

ASZTALOS GÁBOR–GOLOBOKOV SZERGEJ–KURALI ZOLTÁN–WOLF ZOLTÁN

A PIAC, AMELY MAJDNEM MŰKÖDIK

A cikk célja annak felvázolása, milyen feltételekkel működhetne hatékonyan a tőzsdén kívüli (otc) derivatív piac Magyarországon, és az miként járulhatna hozzá a magyarországi pénzügyi piacok szereplőit érintő piaci és hitelezési kockázatok mérsékléséhez, piaci várakozásaik hatékonyabb kifejezéséhez, valamint a banki treasuryk és corporate finance osztályok profitabilitásának növeléséhez az EMU-csatlakozást megelőző és az azt követő időszakban.

A tanulmányban otc derivatív terméktípusok alatt az egy alaptermékre szóló forward, swap-, illetve opciós ügyleteket értjük, továbbá ezek kombinációit és az úgynevezett hibrid termékeket. Az elemzés középpontjában a forintban jegyzett derivatívok állnak.

A problémakört az otc derivatív piac hazai szereplői szerint tárgyaljuk, akiket a következő négy csoportba sorolunk: Magyarországon bejegyzett vállalatok; Magyarországon bejegyzett intézményi befektetők; Magyarországon bejegyzett bankok; lakosság.

Nem teszünk különbséget a hazai és külföldi szakmai illetve intézményi tulajdonban lévő szereplők között. Az egyes szereplők tevékenységének elemzése az általuk használt, illetve optimális esetben használandó termékeken keresztül történik. A piac külföldi szereplői természetesen megkerülhetetlenek, mivel meghatározó szerepet töltenek be a piac kialakulásában és fejlődésében. Mivel azonban jelen tanulmány alapvetően kritikai jellegű és a forint derivatív piac hazai szereplők általi fejlesztését szorgalmazza a külföldiek szerepének ábrázolása pusztán leíró jellegű.

A tanulmánnyal – melyet a Magyar Bankszövetség megbízásából 2003 elején készítettünk el a Nemzetközi Bankárképző Központ égisze alatt Kelemen Iлона és Király Júlia vezetésével; és augusztusban aktualizáltunk – megkíséreljük felvázolni azt is, hogy milyen problémákkal szembesülnek a derivatív piac szereplői, és e problémákat milyen módon lehetne mérsékelni, esetleg megoldani.

Az elemzés az egyes szereplőket érintő számviteli, szabályozási és piaci gyakorlati problémák vizsgálatára is kiterjedt.

A szerzők szeretnének köszönetet mondani *Basch Péternek, Berlinger Edinának, Kovács Ildikónak, Papp Tibornak, Pájer Tamásnak, Száz Jánosnak és Schreiber Mónikának* hasznos észrevételeikért, az anyagban bennmaradó hibákért és hiányosságokért a felelősség a szerzőket terheli. Az anyagban megfogalmazottak a szerzők személyes véleményét tükrözik.

**A SÁVSZÉLESÍTÉS,
A DEVIZALIBERALIZÁCIÓ
ÉS A TŐKEPIACI REFORM HATÁSAI**

Üzenet: a professzionális forint derivatív piac a devizaliberalizációt követően részben kialakult, de valós likviditás csupán az egyszerű termékekben tapasztalható. A jelen piaci környezet megfelelő kiindulási alapot szolgáltat a derivatívok széles körű elterjedéséhez, hatékony kockázatkezelési, kereskedési és befektetési eszközként.

2001. május 4.: a Magyar Nemzeti Bank elnöke és a Pénzügyminiszter bejelenteti, hogy a jegybank +/-15 százalékra szélesíti az addig +/-2, 25 százalék széles devizaintervenció sávot és 2001. június 16-ától felszabadítja a devizaműveleteket érintő korlátozásokat. A külföldiek – belső viszonylatában fennálló, az úgynevezett pénzpiaci eszközökkel¹ való tranzakciókra szóló korlátozásokat (engedélykötelesség), illetve a devizakülföldiek magyarországi, valamint devizabelkülföldiek külföldi számlanyitását és számlaműveleteit korlátozó szabályokat a június 16-tól hatályos 88/2001. (VI. 15.) számú kormányrendelet helyezte hatályon kívül, mintegy „kiürítve” a devizatörvényt.

A devizaliberalizációval szinte párhuzamosan érte el a magyar tőkepiacot a „tőkepiaci reform” (a reform égisze alá tartozó törvénymódosítások formájában) meghatározva az egyes hazai szereplők mozgásterét. A reform célja a tőkepiac

EU és piacokonform szabályozása és fejlesztése volt.

⇒ A cross currency és kamatláb swap piac kialakulása

A bankközi piac soha nem látott sebességgel reagált a devizaliberalizációs intézkedésekre. A sávszélesítés bejelentésének másnapján megjelent az első Reuters hír a Commerzbank AG és a Toronto Dominion Securities által szervezett, és az IBRD által az európai piacon kibocsátott egyéves euroforint kötvényről. Ezt számos másik – külföldi befektetési bankok által szervezett és többnyire úgynevezett szupranacionális pénzügyi intézmények által kibocsátott – fix kamatozású értékpapír követte. Ezek a kötvények kulcsszerepet játszottak a forint derivatív piac kialakulásában.

A szupranacionális pénzügyi intézményi kibocsátók² célja a saját finanszírozási költségeiknél kedvezőbb feltételekkel bíró forrás bevonása volt. A többnyire AAA hitelminősítésű beruházási és fejlesztési bankok forintkötvényeit a megfelelő magyar állampapír hozama alatt vásárolták meg a befektetők, mivel a kibocsátó kockázati besorolása kedvezőbb, mint a magyar államé, ezért az elvárt hozam is alacsonyabb lehetett.

A befektetők³ célja egy számukra ismert és alacsony hitelkockázatú kibocsátó által piacra dobott, mégis relatíve magas hozamot ígérő befektetés volt, amely az

¹ A devizatörvény gyűjtődefiníciója, amely magában foglalta a derivatívokat is.

² A jelentősebb forintkibocsátók között az EBRD, IBRD, EIB, valamint az osztrák állam is szerepel.

³ Az euróforint-kibocsátások befektetői között túlnyomórészt európai nyugdíjalapokat és magánszemélyeket találhatunk.

euró–forint árfolyamkockázat felvállalásával volt elérhető. Az árfolyamkockázat tényét a (remélt) konvergencia miatt általában elenyészőnek tekintették a befektetők, sőt az esetek többségében még akár többlethozamot is vártak a forint esetleges további erősödésétől.

A kibocsátó számára egyetlen kulcsfontosságú lépésre (illetve egy kulcsfontosságú piacra) volt szükség ahhoz, hogy elsődleges célját (kedvező eurófinanszírozás) elérje: mivel forinteszközök híján nem volt szüksége forintforrásokra, euró–forint cross currency interest rate swap⁴-okon keresztül cserélhette el az újonnan nyert fix forintfinanszírozást – szintetikusán, euró vagy dollár forrásra.

A cross currency swapokat az esetek többségében a kibocsátást szervező (nemzetközi befektetési, illetve univerzális) bankok hajtották végre a kibocsátóval, elcserélve annak forint fizetési kötelezettségeit euróra. Mivel a kibocsátó a magyar állampapírhozamoknál kedvezőbben juthatott forintfinanszírozáshoz – a cross currency swapok pedig definíciószerűen a bankközi kamatlábakhoz (Bubor, Euribor)⁵ árazódnak –, így lehetőség volt a kibocsátó számára az Euribor alatti eurófinanszírozás elérésére. Ez tehát egy kvázi hitelkockázati arbitrázs ügylet.

A kibocsátást szervező bankok ezáltal forint-fizető pozícióba kerültek (fix kamat- és a kötvény/swap lejáratokor forint

tőkefizetést kellett teljesíteniük a kibocsátó ezen kötelezettségét átvállalva); a kibocsátó deviza- és kamatpozíciója kiegyenlítődőtt. A szervező banknak ezután, ha meg akarta szüntetni a swapon keresztül a kibocsátótól átvállalt kockázatait, az ébredező forint derivatív piacon kellett megfelelő kockázati transzfer után néznie (1. ábra).

A kockázati transzfer végrehajtása egy „majdnem létező piacon” meglehetősen nehézségeket okozott a kezdeti időkben. A bankok kockázati pozíciója kettős volt. A cross currency swapon keresztül egyrészt rövid forintpozícióval rendelkeztek (forintfinanszírozás), azaz a forint erősödése jelentette számukra a kockázatot.⁶ Másrészt fix kamatlábat fizettek, azaz a kamatlábak csökkenése hordozott számukra rizikót.

A sávszélesítést követően erősödni kezdő forint, illetve a megnövekedett forinteszköz-kereslet következtében csökkenő állampapírhozamok kedvezőtlen konstellációt jelentettek a swapokon keresztül jövőbeli forint-fizetési kötelezettséget vállaló bankok számára, tehát a pozíciók fedezése maradt, mint logikus megoldás.

A kamatpozíció fedezése viszonylag kézenfekvő volt: a szervező bankok fix kamatozású állampapírt vásároltak – így meghatározva a kamatlábswapok bid oldali jegyzését.⁷ Az euroforint-kibocsátá-

4 Az euró-forint cross currency swapot ez esetben egy változó/változó cross currency bázis swap és egy változó-fix forint kamatlábswap eredőjeként értelmezzük.

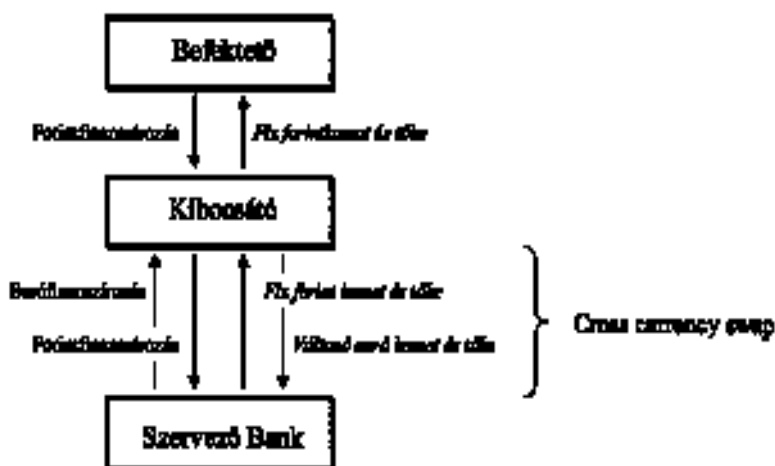
5 A bankközi referencia-kamatlábak általában a megfelelő állampapírhozam felett fixálnak, mivel egy adott devizában az állampapír a legalacsonyabb hitel-kockázatot megtestesítő instrumentum.

6 A kockázat szemivariancia definícióját (és nem a varianciát, ill. etve a volatilitást) használva a kockázat irányának meghatározásához a fenti esetben.

