamatköltség, viszont magasabb a volatilitás. E két szempont sze-

rint (egy modell alapján) optimalizál az adósságkezelő (azaz magasabb volatilitást csak kellően alacsonyabb költségek ellenében vállal). 2001 októberében a pénzügyminiszter döntése alapján rövidíteni kellett a durációt. Mivel a hosszú (10 év és hosszabb) lejáratú államkötvények iránti igény erőteljes (részben nyugdíjbiztosítás céljából), az adósságkezelő úgy döntött, hogy nem rövid lejáratú kötvények kibocsátásával csökkenti a durációt, hanem kamatswap-műveletekkel. A programot 2001 utolsó negyedévében indították, s 2002 nyaráig tartott, ekkor a már említett optimális kamatköltség-volatilitás arányt elérte a portfolió. 2002 köze-

12. ábra

Franciaország



Forrás: Bloomberg.

pétől az adósságkezelő nem kötött új IRS-ügyleteket, ám a 2001-ben eredetileg 2 éves lejáratra megkötött ügyleteket (mintegy 10 Mrd Euró értékben) megújították, így 2003 végén is 61 Mrd eurót tett ki a kamatswap-ügyletek értéke. 2003 során a derivatív ügyletekből származó kamatmegtakarítás 235 millió eurót tett ki, a swap nélkül számított átlagos lejárat 5 év 297 nap volt, míg az IRS ügylet hatására 5 év 235 napra csökkent. 2003-ban az átlagos lejárat csökkentésére a swapügyletek mellett a rövid lejáratú kötvények állományát is növelték (20,5 Mrd euróval), miközben a hosszú lejáratú kötvények állománya 11,5 Mrd euróval emelkedett. 2002 nyara óta ugyan a francia kamatswap-program szünetel, de kedvező piaci fejlemények esetén újraindítják. Jól kimutatható, hogy az IRS-művelet révén kiaknázható költségmegtakarítás jelentősen csökkent, s valószínűsíthető, hogy az adósságkezelők e műveletekkel maguk szűkítették a spreadeket és így költségmegtakarítást.

IV. A KAMATSWAP-PIAC LEHETŐSÉGEI A HAZAI ADÓSSÁGKEZELÉS SZÁMÁRA

1. A hazai piac mérete

A forint kamatswap-piac nem tekinthet vissza nagy múltra, azonban az elmúlt két-három évben a hazai swappiac is komoly fejlődésnek indult. Fontos lökést adott a 2001-es devizaliberalizáció, valamint sajátos módon segítettek a piac fejlődését a 2002–2003-as spekulációs folyamatok. Jótékony hatású volt a kamatcsök-

kenési trend megtörése is, mivel a kamatcsökkenési várakozások tartós egyirányúsága nem kedvez ezen piac fejlődésének, mert korlátozza a likviditást az egyik oldal hiánya.

Információink szerint a legfontosabb szereplők napi 10-20 ügyletet bonyolítanak le, a napi forgalom becslésünk szerint 50-60 milliárd forintba rúghat. A legnagyobb szereplők évente 1000-1200 ügyletet kötnek. A leggyakoribb kötések egyhárom milliárd forint értékűek, de nem ritka az 5 Mrd forintos kötés sem. Az ügyletek nagy részét Londonban kötik. A hazai elsődleges forgalmazók piaci aktivitása jelentős, de számviteli, informatikai és érdekeltségi problémák nehezítik az üzletág fejlődését. Sok esetben csak az anyabank végez ilyen műveletet, több esetben a forints-*swap*-műveleteket teljesen az itteni leány végzi, sok esetben az anya-, és a leányvállalat is végez forints-*swap*-műveleteket. Ekkor problémát jelenthetnek az anyabankkal történő munkamegosztás feszültségei, emellett az anyabank limitjei és egyéb szabályai korlátozhatják az itteni aktivitást is.

A hazai swappiac fontos jellemzője, hogy az intézményi befektetők nem aktívak e területen. A befektetési alapok gyakorlatilag teljesen hiányoznak a piacról, s ez a likviditást jelentősen korlátozza. Ennek részben szabályozási oka is van, azaz a befektetési alapok esetében nem egyértelműek a törvényi előírások a lehetséges *swap*-műveletekre vonatkozóan. (Ugyanis most fedezeti céllal vehetnek igénybe *swap*okat, s ez a művelet egyedi papírokhoz kötött, azaz a portfólió egészére nem.) Ezen kívül a bankokhoz hasonlóan

technikai (számviteli, informatikai) problémák a kellő érdekeltség (a magas kamatszint, a beáramlás korábbi állami támogatása mellett) is hiányzik ehhez.