7 Amelynek keretében a bank fix forintkamatot fizet és Bubort kap. Ne feledjük, a szervező cross currency kamatlábswapot jegyzett a kibocsátónak, hogy annak fix forintforrását változó euróra cserélje.

1. ábra

**Az euró-forint kibocsátás és a hozzá kapcsolódó
cross currency swap működése**



sok következtében a szervezők által a kibocsátó irányába jegyezhető legkedvezőbb ár (ez esetben a legmagasabb fix kamatlábswap ráta Buborral szemben, amit a bank fizethetett) a megfelelő futamidejű állampapír offer oldali hozama volt, mivel ezen az áron tudta a bank lefedezni a forint kamatpozícióját.⁸ A devizakockázat fedezéséhez és a kibocsátóval kötött cross currency swaphoz szükséges eurólikviditás megszerzéséhez a legkészenfekvőbb megoldást változó kamatozású euróhitel felvétele jelenthette volna a kibocsátást szervező bank számára. Ehhez a megoldáshoz azonban csupán a piac kialakulásának első hónapjaiban nyúltak, mivel 1. egy derivatív pozíció mérlegen való fedezése a mérlegfőösszeg növelése

miatt nem a leg gazdaságosabb, 2. a derivatív pozíció és a forint államkötvény (valamint a forint hitelfelvétel) a külföldi bank szempontjából úgynevezett marked-to-market termékek, azaz az árfolyam és a kamatok változása azonnal érinti az eredményt, míg az euró hitelfelvét úgynevezett accrual termék, amely könyvértéken van nyilvántartva, felhalmozott kamata az eredményt csökkenti finanszírozási költségként. Ez a számviteli aszimmetria jelentős problémákat okozhat a közgazdaságilag egyébként 100 százalékban fedezett portfólió teljesítményének értékelésében, így a bankok a mérlegen kívüli, marked-to-market termékek finanszírozása és fedezése esetén hasonló termékek használatára törekednek.

Az említett problémák miatt a nyitott pozíciók kezelésére két alapvető fedezési stratégiát alkalmaztak a szervező bankok: 1. állampapír-vásárlás forinthiteltől (meg-

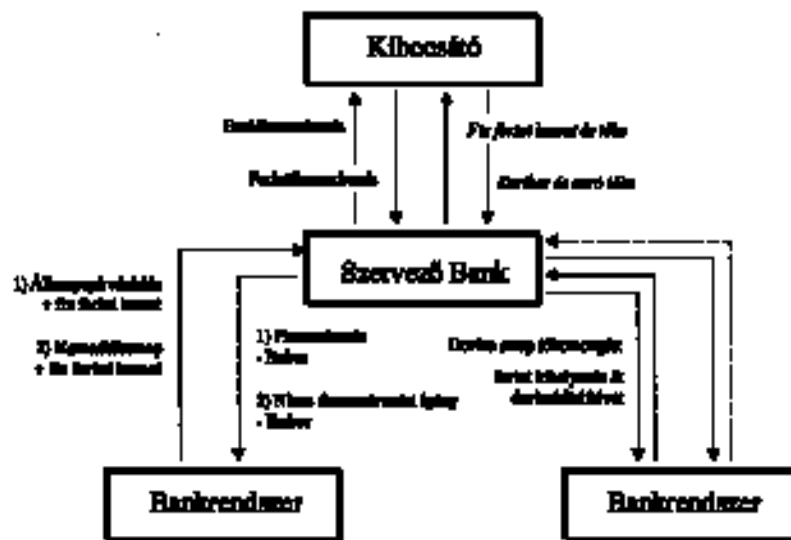
⁸ A kamatlábswap „offer” oldalát az árjegyzést végző bankok kockázatviselési hajlandósága határozta meg, kezdetben +50 bázispontban, amely hamarosan +25 bázispontra csökkent, jelenleg 10 bázispont.

oldás a második problémára, azonban nem megoldás az első problémára), 2. kamatlábswap (megoldás mindkét problémára), valamint a devizakockázat és devizafi-

nanszírozás megoldására mindkét esetben FX-swapok, illetve cross currency bázis swapok alkalmazása⁹ (2. ábra).

2. ábra

A cross currency swap szintetikus fedezése állampapír-vásárlással, illetve kamatlábswappal



Amint az érezhető, a devizakockázat fedezése volt a nehezebb és a kevésbé magától értetődő. Az első öt euróforint-kötvény közül egy hároméves futamidejű, egy másik pedig ötéves futamidejű volt. A szervező bank számára a hosszú távú devizakockázat (a kibocsátótól kapott jövőbeli euró cash-flow-k a swapon keresztül) fedezésére a három-, illetve ötéves báziswapok jelenthették volna a megoldást, amelyeken keresztül lehetséges az Euribor alapú euró cash-flow-kat változó, Bubor alapú cash-flow-kra cserélni a tőke futamidő elején és végén történő cseréjével egyetemben. A báziswap kialakulása azonban várható

magára, mivel a piac nem volt túlzottan „lelkes” a kibocsátást szervező bankok számára még Bubort sem fizetni három, illetve öt év futamidőre Euribor ellenében. A báziswapok árjegyzése eleinte 15–25 bázispontos spreaddel történt,¹⁰ ez prakti-

⁹ Létezik még egy lehetőség, amely a devizakockázat és devizafinanszírozás előteremtésére overnight euróhitelt használ és a cross currency swap euróban fennálló reziduális kamatláb-kockázatát úgynevezett overnight-index-swappal kezeli (EONIA).

¹⁰ Hozzávetőlegesen 6H Bubor -10/+10 körüli bid/offer spreaddel 6H Euribor ellenében 3, illetve 5 évben. Az 6H Euribor vs. 6H Bubor -10 bid példánkban azt a forint kamatot jelenti, amit az árjegyző bank forintban fizetni szándékozik a piacnak, illetve az ügyfélnek 6H Euribor ellenében. A kibocsátást szervező

kusan azt jelentette, hogy a kezdetekben alig született üzlet a báziswapokban.

Az említett nehézségek miatt az árjegyző bankok a számukra – a liberalizációt követően – megnyíló bankközi forward, illetve FX-swap piacot használták devizakockázatuk fedezésére. A legkézenfekvőbb megoldást a 3-6 hónapos FX-swapok jelentették, amelynek keretében a bank a kibocsátótól kapott forintot euróra cserélte. Az FX-swap lejáratokor Bubort kapott és Euribort fizetett,¹¹ valamint visszafizette a kapott eurót és visszakapta az ügylet indulásakor kihelyezett forinttőkét. A FX-swap ügylet tehát eliminálta a spot árfolyammozgásból eredő kockázatot, azonban három, de maximum hat hónap múlva lejárt, így a pozíciókat várhatóan meg kellett újítani, tovább kellett görgetni. A bankok általában szívesen vállalták a továbbgörgetés kockázatát, amelyből fakadóan kockázati kitettségment a swappontok implicit forintkamatának a Buborhoz viszonyított változására redukáltak. (Az euróforint-kibocsátások fedezéséhez a természetes „másik oldalt” a devizahiteleiket fedezni szándékozó vállalatok jelenthették volna, akik piacra lépésére 2001 őszéig még várni kellett.)

A kép teljessé tételéhez már csupán egy tényező hiányzott, a pozíciók finanszírozása. Mivel a FX-swapon keresztül a

szervező bank elvileg továbbadta a piacnak a forint-likviditást, az állampapír vásárlást meg kellett finanszíroznia. Erre a devizaliberalizáció után nyílt lehetősége a külföldi bankoknak, bankközi hitelfelvétellel, illetve állampapír-repókkal. Az esetek túlnyomó többségében a bankközi hitelfelvétel szolgálta a megoldást a finanszírozási problémára.

A cross currency swap forintkamatláb-kockázatának állampapír vásárlással történő szintetikus fedezése során mindenképpen egy mérlegtételhez jutunk, amely a tőkekockázati súlyozás és a mérlegfőösszeg növekedése miatt megrágitja az üzletkötést. Ezt szinte azonnal felmérték a szervező és a liberalizációt követően a piacra lépő bankok, így a kétoldali árjegyzés megindulását követően egyre inkább a kamatlábswapok¹² szolgálták a forint kamatláb-kockázat kezelésére, egyúttal megoldva a finanszírozási problémát. A tovább-görgetés kockázatát az ezzel párhuzamosan (bár óvatosan) meginduló bázis-swap jegyzés volt hivatott megoldani, azonban a nagyobb méretű tranzakciók devizakockázatának fedezésére továbbra is inkább a rövid (maximum 12 hónapos) FX-swapok és forwardok szolgáltak.

Összefoglalva, az euróforint kötvénykibocsátások¹³ nyomán kialakult a magyar forintban jegyzett kamatláb-swapok, illetve az Euriborral szemben

bankok tehát a bázis swap bid-jükön üzletemeltek a kibocsátókkal. A 6H Euribor vs. 6H Bubor +10 offer azt a forint kamatot jelenti, amelyet az árjegyző bank kapni szeretne a piactól 6H Euribor fizetéséért cserébe. A kibocsátást szervező bankok ezt az irányt keresték, azonban ezt a piac az erősödő forint, és a zuhanó kamatok miatt nem szívesen vállalta és fizette meg.

11 Kamatkülönbözet formájában, nettó módon a magasabb határidős árfolyamon, illetve a swap pontokon keresztül.

12 A swapokról az állampapírokra való átváltás akkor történt, amikor az állampapírok hozama (a finanszírozási és tőkeköltséggel módosítva) a bank számára elérhető swap piaci „bid” fölé emelkedett

13 A tanulmány készítésekor a kibocsátott euró-forint kötvények mennyisége 260 Mrd forint, a piacon kintlévő, le nem járt mennyiség 220 Mrd forint volt. (Forrás: Reuters, Bloomberg, Citibank.)

jegyzett cross currency bázis swapok piaca, valamint jelentősen megnőtt a likviditás az állampapír- és a bankközi forward piacon, a spreadek szűkültek. A kamatlábswapok piacán négy-öt külföldi univerzális bank (ezek közül egy a magyarországi treasuryjén keresztül) vállalt árjegyzési tevékenységet, biztosítva a piac viszonylagos likviditását. Az árjegyzőkön kívül számos külföldi és magyarországi bank is megjelent a swappiacon, alapvetően saját számlás kereskedési céllal. A cross currency bázis swapok piacán nem beszélhetünk folyamatos árjegyzésről.

A piac fejlődésével 2001 végére megjelentek az első vállalatok is a cross currency és kamatlábswapok piacán, hogy a devizahitelek árfolyam és kamatlábkockázatát fedezzék.

A bankközi kamatswap bid/offer spread a tanulmány készítésének időpontjában 10 bázispont, a standard kötési mennyiség 3–5 milliárd forint, amely a futamidő növekedésével csökken, a maximum elérhető futamidő 10 év. A kamatlábswapok bid oldali jegyzése természetesen a keresletkínálat hatására elmozdul a megfelelő állampapír hozamától és rendszerint csupán egy nagyobb euró-forint kibocsátáskor tér oda vissza. A bankközi bázis swap bid/offer spread a tanulmány készítésének időpontjában 8 bázispont, a standard kötési mennyiség 10 millió euró, azonban a piac likviditása alacsony. Az euróforint-kibocsátások, illetve vállalatok fedezési aktivitásának megnövekedése idején alakul ki igazi kétoldali érdeklődés, szűk árakkal.

Az állampapírpiacra szintén 10 bázispont körüli a piac felé jegyzett bid/offer

spread, a standard kötési mennyiség 500 millió forinttól 1 milliárd forintig terjed.

⇒ A bankközi forward piac

A sávszélesítés óta lezajlott derivatív piaci folyamatok szemléltetéséhez megvizsgáltuk a két legfontosabb szegmensnek tekinthető forint–deviza FX forward és swap piac forgalmának alakulását.

A forward piacon a tanulmány készítésének időpontjában 10–20 filléres spreadekkel találkozhatunk a rövidebb futamidőknél (egy-három hónap), míg hat, illetve 12 hónapban 40 fillér a bid/offer spread, ez forint-kamatra átszámítva (az eurókamatot és a spot árfolyamot nem spreadelve) mintegy 15 bázispontnak felel meg, a standard kötési mennyiség 20 millió dollár.

A devizaswap-piacon jelentős változások mentek végbe a liberalizációt követően. A liberalizáció előtt a forgalom elenyésző volt, a szereplők ugyan rendszeresen kötöttek swapokat, de ezek értéke nagyságrenddel kisebb volt, mint a liberalizáció utáni időszakban. Ahogyan azt a swappiac kialakulásának bemutatásánál is jeleztük, az élénkülés egyértelműen a külföldiek piacra lépéséből adódott. A swap piaci aktivitás a külföldiek jelenlétének függvényében alakult a vizsgált időszakban. A 2003. januári események idején ennek megfelelően különösen nagy flowkat érzékeltünk, azóta a forgalom a liberalizációt követő szintnek megfelelő.

Az otc forward piac forgalmának alakulása a swap piacétól eltérő képet mutat. Ezen a szegmensen a forgalom jóval kisebb, viszont a szegmens összforgalmán belül érzékelhető belföldi nem banki (vállalati és intézményi) szereplők aktivitása.

A határidős devizaügyleteknél nem a devizaliberalizáció, hanem a sávszélesítés jelentett fordulópontot a piaci szereplők viselkedésében. Ennek ellenére a forward szegmensen is a külföldiek aktivitásának köszönhetően élénkült a forgalom. A forward piacról elmondható, hogy swappiacal szemben itt nagyobb hatást gyakoroltak az elmúlt évek feltörekvő piaci eseményei. Tapasztalataink szerint ezen a szegmensen érzékelhető aktivitásnövekedést okozott a 2002. nyári argentin válság. Továbbá ezen a piacon érzékelhető volt a 2002. júniusi belpolitikai bizonytalanság hatása is: az ebben az időszakban meggyengült árfolyamon néhány nagyobb exportőr fedezni kívánta hosszú devizapozícióját. Egyéb esetekben csupán eseti jelleggel volt tapasztalható némi növekedés a belföldi nem banki ügyfelek kötési hajlandóságában, azonban a vizsgált időszakban ezek jellemzően átmenetinek tekinthetők. Megjegyezzük, hogy a swappiaci forgalom százmilliárd forintos nagyságrendű, míg a forward forgalom mértéke egy nagyságrenddel kisebb.

⇒ A forint FRA piac kialakulása

Az FRA piac a kamatswap-piaccal párhuzamosan alakult ki, azonban jóval kevésbé kötődött az Euroforint-kibocsátásokhoz, sokkal inkább néhány bank azon szándékához, hogy új terméket vezessen be a sávszélesítést követően. Az FRA-k jegyzését néhány magyarországi székhellyel is rendelkező bank indította el, az első időkben pusztán spekulatív és arbitrázs céllal, hiszen a piac kialakulásának korai szakaszában előfordultak még félrearázások. Az arbitrázslehetőség kezdetben

a devizaforwardok és a jegyzett FRA-k implicit forintkamata, majd a swappiac kialakulásával az egyéves swapjegyzés és az FRA-k között állt fenn. A piac mélyülésével az arbitrázslehetőségek folyamatosan mérséklődtek, a likviditás növekedésével a spreadek 10 bázispontra szűkültek.

A spreadek szűkülésével az FRA piac alkalmassá vált hozamgörbe- és rövid távú kamatláb-stratégiák megvalósítására, valamint a befektetők kötvénypozícióinak fedezésére a rövid távú kamatláb-kockázat ellen. Az FRA-k a magyarországi bankok várakozásai ellenében nem váltak a vállalatok által széles körben és szisztematikusan használt kockázatkezelési eszközzé – tegyük hozzá, hasonlóan a külföldön tapasztalt tendenciákhoz.

A forward kamatláb-megállapodások használata a későbbiek folyamán kiterjedt a cross currency bázis swap pozíciók fedezésre. A forwardok általában sokkal likvidebbnek bizonyultak, mint a báziswapok, így az ügyfelekkel szemben jegyzett változó cross currency swapokat forwardokkal fedezték bankok és a forwardok kamatláb-kockázatát FRA-sorozatokkal fedezték vissza.

⇒ Az euró–forint opciós piac kialakulása

Az euró–forint opciós piac kialakulása alapvetően az úgynevezett hedge fundok spekulatív érdeklődéséhez kötődik, valamint ahhoz, hogy a hedge fundok irányában opciókat jegyző külföldi bankok az egyre likvidebbé váló forward piac segítségével hatékonyan tudták dinamikusan menedzselni pozícióiknak az alaptermék árváltozásából származó kockázatait.

Az opciók árazása a sávszélesítést követően meglehetősen nehézségeket okozott. Egyrészt a korábbi intervenciós sáv szűk volta miatt az úgynevezett csonkolt eloszlással közelítő opciós modellek piaci létjogosultsága megkérdőjelezhető volt, így valójában aktív piac sem jött létre. Másrészt a +/-2,25 százalékos árfolyamsávban mozgó, szinte megszakítás nélkül a sáv erős szélén tartózkodó forint historikus árfolyam-volatilitásában nehezen lehetett kapaszkodót találni a devizaopciók árazásához szükséges implicit volatilitásra vonatkozóan.

A bankok kockázatvállalással „pótolták” a piaci adatok hiányát, és hamarosan megjelentek a volatilitás-jegyzések, körülbelül 2 százalékpont szélesen és maximum 12 hónapos futamidőig. Az árjegyzést egytől-egyig londoni bankok végzik azóta is, a hazai bankok – tudomásunk szerint – egy nagybank kivételével nem tartanak opciós könyvet Magyarországon.

Az opciók tényleges vételi-eladási árát tovább szélesíti a forward piaci spread, amely növeli a delta-hedge költségét, így érthető módon nem „hemzsegték” a kockázataikat költséghatékonyan csökkenteni szándékozó vállalatok, mondván, az opció drága, amiben a kezdetben volt némi igazság.

A hedge fundok kereskedési stratégiái azonban viszonylag gyorsan elősegítették a spreadek szűkülését,¹⁴ mivel azok általában kétoldali érdeklődéssel jelentek meg

az opciós (volatilitás) piacon. Példaként említhetjük a 2001 nyarán, a forint jelentős erősödését követő, úgynevezett leveraged zero cost collar stratégiát, amelynek keretében a forint korrekciójára (gyengülésére) számítva a hedge fundok in-the-money-forward euró call/forint put opciókat vásároltak 2 hetes, 1 hónapos futamidőre, amelyeket 5-10-szer nagyobb kötési mennyiségre szóló deep-out-of-the-money-forward (és spot) euró put opciók eladásával finanszíroztak. Ezzel gyakorlatilag „visszaadták” a volatilitást a piacnak, elősegítve a kétoldali árjegyzés hatékonyabbá válását.¹⁵

A piac fejlődésével lehetővé vált a hagyományosnak számító európai és amerikai opciók mellett az ázsiai átlagárfolyamos, a korridor, illetve a barrier és a digitális opciók árazása, és az ezeket az opciótípusokat tartalmazó termékek strukturálása, természetesen az „egzotikusság” növekedésével egyenes arányban növekvő bid-offer spreaddel.

A bankközi kereskedés megindulásával a vállalatok is elkezdtek érdeklődni az opciók, illetve különböző opciós stratégiák iránt. A természetes fedezeti igénnyel fellépő vállalatok által kereskedett opciók volumene egyelőre elenyészik a professzionális befektetők, illetve az árjegyzők

14 Az at-the-money-forward volatilitás jegyzés bid/offer spreadje a tanulmány készítésének időpontjában 1,25 százalékpont 3 hónapos futamidőre, illetve 1 százalékpont 1 éves futamidőre. euróforint volatilitás jegyzést általában 5 évre vállalnak a bankok.

15 Azt természetesen meg kell itt említenünk, hogy a vázolt példában különböző kötési árfolyamra szóló, és különböző mértékben in-, illetve out-of-the-money opciók adásvétele történt. Mivel a hedge fundok stratégiáit egyfajta piaci várakozás határozta meg, ez a várakozás óhatatlanul beárazódott az opciós piacba. Ez az úgynevezett risk-reversal, amelynek megléte esetén az azonos mértékben out-of-the-money-forward call, illetve put opciókat nem ugyanazzal a volatilitással árazza a piac, egyikért vagy másikért volatilitás-prémiumot kérve.

által kereskedett mennyiségéhez képest, holott – külföldi tapasztalatok alapján – a piac hatékonyságának javulásához, a spreadek további szűküléséhez, a strukturált, illetve egzotikus opciók elterjedéséhez elengedhetetlenül szükséges a fedezeti ügyletkötők természetes érdeklődésének megjelenése a piacon.

Az opciós piac likviditása jelentősen mélyült 2003 folyamán. Az év eleji forint melletti spekulációban jelentős szerepet játszottak az árfolyamsáv erős szélének megfelelő vagy annál alacsonyabb kötési árfolyamú euró put opciókat vásároló fedezeti alapok, amelyek egyes források szerint több mint 500 millió euró értékben vásároltak egyéves putokat és adtak el 3, 6 és 9 hónapos call opciókat, hogy pozíciókat finanszírozzák.

Az árfolyamok volatilitása rákényszerítette az exportőr vállalatokat is, hogy kockázataikat a forwardokon túlmutató strukturált opciókkal fedezzék, az általuk kereskedett volumen azonban még mindig jelentősen elmarad a külföldi pénzügyi befektetők aktivitásától.

⇒ Az egyes piaci tényezők változása a liberalizációt követően

Ahhoz, hogy a „magyar” derivatív piac kialakulását és fejlődésének felemásságát megértsük, szükségesnek látjuk röviden áttekinteni az egyes szereplők viselkedését meghatározó piaci faktorok változását.