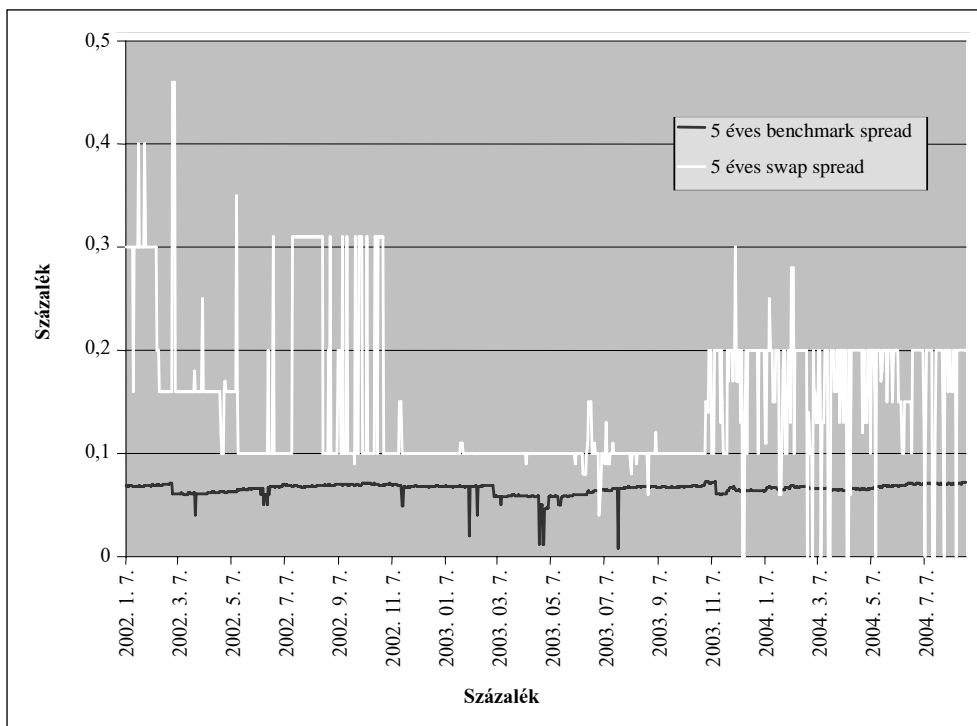
Az állampapír-piac és a swappiac likviditását érdemes összehasonlítani a referencia- és a swaphozamok vételi-eladási különbözete szerint: a szűkebb spread a piac nagyobb mértékű mélyégre utal. A 13. ábra azt sugallja, hogy e dimenzió mentén az állampapírpiacon a likviditása az elmúlt években meghaladta a swappiacét.

2. Szereplők, motivációk

A forintkamatswap-piac legaktívabb szereplői általában a bankok, ezek közül is a nagy **külföldi bankok**, illetve ezek leánybankjai. A legjelentősebbek ezek között a Citibank Budapest, Deutsche Bank, a Dresdner Bank és a JP Morgan, de foglalkoznak árjegyzéssel még a Bloomberg szerint az alábbi bankok is: Bank of America, CEDEF, Commerzbank, Conticap, Intercapital, Prebon Yamane és Tul-

13. ábra

Spreadek alakulása



Forrás: Bloomberg.

lett & Tokyo (ezek a bankok kínálnak és keresnek is kamatláb-swapokat). A bankok közül azok vesznek részt nagyobb volumennel és forgalommal a hazai derivatív piacokon (s azon belül a kamatswap-piacon), melyek globálisan is vezetőkné számítnak e piacokon. Ennek legfőbb oka, hogy rendelkeznek a származékos termékek piacán való hatékony részvételhez szükséges rendszerekkel (pl. könyvvitel), „know-how”-val.