1. A devizaárfolyam

Tekintsük elsőként az euró–forint árfolyamot, amely a sávszélesítést követően há-

rom komolyabb korrekciótól eltekintve (2001 és 2002 nyarán, valamint 2003 januárjában) töretlenül erősödött.

A forint erősödésének elsősorban a külföldi kötvénybefektetők örülhettek, mivel nemcsak a kamatprémiumot, de az árfolyam erősödéséből származó extra-profitot is elkönnyvelhették. Hasonlóan boldogok voltak azok az importőrök, illetve devizahitel-felvevők, akik magyar forintban értékesítették termékeiket, és költségeik csökkenése, valamint hiteleik leértékelődése révén értek el jelentős eredményjavulást.

Az exportszektort értelemszerűen kedvezőtlenül érintette a forint erősödése, mivel szereplői az esetek többségében nem fedezték magukat a forinterősödés kockázata ellen. Ha fedeztek is korábban, a fedezeti ügyletek futamideje maximum 6–12 hónap lehetett, mivel egyrészt a liberalizáció előtt a bankközi határidős forintpiac meglehetősen rövid és illikvid volt, másrészt a vállalatok kockázatkezelési elvei sem engedtek hosszabb távú ügyleteket, nem utolsósorban a likviditás hiánya miatt. A határidős ügyletek kifizetésével az akkor érvényes (és a korábbinál jóval erősebb) spot árfolyam lett a kiindulási alap. Az exportőrökhöz hasonlóan boldogtalanná váltak a szabad pénzeszközöket devizába, illetve devizaalapú instrumentumokba fektető professzionális és kevésbé professzionális befektetők, mivel az alacsonyabb hozamszint mellett még az árfolyamvesztést is kénytelenek voltak elkönnyvelni.

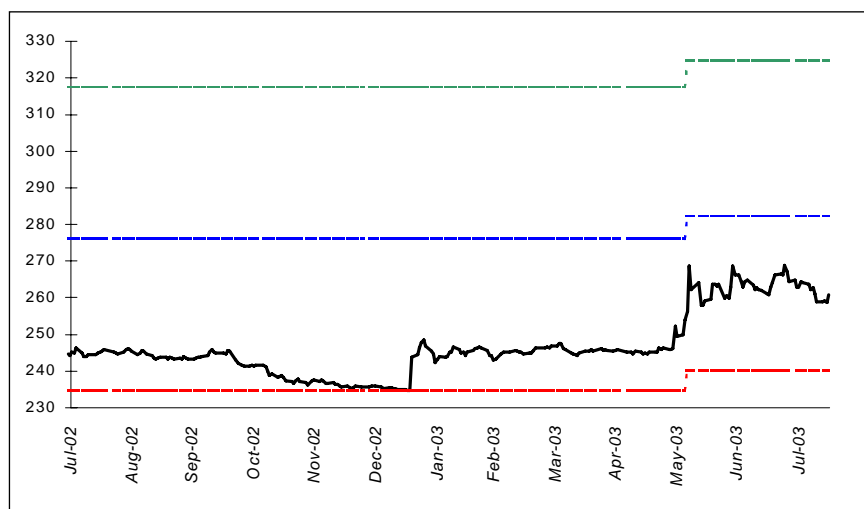
A sáv kiszélesítése következtében explicitté vált az árfolyamkockázat az addigi monetáris és gazdaságpolitikából

következő „makro-hedge”-hez szokott magyar vállalati-, befektetői- és bank-szektor számára. A +/-15 százalékos sáv azt is jelenheti a vállalatok számára,

hogy egy kedvezőtlen scenárió bekövetkezése esetén a vállalati profitmarginok nem feltétlenül volnának képesek az árfolyamveszteség kompenzálására.

3. ábra

A forint a sávban a sávközéphez képest (%)



Forrás: Reuters, Citibank

A forint sokáig trendszerűen erősödött a sávszélesítés óta a konvergenciára spekuláló, illetve a kamatszint globális csökkenése miatt extrahozamra „éhes” külföldi befektetők forint-eszköz vásárlása következtében. A januári eseményeket követően az árfolyam-változás amplitúdója megnőtt, párhuzamosan a forint gyengülésével (3. ábra).

Érthető módon (bár erről megoszlanak a vélemények) a hosszú **távú devizaforrásokkal rendelkező vállalatok jelentek meg első érdeklődőként**, majd szereplőként a forint-derivatívok piacán, hogy a devizahiteleiken elért árfolyamnyereséget

„realizálják”, illetve az árfolyamkockázataikat egy erős forintárfolyam mellett fedezzék. A vállalatokat két további tényező is motiválta. Egyfelől a deviza- és a forint kamatswapok közti éves kamatkülönbség a futamidő növekedésével csökkent,¹⁶ ezzel optikailag is attraktívabbá téve a hosszú, változó kamatozású devizahitelek fix kamatozású forintra cserélését. Másfelől az aktív derivatív sales-csapattal rendelkező (elsősorban külföldi) bankok elsőként a nagy, jelentős devizahitel- álló-

¹⁶ A forint hozamgörbe invertált, míg az euró és USA dollár kamatswap görbék pozitív meredekségűek.

mánnyal rendelkező magyar vállalatokat keresték meg ajánlataikkal, nem utolsósorban azért, hogy az általuk szervezett euróforint-kötvényekhez kapcsolódó cross currency swapokhoz természetes, ellenoldali érdeklődést teremtsenek.

A forint gyengülése jótékonyan hatott a hitelfelvevők fedezeti pozícióira és javította a cross currency swapok megítélését, valamint pozitív példával szolgált.

A **klasszikus importőrök jóval óvatosabban** álltak a fedezés kérdésköréhez, azzal érvelve, hogy a rövid távú kamatkülönbség rendkívül megdrágítja a fedezést, kevés valószínűséget adva a forward árfolyam teljesülésének, így az importőrök jelentős része fedezetlenül hagyta pozícióját, a forint további erősödésére, illetve stabilitására spekulálva.

A januári események és a nyári drasztikus forintgyengülés hatására a **kockázataikat fedezetlenül hagyó importőrök realizálták**, hogy az addig stabilan erősödő forintárfolyam igenis sebezhető, és 10 százalékos gyengülés ellen a maximum 5 százalékos kamatkülönbséggel árazott **határidős devizaügyletek ex-post jó döntésnek bizonyultak volna**.

Az exportszektor általános reakciója meglehetősen szokatlan volt – bár egyes vélemények szerint tipikus –, egyes vállalatok állami kompenzációt vártak el, kedvezményes árfolyam-biztosítási konstrukció, illetve direkt támogatás formájában ahelyett, hogy kihasználva a kamatkülönbséget, szisztematikusan fedezték volna az exportárbevételüket az aktuális spot árfolyamnál magasabb határidős devizaeladási áron. A kockázatkezeléssel foglalkozó, kitétségeküket aktívan menedzselő

exportőröknél is megfigyelhető volt némi bizonytalanság, illetve az árfolyamtrend megfordulásába vetett hit, azaz a spekuláció. A FX-forward piac jelentős részét még így is az exportőrökkel kötött forward-ügyletek teszik ki, bár a kötött üzletek volumene nem nőtt drámai mértékben a liberalizációt követő felfutás óta.

A kockázataikat fedező exportőrök bizonyultak a januári események legnagyobb veszteséinek, mivel ők az év eleji forintárfolyamokon már lefedezték a nyitott pozícióik egy részét, majd a kamatsökkentés után 250 körüli árfolyamon a maradékot. 2003 nyarára ezek a pozíciók komoly MTM veszteségeket mutattak, növelve a banklimitek kihasználtságát és az exportőrök árfolyamveszteségeit a fedezeti tranzakciókon.

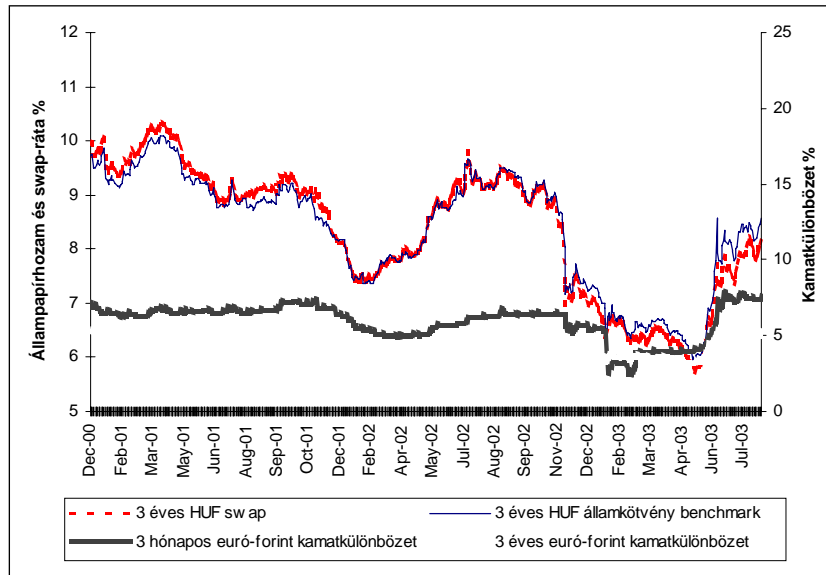
2. A kamatok és a kamatkülönbség

A „fedezni/nem fedezni”-dilemma szorosan kötődik a fedezés elsődlegesen felmerülő „költségéhez”, azaz a kamatkülönbsözethez. A kamatkülönbség mértéke befolyásolja a befektetők viselkedését is, az elvárt egyensúlyi szint¹⁷ alá süllyedve eladási nyomást eredményez az állampírpiacra, a különbség szélesedése pedig serkentheti a külföldiek befektetési kedvét.

¹⁷ Az „egyensúlyi szint”-et a befektetők általában az összehasonlítható piacokhoz képest határozták meg, relatív-érték alapon, a rövid- és középtávú piaci és makrogazdasági kockázatokat is figyelembe véve. Amint érezhető, a kamatkülönbség „egyensúlyi szint”-je „mozgó célpont”.

4. ábra

**A 3 éves állampapír benchmark és a 3 éves kamatlábswap,
valamint a 3 hónapos és a 3 éves kamatkülönbözet***



* a 3 éves forint kamatswap és a 3 éves euró kamatswap különbözeteiként

Forrás: Reuters, Citibank

A nominális kamatkülönbözet átlaga 2001 elejétől számítva 445 bázispont volt a 3 éves tenorban és 593 bázispont a 3 hónapos tenorban. A 3 éves kamatkülönbözet minimuma ezen időszak alatt 295 bázispont, maximuma 586 bázispont volt (4. ábra).

Az euró és a forint kamatkülönbözete mellett érdemes egy pillantást vetni az állampapírkamatok és a megfelelő swaprátá differenciájára, a swap-spread¹⁸-re. Általánosságban elmondható, hogy a swap-spread általában alacsony az Euroforint-

kibocsátások idején, mivel ilyenkor a szervező bankok fix kamatot szeretnének kapni, ezzel lefelé nyomva a swaprátákat. Szignifikánsabb vállalati érdeklődés esetén, ha az adott időben nincs euró-forint kibocsátás, a swapkamatok felfelé mozdulnak (a vállalatok többnyire fix forint-kamat-fizető) és eltávolodnak az állampapíroktól.

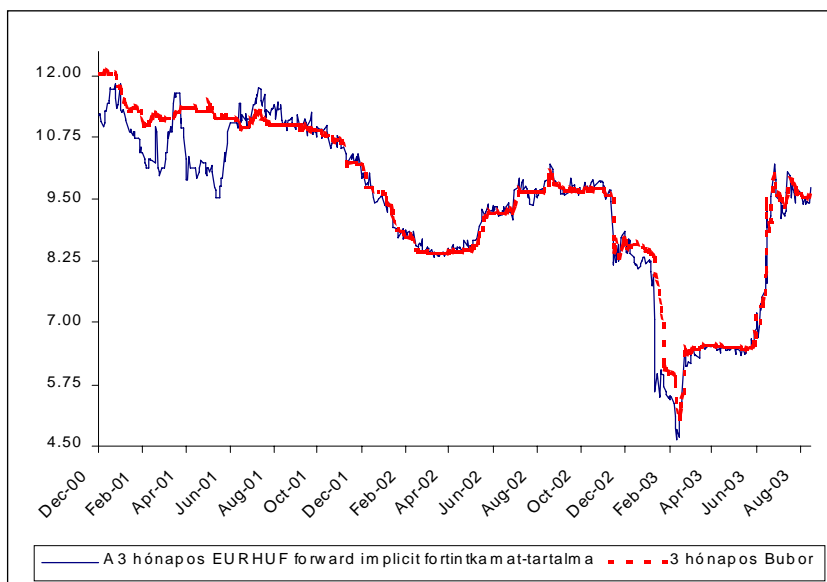
3. A deviza-forwardok implicit forintkamat-tartalma

¹⁸ A swap ráta és az azonos futamidejű állampapír benchmark-hozam különbsége.

A forward árfolyamok implicit kamattartalmának a Buborhoz képest számított

5. ábra

**Az 3 hónapos euróforint forward implicit forintkamat-tartalma
a Buborhoz képest**



Forrás: Reuters, Citibank

különbsége¹⁹ érdekes információval szolgálhat a piaci szereplők aktivitását illetően (5. ábra). Ez a differencia analóg a bázis swap spreaddel, egy kamatperiódusra vonatkozóan, és azt jeleníti meg, hogy a bankközi hozamokhoz képest milyen

19 Metodológia:

$$F_{t,T} - F_{t,T}^B = \frac{1 + \frac{r}{360} \times \frac{360}{360}}{1 + \frac{r}{360} \times \frac{360}{360}} - \frac{1 + \frac{r}{360} \times \frac{360}{360}}{1 + \frac{r}{360} \times \frac{360}{360}} = \left(\frac{1 + \frac{r}{360} \times \frac{360}{360}}{1 + \frac{r}{360} \times \frac{360}{360}} - 1 \right) \times \frac{360}{360}$$

A nevezőben az Euribor szerepel, annak érdekében, hogy a különbséget összehasonlítható legyen a bázis swap árjegyzéssel.

tényleges forintkamat-költség mellett tudja árfolyamkockázatát fedezni a külföldi befektető, illetve milyen effektív forint-hozamra számíthat az FX-swapokon keresztül forintba fektető hot money spekuláns. Ezt a fentiekén túl azért is fontos megvizsgálni, mert a cross-currency swapok devizakockázatának fedezése még ma is sokszor FX-swapokkal, illetve forwardokkal történik a bázis swap piaci illikviditása miatt.

Nyugodt piaci környezetben a forwardok implicit kamattartalma a bankközi kamatokhoz konvergál.

A Bubornál alacsonyabb implicit kamat a szereplők kamatsökkentési várakozásait, valamint az exportőrök, illetve a

forintba swapokon keresztül fektető befektetők aktivitását jelzi.

Abban az esetben, ha a forwardok implicit forint kamatlába a megfelelő Bubornál alacsonyabb, az a piac keresletét jelzi forint eszközök iránt, azaz az euróforint-kibocsátásokat szervező bankok fedezik a rövid forintpozícióikat (illetve görgetik a korábban megnyitott fedezeti ügyleteiket), illetve esetlegesen az exportőrök aktivitása növekszik. Ellenkező esetben – tehát amikor az implicit forintkamatok a Bubornál magasabbak – a forwardokon keresztüli forinthatel-kereslet növekszik, azaz az importőrök, a külföldi kötvénybefektetők fedezik rövid távú árfolyamkockázatukat, valamint a vállalatokkal cross currency swapban üzletelő bankok próbálják a devi-

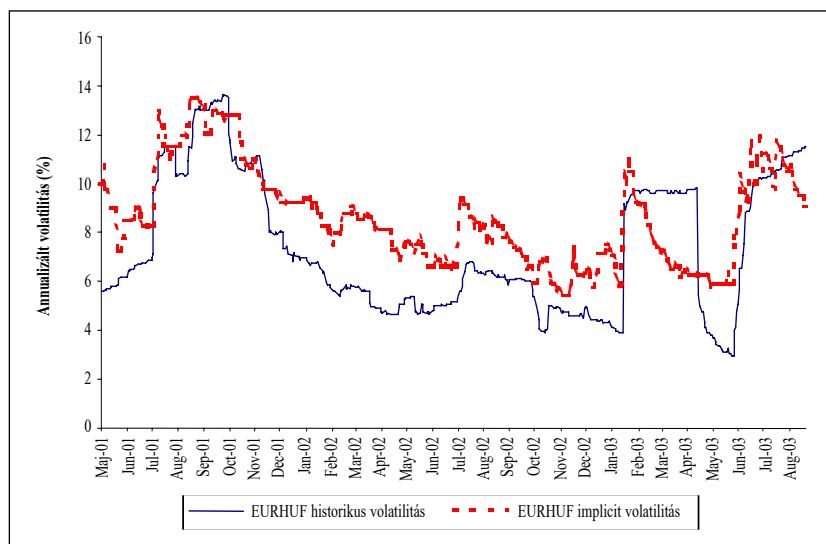
zakockázatukat a forward piacon keresztül fedezni (megfelelő bázis swap likviditás hiányában).

4. A historikus és az implicit forintvolatilitás

A historikus volatilitásnak az opciós piac indulásakor kellett volna fontos szerepet játszania, a szűk árfolyamsáv miatt azonban kevésbé volt alkalmas a jövő, azaz az opciók árazásához használt implicit volatilitás becslésére. Az opciós kereskedők éppen ezért inkább a többi közép-európai ország devizájához képest próbálták megbecsülni, hol lehet a forintvolatilitás, és hamarosan kialakult egy hedge fundok által dominált forint opciós piac (6. ábra).

6. ábra

Az annualizált 3 hónapos euróforint at-the-money forward (ATMF) implicit és a 3 hónapos historikus volatilitás alakulása



Forrás: Reuters, Citibank

A historikus volatilitás és az implicit volatilitás korrelációja 80 százalékos volt az annualizált 3 hónapos implicit at-the-money-forward és az annualizált 3 hónapos historikus volatilitás viszonylatában. A piac által árazott implicit volatilitás átlagban 1,24 százalékponttal magasabb, ez a különbség egy 3 hónapos ATMF opciónál 0,22 százalékpontos különbséget indukál az opció árban.

A több mint másfél éves, **a sávon belül szabadon lebegő árfolyam historikus volatilitása egyre több információval szolgál a kockázataikat a value-at-risk, illetve cash-flow-at-risk módszerekkel mérni szándékozó vállalatok számára**, annál is inkább, mivel a historikus volatilitás változása szignifikánsan befolyásolja a bankok által jegyzett implicit volatilitás alakulását. Ezáltal a devizakockázatok mérése, illetve a fedezés költségeinek előrejelzése hatékonyabban elvégezhető.

⇒ A liberalizációt követő jogi, szabályozási és intézményi változások hatása

A 90-es évek végén egyértelművé vált, hogy a tőkepiacot és intézményeit rugalmatlan szabályozási környezet veszi körül. A jogszabályi környezet elavulása, valamint a pénz- és tőkepiacok gyorsuló ütemű innovációja együttesen „kényszerítette ki” a tőkepiaci reform szükségességét. Kiemelt szempont volt az EU csatlakozással járó jogharmonizációs igényünk is, amelyet célszerűnek látszott integrálni a reformfolyamatba. Célként a hazai piac versenyképességének fenntartása és a piaci transzparencia erősítése fogalmazódott meg.

A reformfolyamatot a Pénzügyminisztériumon belül kialakított Tőkepiaci Sza-

bályozásfejlesztési Munkacsoport koordinálta, amely 1999 tavaszán alakult meg. A csoport a különböző területek szakembereit bevonta a munkába, és különböző albizottságokat állított fel a feladatokra. Az albizottsági munkák jogszabálytervezet formájában formálódtak, és a munkacsoport koordinálta a folyamatosan beérkező vélemények átvezetését. Sarokpontja volt a reformfolyamatnak a különféle piaci érdekvédő szervezetekkel (Bamosz, Bevás, Forex Társaság stb.) és szabályozó hatóságokkal (PSZÁF, MNB) történő együttműködés.

Az albizottságok a hat különböző témában rendszeres ülések megtartásával járultak hozzá aktívan a jogszabálytervezetek formálásához. A hat témakör tulajdonképpen a teljes tőkepiacot lefedte, és racionális diverzifikációt próbált megvalósítani a szervesen egybetartozó területeken, amelyek a következők voltak:

- Értékpapír anyagi jogi szabályozás, forgalomba hozatal, nyilvános részvénytársaságok felvásárlása;
- A befektetési szolgáltatók és befektetési szolgáltatási tevékenységek szabályozása;
- A tőzsdei tevékenységről szóló szabályok;
- Az elszámolóházi és a központi értéktári szabályozás;
- A befektetés kezelési tevékenység és a befektetési alapok szabályozása;
- Egyéb jogszabályi változások (Ptk., számviteli szabályok).

Az albizottságok munkájában számos olyan konkrét szabályozási kérdés merült fel, amely alapvetően befolyásolja a tőkepiac hazai szerkezetét és szabályozását.

Ilyen konkrét téma volt például a jelen tanulmánnyal szoros összefüggésbe hozható alapkezelői tevékenység újradefiniálása, vagy a számviteli rendszer felülvizsgálata.