A „**hagyományos**” hazai bankok kevésbé aktívak ezen a piacon, általában nincs meg a megfelelő érdekeltség illetve elkötelezettség, valamint a technikai háttér sem az ilyen származékos műveletek végzéséhez. Például többek között a HVB, az Erste Bank, az MKB, a KH és az OTP is aktívan részt vesz a piacon, azonban nem jegyeznek árakat. A bankok spekulatív és kockázatkezelési, illetve arbitrázs megfontolásokból, valamint az ügyfelek megbízásából kötnek kamatswap-ügyleteket. A saját számlás ügyletek irányát és mértékét befolyásolják a hozamgörbe alakulására vonatkozó várakozásaik, portfólióik összetétele, valamint a swapráták és az állampapír-piaci hozamok közötti eltérések. Ugyanakkor az aktivitásukat jelentősen befolyásolják, gyakran korlátozzák a banki limitek. A bankok sokszor olyan irányú swapügyletet kötnek, amelyben fix kamatot fizetnek, s változót kapnak (pl. amikor az állampapír-piaci hozam magasabb a swaphozamnál). Ezen bankok tehát potenciális ügyfelei lehetnek azon adósságkezelésnek, amelyek fix kamatozású kötelezettségeiket változó kamatozásúra szeretnék cserélni. Figyelembe kell venni azonban, hogy a bankok a hozamok ala-

kulásától függően az ellentétes irányú ügyletek kötésében is érdekelték lehetnek.

Szereplőként jelennek meg olyan nemzetközi pénzügyi intézmények is, akik a közelmúltban igen nagy mennyiségben bocsátottak ki euroforint kötvényeket. Az **euroforint kibocsátó intézmények** esetében a **magas hitelminősítésük** folytán nekik járó alacsonyabb kamatfelár kihasználása is fontos szempont volt. Érdekelték a számukra keletkező árfolyam- és kamatkockázat kezelésében, s ebből a célból egyrészt deviza,- és kamatswapot kötnek a magyar piacon, amely így egyik oldalról érinti a hazai kamatláb-swap piacot. Az euroforint kötvényt kibocsátók a kamatswap piacon olyan irányú ügyleteket kötnek, amelyek során változó forint-, vagy devizakamatot fizetnek és fix forint kamatot kapnak. Az euróforint kötvényeket a nyugdíjpénztáraknak, lakosságnak eladják, fix forint-kamatfizetési kötelezettségeiket pedig olyan kamatswappal fedezik, melyben fix forint kamatot kapnak, s változó devizakamatot fizetnek, vagy első lépésben változó forint kamatot fizetnek, s egy további devizaswap ügylet keretében változó forint kamatot kapnak, s változó devizakamatot fizetnek. Ez egyenértékű egy szintetikus devizahitel-felvétellel. A kamatswapok tehát devizaswap-műveletekhez kapcsolódnak. Lényegében az összes euróforint-kibocsátó intézmény foglalkozik forintkamatswap ügyletekkel.

Fontos szereplők még a **hedge fundok**, valamint a **külföldi alapkezelők**, melyek profitnövelési céllal használják a hazai swappiacot. A **hedge fundok** főként spekulatív okokból kötnek kamatswap-ügyleteket, melyeknek iránya a hozamgör-

3. táblázat

Euróforint kötvénykibocsátók kibocsátásai (Millió Ft)	
2002	91 100
2003	349 233
2004*	218 300

* 2004 július közepéig.

Forrás: Bloomberg.

be alakulására vonatkozó várakozásaiktól függ. Amennyiben kamatemelkedést vár, akkor változó kamatfizetést kap, s fixet fizet (Payer oldalon áll) míg ha csökkenésre számít, akkor a fordított oldalon áll. Ezek az ügyletkötések igen nagy volumenben és hullámokban is történhetnek. A piaci résztvevők szerint ezen swapügyletek nagy szerepet játszottak a spekulatív hullámok idején Magyarországon is, 2002–2003-ban.