Párhuzamosan, a munkacsoporton kívül is folyt munka, amelyek a hitelintézeti és biztosítási törvények módosítását célozta meg, illetve többéves előkészítő munkát követően megszületett a kereskedési könyvi szabályozás kormányrendeletbe foglalt szövege is. Ezen felül kisebb témakörök is górcső alá kerültek, mint a repó, az értékpapír-kölcsönzési és short-selling ügyletek, valamint a Beva helyzete. Külön megbeszélések tárgyát képezte a devizaliberalizáció kérdése is.

A reform célkitűzései közé tartozott a tőzsdei határidős piac fejlesztése. Ez tetten érhető volt az intézményi befektetők szabályozásában, amely egyes befektetőknek kizárólag a tőzsdei derivatívok használatát engedi, illetve a származtatott ügyletekre vonatkozó futamidőlimitek meghatározásával közvetve a tőzsdére szándékozik teleni az adott szereplők kockázatkezelési tevékenységét. Ez a szemlélet nem feltétlenül helyes, mivel a vállalatok (és optimális esetben a befektetők) kockázatkezelési céljai nagyfokú rugalmasságot igényelnek. Továbbá a fejlett piacok tapasztalatai alapján a tőzsdei derivatívokat leginkább a pozíciójukat szintetikusán fedező bankok használják, a végfelhasználói aktivitás a tőzsdei piac nagyfokú standardizáltsága miatt elenyésző.

A hitelintézetek (és befektetési vállalkozások) szabályozásába új elemként került be a kereskedési könyv vezetéséről szóló kormányrendelet. Arról megoszlanak a vélemények, hogy a szabályozás

ezen a téren mennyire precíz, de a jogszabályalkotók mindenesetre annyit elértek, hogy a derivatív termékek mögé olyan módon kell tőkétallokálni, hogy az allokáción belül elkülönítve jelenik meg a piaci és a hitelkockázati elem. Ez a fajta szemléletmód előremutatóbb, mert az ügylet lényegét ragadja meg és ehhez allokálja a tőkét. A megelőző derivatív tőkemegfelelési szabályok annyira szigorúak voltak, hogy egy swappiacon kis/közepes méretűnek számító cross currency swap tőkemegfelelési igénye akár a hitelintézet teljes szavatolótőkéjét is kitehette, ami nyilvánvalóan akadályozta a derivatív piacok fejlődését.

Megjegyezzük, hogy noha a kereskedési könyvi szabályozás megengedi a belső modellek használatát a legtöbb pénzügyi termékre, a hazai bankok szinte kivétel nélkül a standard reporting sémát követik, így a valós piaci kockázatnak megfelelő nyilvántartás nem feltétlenül tökéletes. A derivatívok kezelésének szemléletbeli változása ugyanakkor kétségtelenül üdvözlendő.

A számviteli törvényt és a hozzá kapcsolódó hitelintézeti és befektetési vállalkozási kormányrendeleteket a 2000. év végén módosították, de ennek ellenére **a derivatívok számviteli szabályozása sok helyen továbbra is problematikus.** Az általunk összegyűjtött kérdéskörök természetesen nem tartalmazzák az összes számvittel kapcsolatos problémát, mi csak néhány, számunkra fontosabb kérdéskörre kívánunk rávilágítani.

Tipikus eltérést fedezhetünk fel a nemzetközi szabályozásban (IAS39, FASB133) fair value értékelésként alkalmazott elvben, hiszen a hazai szabályozás továbbra is – az

óvatosság elvét szem előtt tartva – csak a pénzügyi ügylet lezárásakor engedi elszámolni a nyereséget. A veszteségre ugyanakkor céltartalékot kell képezni. Ez az aszimmetrikus kezelési elv nem található meg a nemzetközi szabályozásban.

Nehézkes a makro-hedge számviteli kezelése is. Ezeknek a fedezeti ügyleteknek az a funkciója, hogy az adott intézmény „globális” nyitott pozíciójából eredő kockázatát fedezze, nem pedig az egyedi ügyleteket és azok cash-flow-it. Azonban a számviteli szabályozás ennél rigorózusabb és csak a mikroszintű fedezést ismeri, így a valójában fedezeti ügyleteket a nem-fedezeti ügyletekre vonatkozó szabályok alapján kell könyvelni.

Bizonyos termékek (rejtett származtatott ügyletek, hitelderivatívók) egyáltalán nem ismertek a hazai szabályozásban. Ez egyfelől könyvviteli nehézségeket von maga után, másrészt eredménymanipulálásra ad lehetőséget. Ezeknek a kiszűrésére mindenképpen szükséges valamiféle számviteli iránymutatást kidolgozni.

A hiányosságok pótlására hosszú idő nem áll rendelkezésre, hiszen küszöbön álló EU csatlakozásunk a számviteli irányelvek harmonizálását is maga után vonja, így az elkövetkező 1-1,5 évben kell ezeket a kérdéseket rendezni.

AZ EMU CSATLAKOZÁSIG, AVAGY EGY TISZAVIRÁG-ÉLETŰ PIAC LEHETŐSÉGEI

Üzenet: a magyarországi derivatív piac fejlesztése elsősorban a hazai bankrendszer szereplőinek feladata, azonban azzal is tisztában kell lenni, hogy a

piac nélkülünk is fennmarad, csupán a piaci részesedés, a profitabilitás és a fenntartható munkahelyek száma fog csökkenni, drámai mértékben.

A vállalatok és intézményi befektetők számára a kínált szolgáltatás színvonala és a versenyképes árazás a legfontosabb. Ha a legjobb szolgáltatás külföldről érkezik, akkor a hazai bankok szerepe csökken. A hazai bankok feladata tehát az, hogy szolgáltatásuk színvonalát komparatív előnyeik (nyelvismeret, ország-ismeret, egyéb banki területeken az ügyfelekkel való napi kapcsolat) kihasználásával a külföldieké fölé emeljék, és az árazás versenyképessége terén is elérjék azokat. A külföldiek számára láthatatlan kis- és középvállalati szegmensben a kereslet megteremtése lenne a bankok feladata, amelynek kiszolgálása egy működő és versenyképes platformon már nem okozhat problémát. Elengedhetetlenül szükséges továbbá a szabályozó hatóságokkal folytatott párbeszéd, az ügyfelek és a szabályozó hatóságok irányába folytatott oktató, konzultációs tevékenység.

A bankok ebbéli szándékaikban talán az intézményi befektetőkben remélhetnek potenciális szövetségest, mivel azok szintén szembesülnek (illetve szembesülni fognak) a külföldiek támasztotta verseny következményeivel. Esetükben a hatás valamelyest késleltetett, mivel a például a külföldi alapok számára csupán a „kritikus tömeg” azaz megfelelő méretű ügyféligeny megjelenése esetén éri meg a forinttermékek fejlesztése. A hazai intézményi befektetők feladata az, hogy a törvényi szabályozás rugalmasabbá tételét kezdeményezve és azt elérve a lehető leg-

több eszközzel alakítsák portfólióikat és váljanak ezáltal versenyképessé a külföldiekkel szemben.

A siker elmaradása azonban nem jelenti majd azt, hogy a piac fejlődése megtorpan, mivel a **külföldi bankok továbbra is kiszolgálják majd a nagyobb magyar ügyfeleket.** Ez a flow-információ hiányában a magyar banki treasuryk profitabilitásának további csökkenését eredményezi, nemcsak az értékesítési, hanem a kereskedési területeken is. Ez a negatív hatás áttételesen hat más banki területekre, mint például a cash-menedzsmentre vagy a vállalatfinanszírozásra is.

Ezen túlmenően a makrogazdasági szempontok sem elhanyagolhatóak, hiszen a 30 százalékos széles árfolyamsávban az árfolyampolitika és a deviza-rezsim „makro-hedge” funkciója megszűnt, azaz a gazdaság szereplői sokkal inkább ki vannak téve a tőkepiaci folyamatoknak, az árfolyamok és a kamatlábak változásának. A kockázatkezelés filozófiáinak, illetve eszközrendszerének elterjedése nélkül **a reálgazdaság sokkal nagyobb mértékben van kitéve a nemzetközi tőkepiac felől érkező sokkoknak, illetve a nemzetközi tőkepiac „akaratának”** (spekulációs nyomás formájában²⁰). Ezt a problémát nem újabb „makro-hedge” bevezetésével, a devizajogszabályok, illetve az árfolyampolitika szigorításával javított elérni, hanem a fedezeti ügyleteknek promotálásával a bankok által nemcsak az ügyfelek, hanem a gazdaságpolitika, az érdekképviseleti szervek, illetőleg a köz-

vélemény irányában is. Elengedhetetlen továbbá az oktatás²¹ gyakorlatiasságának fejlesztése (természetesen a kiváló elméleti színvonal megtartásával), valamint a szabályozókkal való folyamatos és szervezett konzultáció.

A bankok szerepe kockázatkezelési termékek elterjedtségének növelésében túlmegy a treasury sales területek fejlesztésén. **A nyitott árfolyam és kamatkockázati pozíciók könnyen hitelkockázattá transzformálódhatnak** a kedvezőtlen piaci scenáriók bekövetkezése esetén. Tehát a banki hitelezés számára is fontos kell legyen, hogy a hitelfelvevő kezelje kockázatait, ezáltal mérsékelve a bank hitelezési kockázatát.

Siker esetén az EMU csatlakozásig létrejöhet és továbbfejlődhet egy aktív és likvid piac, az elérhető termékek köre bővíülhet, és ezen termékek nemcsak a nagyobb vállalatok és befektetők számára lesznek elérhetőek, de a növekvő piaci beágyazottság következtében a kisebb szereplők számára is.

Végül, a banki profitabilitás növekszik,²² a bankok hajlandóak lesznek befektetni a saját munkaerő és ügyfelek képzésébe, ezáltal az egyes szektorokban felhalmozódó tudás és szellemi tőke javítja majd a szereplők munkaerő-piaci helyzetét a csatlakozás után, nemcsak az unióon belül, de más üzleti központokban is.

21 Széles körben értendő.

22 A bankok számára a treasury területek profitabilitásának növekedése kompenzációt nyújthat az egyéb területeken – hitelezés, vállalatfinanszírozás, M&A tanácsadás – kieső bevételekkel szemben.

20 Erre a legjobb példát a közelmúlt (2002. október-2003. január) eseményeiben találjuk.

**A SIKER FELTÉTELEI,
AVAGY EGY OPTIMÁLIS PIAC VÍZIÓJA**

Üzenet: a piac fejlődése a szereplők hozzáállásától és az intézményi, jogi háttértől függ. A jogi, intézményi feltételek a vállalatok és a bankok vonatkozásában kielégítőnek tekinthetők, a korábbi akadályok – az intézményi befektetőket kivéve – többé-kevésbé elhárultak. A vállalatoknál – a nagyvállalatokat kivéve – továbbra is probléma a derivatív termékek és a modern kockázatkezelési filozófiák ismerete. A bankok szerepválalása természetes érdekeltségükből kifolyólag különösen fontos.