A magyar – nem pénzügyi – **vállalatok** aktivitása csekély a hazai IRS piacon. A hazai vállalatok közül főként a külföldi anyacéggel rendelkező multik végeznek ilyen műveleteket. A kamatswapok esetében ezeket nagyrészt az anyacég bonyolítja. (Pl. a Matáv esetében általában a Deutsche Telecom köti az üzleteket.) A magyar tulajdonú vállalatok részvételét korlátozza a hiányzó banki termékkínálat is (főként az OTP esetében), holott a természetes érdekeltség adott lenne. Ezen új termékeket a hazai könyvelési rendszerek nem, vagy csak nehezen tudják kezelni, s ez is gátja a dinamikus fejlődésnek. A nem pénzügyi vállalatok iránya a forintkamatswap piacon a fix kötvénykibocsátók (euroforint-kötvény kibocsátó, magyar államkötvény) pozícióival ellentétes ügyle-

tek lehetnek. Azaz a változó kamatozású kötelezettségeiket fix kamatozásúvá alakíthatnák swapügyletek segítségével. Ezeknél a vállalatoknál általában a kamatswapügyletek a devizaswapokhoz kapcsolódnak. Elsősorban pozícióik fedezéséhez alkalmazzák ezeket a műveleteket. A vállalatokat egyértelműen devizahitel-felvétel jellemzi, azaz főként devizában adósnak el. A devizakamat-csökkenési periódusban az volt jellemző, hogy megtartották lebegő kamatozású kötelezettségeiket. Ez a magatartás a forintoldalon is jellemző volt, s a hozam-konvergenciára alapozódott. Tehát kamatcsökkenési periódusban a piac ezen oldala gyenge, s ez sokáig meglátszott az alacsony swappiaci érdeklődésben is. A 2003-as hozamemelkedések azonban alapvetően megváltoztatták a korábbi stratégiák alapfeltevéseit. A bizonytalan hozamkilátások várhatóan erősítik a kamatswap aktivitásukat is.

A hazai **intézményi befektetők** (befektetési alapok, nyugdíjpénztárak, biztosítók) részben a tőkepiaci törvény megkötései, részben az alkalmazott konzervatív befektetési politika következtében még nem jelentek meg ezen a piaci szegmensen. Ezért a portfólió kívánatos szerkezetét csak a papírok tényleges adás-vétele (vásárlások) útján állítják be. A befektetési alapok közül az OTP alapok mérete tekinthető olyan nagynak, ahol ez a beállítás komoly nehézségbe ütközhet. Ám valószínűsíthető, hogy más alapok portfólió-szerkezeti változásait is korlátozza ezen eszközök alkalmazásának hiánya. Az alapok vélhetően idáig nem is kényszerültek ilyen szofisztikált eszközök alkalmazására, részben a kamatcsökkenési

trendek, részben a kedvező adókönyvet miatt. Ezek változása azonban a közeljövőben fejlődésre készítheti ezt a szegmenst is.

3. A swapügyletek szerepe a hazai adósságkezelésben

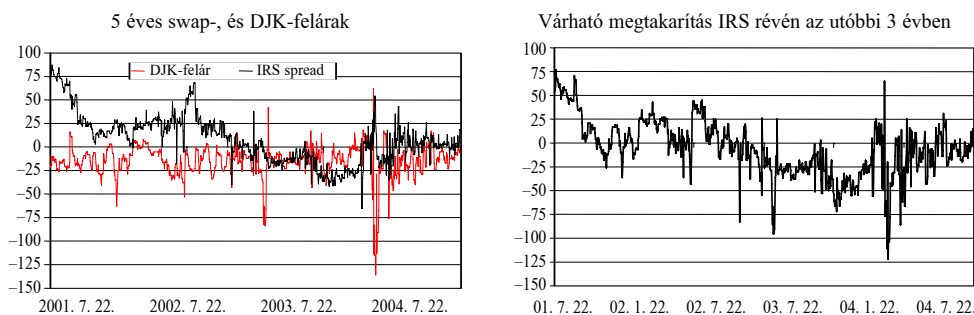
A hazai swappiac terjedelme, likviditása sokat bővült az elmúlt években, így egy viszonylag likvid kamatswappiac kialakulásának lehettünk tanúi. Mindez lehetőséget teremt az adósságkezelő számára is, hogy az IRS piacot is használja a benchmark portfólió kialakításában. Az nyilvánvaló, hogy az adósságportfólió mérete meglehetősen nagy a swappiac terjedelméhez képest, s ezért a piaczavaró hatást, vagy a szignálzási problémát várhatóan nem lehet teljesen kiküszöbölni. Ezeket csak erősíti a „kialakuló-piac szindróma”, hiszen a piaci szereplők, valamint a termékek, az ahhoz kapcsolódó technikai háttér és a szükséges piaci ismeretek is újnak számítanak. Ennek ellenére a nemzetközi

adósságkezelési tapasztalatok, valamint a hazai pénzügyi fejlődés azt támasztja alá, hogy az adósságkezelő IRS műveletei hatékony eszköznek bizonyulhatnak a jövőben. Nem szabad figyelmen kívül hagyni azt a tényezőt sem, hogy maga az adósságkezelő színre lépése a piacon önmagában is komoly piacfejlesztő faktor, azaz jelentősen növeli a likviditást, s javítja a piac működését.