A siker feltételeinek elemzését az egyes végfelhasználóknak a derivatívok használatához kapcsolható tevékenységei, céljai alapján végeztük. Először meghatároztuk a célt, majd hozzárendeltük a cél megvalósításához szükséges eszközt, termékekre lebontva felvázoltunk egy általunk a nyugati standardok alapján ideálisnak tekintett állapotot, majd megfogalmaztuk az ideális állapot kialakulását gátló specifikus tényezőket, illetve az általunk javasolt megoldási lehetőséget.

⇒ Vállalatok

A magyar vállalatok derivatív ügyletekhez való viszonyát általában nagyban befolyásolja a vállalati struktúra. A magyar (tőzsdén jegyzett, illetve állami tulajdonban lévő) nagyvállalatok az igazán aktív szereplői a derivatív piacnak, mivel ők rendelkeznek önálló döntéshozatali joggal. A multinacionális cégek többnyire az anyavállalataikon keresztül, külföldön végzik a kockázatkezelési tevékenységet.

A kis- és középvállalati szektor a limitált termékismeret és a bankok hitelkockázati megfontolásai miatt egyelőre viszonylag „láthatatlan”. A nagyvállalatok versenyeztetik a bankokat, míg a kisebb vállalatok inkább eseti jelleggel merészkednek a származtatott termékek piacára.

A devizakorlátok lebomlása egyértelműen megteremtette azt a lehetőséget, hogy egészséges piaci hatások alapján kialakuló mechanizmusok formálják a pénzügyi piacokat. A külföldi és hazai vállalatokkal szemben támasztott korlátozások feloldása mellett, hogy egyszerűbbé tette a vállalatok életét, lényegesen nagyobb szabadságot adott a finanszírozási lehetőségek terén is. A számlanyitás korlátozásának megszüntetése egyszerre volt kedvező a külföldi és a hazai szereplők számára. A megnövekedett játéktérrel és a határon átnyúló (cross border) szolgáltatások elterjedésével párhuzamosan lehetőség nyílt a különböző külföldi pénzügyi intézményekkel történő szerződés-kötési korlátozások lebontására is. Komoly előrelépésnek számít az ISDA, PSA/ISMA szerződések elterjedése, hiszen ezek a dokumentumok nagyban segítik a vállalatokat a kockázatok prudens kezelésében és a szerződések biztonságának emelésében. Hasonlóan nagy előrelépésnek számít a korábban csak említés szintjén létező úgynevezett close-out netting klauzula érvénybe lépése, amely ahhoz járul hozzá, hogy a vállalatok az egymással szembeni (hitel)kockázati kitétségeiket nettó módon, a valós kockázatoknak megfelelően tartsák nyilván és kezeljék.

Az 1. táblázat tartalmazza a vállalatok derivatívokhoz való viszonya elemzésének szempontjait.

1. táblázat

A vállalatok és a különböző derivatívok kapcsolata

Cél	Terméktípus				Megoldandó problémák			
	kamat	dev.	tömegá.	hitel	kamat	dev.	tömegá.	hitel
Kockázat-kezelés	IRS, IRO, SWO ²³	FXSW, FWD, FXO, HYBR ²⁴	swap, opció,	CDS ²⁵	Szakmai tudás Szemléletmód Érdekeltség Számvitel			
Szabad pénzeszközök befektetése	MLN, MLD ²⁶	MLN, MLD	–	CLN ²⁷				

1. Kockázatkezelési célok

A termelő- és kereskedő vállalatok többsége – külkereskedelmi tevékenységük, illetve a működésük finanszírozását biztosító hiteleken keresztül – ki van téve a devizaárfolyamok és a kamatlábak változásának. Tömegáru-kockázattal az olaj- és gáziparban, a vegyiparban, a fémfeldolgozásban, a szállítmányozásban, illetve a mezőgazdaságban és az élelmiszeriparban tevékenykedő vállalatok rendelkeznek közvetlenül, míg közvetve minden olyan feldolgozóipari cég, amely végtermékei előállításához fémeket, olajszármazékokat illetve mezőgazdasági terményeket használ fel.

A hitelezési kockázat a legkevésbé nyilvánvaló, mivel meglétéhez nem feltétlenül szükséges klasszikusan értelmezett hitelezési jogviszony. Hitelezési koc-

kázattal rendelkezik minden külföldi országban befektető, vagy külföldi országba terméket értékesítő magyar vállalat, mivel a tőke-, illetve az áruexport követelést testesít meg, amelynek értéke a célország hitelminőségének romlása, valamint az ország esetleges fizetéseképtelensége esetén csökken. Ez az úgynevezett országkockázati tényező. A hitelezési kockázat továbbá minden kereskedelmi partnerrel szemben fennáll a velük szemben kintlévő követelések vonatkozásában.

Kockázatként leginkább a szemi-variáncia definícióját értik a vállalatok, azaz csupán az árfolyamok, kamatlábak volatilitásából származó, számukra kedvezőtlen szcenáriót tekintik kockázatnak.

I. Kamatkockázat. A magyar vállalati szektor (néhány jelképes vállalati kötvénykibocsátástól eltekintve) változó kamatozású hitelekből finanszírozza a mű-

23 IRS: interest rate swap = kamatlábswap, IRO: interest rare option = kamatlábopció, SWO: swaption = swapra szóló opció

24 FXSW: deviza(fx)swap, FWD: devizaforward, FXO: devizaopció, HYBR: hybrid termék

25 CDS: credit default swap

26 MLN: market linked structured note (strukturált kötvény), MLD: market linked deposit (strukturált betét)

27 CLN: credit linked note.

ben. Ezt az IAS39 és a FASB133 a változó kamatozású hitelek fedezésénél a „cash-flow hedge accounting”, míg a fix kamatozású kötvények fedezésének a „fair-value hedge accounting” alkalmazásának megengedésével hidalja át, amennyiben a hedge hatékonynak bizonyul.³¹ A magyar számvitelben nem szerepel egyértelműen a „hedge accounting” koncepció, annak ellenére, hogy a Számviteli törvény 3. §-a definiálja a fedezeti ügylet fogalmát.³² Megoldási javaslat: a hedge accounting definiálása az IASB elveihez hasonlóan.

A vállalatok kamatláb-kockázathoz való hozzáállását jelentősen befolyásolja a kamatpálya. Mivel a kamatok trendje a 90-es évek közepe óta csökkenő, így a változó hitelekkel finanszírozó vállalatok viszonylag kevés negatív tapasztalattal rendelkeznek.

II. Devizakockázat. A devizakockázatokat két fő csoportra bonthatjuk: a nettó cash-flow-pozíció kockázatára egy meghatározott időhorizonton belül, valamint a nettó eszköz/forrás-pozíció átértékelési, cash-flow-t nem érintő kockázatára. A nettó pozíciót mindkét esetben a hosszú és rövid devizapozíciók eredőjeként értelmezzük.

A cash-flow és az átértékelési kockázat különböző típusú termékekkel kezelhető, azonban a vállalatok körében megfigyelhető a tendencia a két kockázattípus „összesemosására” és további nettósításra a

cash-flow és az átértékelési pozíciók között, az úgynevezett „natural hedge” pozícióra törekedve.³³ A termékek és a problémák érzékletes bemutatása érdekében a tanulmány külön elemzi a cash-flow és az átértékelési kockázat kezelésére alkalmazható termékeket.

Cash-flow hedge:

1. Az exportőrök által használt termékek. A tanulmány számára készített felmérés alapján a bankok által jelentett derivatív forgalom átlagosan 10–15 százalékát a vállalati szektorral kötött FX-forward ügyletek teszik ki. Információink alapján ezek nagy része az exportőrök által kifejtett fedezési aktivitásnak köszönhető.

Az exportőrök devizaopciókhoz való viszonyulása kettős: mivel a kamatkülönbözöt „nekik dolgozik”, így a forint-vételei opciók a magas ATMF kötési árfolyam miatt optikailag attraktívnak tűnnek, azonban az opciós díj effektíve csökkenti a kamatkülönbözöt jótékony hatását. Ezt többnyire nem kedvelik az exportcégek, mondván a spot árfolyam trendszerű erősödése miatt amúgy is jelentősen csökkent várható profitjuk, romlott a versenyképességük, így az esetek túlnyomó többségében az FX-forwardokat favorizálják az opcióvásárlással szemben.

31 A hatékonyság feltétele, hogy a fedezeti ügylet érték-változása nem lehet kevesebb illetve több, mint a fedezett instrumentum értékváltozásának 80 illetve 125 százaléka.

32 3. § (8) bekezdés.

33 A „natural hedge” szemléletben egymással szemben „kinettósítják” a cash-flow-ból származó és a mérleg szerinti nyitott pozíciókat, majd a fennmaradó nettó pozíciót típusától függően (cash-flow/átértékelési) kezelik. A natural hedge szemlélet hátránya a cash-flow időhorizontjának meghatározásában rejlik: ez minél hosszabb, a cash-flow pozíció annál több mérlegpozíció kioltására alkalmas és viszont, ellenben annál nagyobb a becslési hiba, valamint a cash-flow-k felmerülésekor mért átlagos devizaárfolyam és a mérleg készítésekor érvényes devizaárfolyam közti várható eltérés.

A nyugati tapasztalat alapján az úgynevezett strukturált devizaopciók³⁴ jelenthetik az áthidaló megoldást a problémára. Ezek az ügyletek többnyire több egyszerű, illetve egzotikus opcióból összerakott, úgynevezett null-prémiumos (költséges)³⁵ strukturák, amelyek különféle stratégiákat kínálnak a kockázatot fedezni kívánó vállalatok számára. A strukturált opciók használhatósága (és nem utolsósorban eladhatósága) abban rejlik, hogy a vállalatok várakozásai nem minden esetben egyeznek meg a piaci opcióárazó modellek által használt feltételekkel (forwardárfolyam-központú lognormális eloszlás, volatility smile, risk reversal, az időérték szerepe), így testre szabható olyan kifizetési függvény az adott vállalat számára, amely csökkenti a nettó cash-flow volatilitását és tükrözi a vállalat menedzsmentjének várakozásait a devizaárfolyamok várható alakulása tekintetében. Egy egyszerű példa illusztrációként: a forint opciós piac egészen 2002 októberének végéig „többre értékelte”³⁶ az azonos mértékben OTMF (out-of-the-money forward) euró call opciókat a hasonló euró putoknál (pozitív risk reversal). Ez a piaci helyzet optikailag attraktívvá tette az exportőrök számára a null-költséges gallérral va-

ló fedezést. A gallér az exportőr által megvásárolt euró put és az exportőr által eladott call opciók kombinációja. Ez a piaci helyzet akár azt is eredményezhette, hogy a call opció árazásához használt magasabb volatilitás miatt a vállalat által eladott azonos mértékben OTMF call többet ért, mint az általa megvásárolt put, így a banknak lehetősége volt javítani a struktúra feltételeit, azaz 1. jobban in-the-money-vá tenni a vásárolt putot, illetve 2. jobban out-of-the-money-vá tenni az eladott call-t.