Az adósságkezelők, mint írtuk két fő céllal végeznek IRS műveletet: a költségmegtakarítás, s az adósságportfólió kívánatos szerkezetének beállítása érdekében. Magyar viszonyok között az első tényezőnek csak kicsi szerepe lehet, mivel a hosszú távú befektetések terén az államnak láthatóan nincs meg az a komparatív előnye, ami a fejlett országok nagy részét jellemzi. Ezért a swapspread és a DKJ-spread közötti rés kicsi, vagy negatív. Ez persze részben következik abból is, hogy a swapspread eleve kicsi, vagy negatív (ezzel foglalkoztunk már korábban). Ám mindeközben a bankközi kamat általában

14. ábra

A swapfelárak és a swap költséghatása a magyar piacon



Forrás: Bloomberg.

értelemszerűen a DKJ hozama fölött helyezkedik el. (vagyis a „DKJ-spread” negatív). Ezért a swappread és a bankközi spread különbsége is – a korábbi fejtegetéseink alapján nyilvánvalóan – kicsiny, vagy éppen negatív lesz. Ezt a tényadatokat is alátámasztják, melyet a 14. ábrával szemléltetünk.

A másik fő célkitűzés az államadósságkezelési IRS számára a portfólió kívánt paramétereinek beállítása lehet. Az adósságportfólió fix/változó összetételének, a durációnak kívánt szintje az adósságkezelés számára elvileg¹² több módon is elér-

hető. Ez idáig a forintportfólió esetében az ÁKK az állampapír kibocsátást és visszavásárlást alkalmazta. Ez most bővíthet származékos művelettel; az **IRS segítségével – a kibocsátási aktivitástól és kibocsátási lehetőségektől viszonylag függetlenül - tehát szabadabban alakítható a portfólió szerkezete.** Mindezek következtében a hosszú távon a költségek és a kockázat szempontjából optimális portfólió – a rövid távú piaci feltételektől és gazdaságpolitikai körülmények által befolyásolt- kibocsátási szerkezettől viszonylag függetlenül alakítható.

IRODALOM

- ELI M. REMOLONA–PHILIP D. WOOLDRIDGE [2003]: The euro interest rate swap market. *BIS Quarterly Review, March* pp. 47–55.
- FABIO CORTES [2003]: Understanding and modelling swap spreads. Bank of England Quarterly Bulletin, Winter pp. 407–416.
- GUSTAVO PIGA [2003]: Derivatives and Public Debt Management. www.isma.org/surveys/previous.html. Published in November.
- BALOGH CSABA–GÁBRIEL PÉTER [2003]: Bankközi pénzpiacok fejlődésének trendjei. MNB Műhelytanulmányok, november www.mnb.hu/dokumentumok/dokumentumok/MT_28_v1.pdf
- ANTÓNIO AFONSO [2003]: Fiscal policy events and interest rate swap spreads. Evidence from the EU. ECB Working papers, February www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp303.pdf
- JOSEPH G. HAUBRICH [2003]: Swaps and the swaps yield curve. Federal Reserve Bank of Cleveland, December.
- ANNUAL REPORT 2003–2004. Agence France Trésor, 2004
- Danish Government Borrowing and Debt 1998. Danmarks Nationalbank, 1999
- Danish Government Borrowing and Debt 2003. Danmarks Nationalbank, 2004
- Finnish Treasury Monthly Bulletin, 2000 január
- Government Debt Management in Sweden. IMF & Worldbank, 2002 February
- Government Debt Management – Annual Report 2000 Portugal. Instituto de Gestao do Crédito Público, 2001

12 Az ÁKK lényegében az utóbbi időben csak fix kamatozású papírokat tudott kibocsátani.