A strukturált forwardok/opciók sikere elsősorban azon múlik, hogy a banki salescsapat mennyire képes követni a piac alakulását, az adott piaci helyzetnek leginkább megfelelő termékek kínálatával, mennyire ismeri az ügyfél elvárásait és azokat hogyan képes a struktúra részévé tenni, valamint mennyire van tisztában az árazási elméletekkel és az egyes piaci tényezők (valamint az ügyfélelvárások) esetleges változásának hatásával a struktúrára.

2. Az importőrök által használt termékek. Az importőrök helyzete a kamatkülönbözet miatt némileg nehezebb, számukra a forwardokkal való fedezés meglehetősen „drága”. Természetesen, ami az exportőröknél hátrány volt, az az importőrök számára előny: a forint erősödése extraprofitot hozott számukra, javítva versenyképességüket. Felmerülhet tehát a kérdés, vajon miért nem áldozzák fel ennek az extraprofitnak egy részét az importáló cégek, hogy a kedvező trend megfordulása ellen védekezzenek.

A válasz két részből tevődik össze. Elsősorban az importőr vállalatok (exportőr társaiktól eltérően) függetlenítik magukat a múlttól, azaz a realizált extraprofitot

34 Sok esetben strukturált forwardoknak nevezik ezeket a bankok, nehogy az ügyleteket „elijessze” a sok esetben még külföldön is „misztikusán” csengő opció szó. Néhány ilyen struktúra neve illusztrációként: „participating forward, range forward (alias zero cost collar), converting forward, forward enhancer, accumulator forward, fader forward, extendible forward, expandable forward”. (A strukturák magyar fordítása – néhány kivétellel – a legnagyobb jóindulattal sem nevezhető „hivatalosnak” és széles körben használatosnak, így az ezekre való hivatkozást egyelőre mellőztük.)

35 Zero cost.

36 Magasabb implicit volatilitással árazta.

nem tekintik feláldozhatónak a fedezés ol-tárán, mondván a jelen helyzetet kell vizsgálni, és amennyiben a forward árfolyam a kamatkülönbözet miatt még a tervben szereplő legkedvezőtlenebb árfolyam-szcenárióval sem egyezik, szó sem lehet fedezésről. Míg az eddig elért extraprofit legnagyobb részét a működési eredmény javulásában csapódott le,³⁷ addig a fedezés költségei a pénzügyi tevékenységek soron jelentkeznek. A vállalati pénzügyi igazgatók zöme a pénzügyi tevékenységért érzi magát felelősnek, a finanszírozási és pénzügyi költségek minimalizálásáért kapja bónuszát. Az árfolyamtrend megfordulása esetén a kedvezőtlen hatás jelentős része a működési tevékenységben jelentkezne (hacsak nincsenek rendkívül hosszú fizetési határidők), azaz a kockázatkezelésért optimális esetben felelős pénzügyi vezetők érdekeltsége megkérdőjelezhető.

Az opciók használata sem jelenthet át-törést, mivel az opciók kiindulási pontja a forward árfolyam, így az opciós díj igazából tovább rontja a fedezés effektív árfolyamát. Az esetleges áthidaló megoldást olcsó out-of-the-money deviza (euró, dollár stb.) call opciók pénzügyi biztosításként való alkalmazása jelenthetne az adott körülmények között.

A strukturált forwardok/opciók némiképp javíthatnak a fedezés szintjén,³⁸

azonban a kamatkülönbözetet meglehetősen nehéz eliminálni.

A strukturált termékek használata a fejlett piacokon szintén egy lehetséges alternatíva, amely egy példában a magyar importőrre alkalmazva következőképpen nézne ki: Az importőr – amennyiben tevékenységét forint hitelből finanszírozza és azokat nem fedezi – kamatláb floorok eladásával csökkenthetné a devizaforwardok árfolyamát, illetve a deviza call opciók költségét. Miért működhetne ez? 1. a forint swap görbe inverz, azaz a floorok eladása alkalmas értékteremtésre; 2. a forintfinanszírozás költsége a kamatok csökkenése esetén (ekkor hívja le a bank az importőrtől vásárolt floort) csökken, azaz a floor eladás egy úgynevezett covered put situációt eredményez; 3. a forintkamatok csökkenése esetén a fedezés az importőr számára cet. par. olcsóbbá válik a jövőben. Ezáltal nem lenne szükség az FX-hedge limitálására.

3. Problémák. A cash-flow hedge-dzsel kapcsolatban felmerülő problémák az alábbi szempontok szerint csoportosíthatók:

A nyitott pozíciók meghatározása során számos nehézséggel szembesülnek a vállalatok, a cash-flow összegek illetve a befolyás ideje nehezen tervezhető. Éppen ezért két alapvető gyakorlat látszik kialakulni, a tranzakciós fedezés/mikro-hedge,³⁹ illetve a nettó pozíció-fedezés/makro hedge⁴⁰ formájában. A nyugati tapasztalatok a kétféle gyakorlat vegyes alkalmazását mutat-

37 A számlázáskori és a fizetéskori árfolyam különbsége jelentkezik csupán a pénzügyi tevékenység eredményében.

38 Például az úgynevezett limitált védelmű forwardban (limited protection subsidized forward, null költséges), ahol az importőr egy euró call opció eladásával csökkenti a forward árfolyamot, azonban a védelmet is limitálja, a „támogatott” (subsidized) forward árfolyam és az eladott call kötési árfolyamának különbségére.

39 Transactional hedging/mikro hedging: csak az ismert, leszerződött cash-flow-k nettó pozícióját fedezik.

40 Net exposure hedging/makro hedging: a tervezett, de még nem leszerződött cash-flow-k nettó pozícióját is fedezik.

ják: az íratlan szabály általában az ismert cash-flow-k nettó pozíciójának megközelítőleg 100 százalékban való fedezése, illetve a tervezett, de még nem leszerződött cash-flow 25-75 százalékban való fedezése. **Megoldási javaslat:** az IASB elveinek átvétele.

A kockázat fogalmának vállalatok által megfogalmazott, a szemi-variancia elvén működő definíciója problematikus, mivel lehetőséget ad a vállalati vezetők várakozásainak beépülésére a kockázatkezelési döntésekbe. Ez természetesen önmagában nem volna baj – a fedezés árfolyamát a „value/cash-flow at risk” limiteken túl a fejlett piacokon is a tervszámok határozzák meg⁴¹ –, azonban véleményünk szerint ez a definíció alkalmat ad arra, hogy a vállalatvezetők a piaci adottságokat (kamatkülönbözet) a hedge „költségeként”, a hedge „költségeit”, illetve a múltbeli árfolyamváltozásokat pedig egyfajta kifogásként használják. Ez természetesen abból is fakad, hogy a tervszámok elkészítésekor sok vállalat az aktuális spot árfolyamot (valamint az elemzői várakozásokat...) tekinti kiindulási alapnak. Ezt néhány vállalat úgynevezett stressz-szenáriók alkalmazásával egyenlíti ki, amely jó jelnek tekinthető. **Megoldási javaslat:** az oktatási tevékenység elmélyítése, a kockázatkezelési elvek és módszertan gyakorlati oktatása.

A cash-flow hedge struktúrálása során az egyik leggyakrabban felmerülő probléma az a **hedge időhorizontjának helyes megválasztása**. Az ideális természetesen

a terv időhorizontjának megfelelő hedge-időhorizont, mivel csupán ez adhat lehetőséget a pénzügyi menedzsmentnek a tervszámok fedezésére. Tapasztalataink alapján a vállalatok általában rövidebb hedge időhorizonton dolgoznak a tervkénél.

A számviteli problémák egy része szintén az időhorizonthoz kapcsolódik: egy tőzsdei exportcég esetében, amely negyedévente mérleget és eredménykimutatást készít, jelentős problémát okozhat az üzleti évnek (a terv időhorizontjának) megfelelő futamidejű a cash-flow alkalmazása, mivel az első negyedévben akár a teljes évi nettó export fedezésének hatása jelentkezhet a pénzügyi tevékenység eredménye/vesztesége soron, míg az ezt ellentételező működési eredményváltozás csupán az adott negyedévre vonatkozó nettó exportot tartalmazza. Ez növeli az egy részvényre jutó eredmény (EPS) volatilitását, amely volatilitás mérséklése éppen a kockázatkezelés elsődleges célja volna.

A számviteli problémák második típusát már érintettük korábban: a fedezeti ügyletek eredményhatása a pénzügyi műveletek soron jelentkezik, míg a fedezett tevékenység árfolyam-volatilitásból származó változásának egy része a működési soron csapódik le.

További visszahúzó erő véleményünk szerint a fedezeti ügyletek definiátlansága a számviteli törvényben, illetve ezek ismeretlensége az auditorok számára. Ez megakadályozza, hogy az előző két számviteli probléma részleges áthidalására a „hedge accounting” elve használatát. **Megoldási javaslat:** az IAS elveinek átvétele.

⁴¹ Más kérdés, hogy ott a tervekben szereplő várható devizaárfolyamokat általában a forwardok alapján határozzák meg...

Az érdekeltségi probléma egyrészt számviteli eredetű, másrészt a felsővezetés idegenkedését is mutatja a misztikusnak, nehezen megfoghatónak tűnő derivatívoktól. **Megoldási javaslat:** a pénzügyi menedzserek feladatköre terjedjen ki a kockázatkezelési tevékenységre is. Ezt egyfelől az oktatás elmélyítésével, másfelől a kockázatkezelés publicitásának javításával reméljük a vállalati kultúra részévé tenni.

A banki treasury sales felkészültségének fontosságáról már szoltunk. A probléma abban rejlik, hogy a bankok – profitérdekeltségükből kifolyólag – a leghatékonyabb és legérdekeltebb közvetítői lehetnének az „új idők” üzenetének az ügyfelek felé. A derivatívok területe azonban még a bankok számára is viszonylag ismeretlen (az anyabankok legtöbbször nem engedik át a derivatívok kereskedésének jogát a magyarországi „lányainak”), ezért viszonylag nehéz felmérni a derivatív sales-tevékenység kiépítésébe fektetett tőke megtérülését.

Az ártértékelési mérlegkockázat fedezése:

1. A devizahitelt felvevő vállalatok által használt termékek. A mérleg szerinti devizapozíciójukat fedező vállalatok FX-swapokat, illetve cross currency swapokat használnak kockázataik csökkentésére.⁴² Az FX-swapok esetén felmerül az úgynevezett továbbgörgetési kockázat, azaz a pozíció megújításának illetve a megújítás feltételei változásának kockázata, éppen ezért a nagyvállalatok számára a cross

currency swapok jelentik az optimális megoldást. Ennek két, a számviteli szabályokban rejlő pozitívum az oka. Egyrészt a magyar számvitel az óvatosság elvére hivatkozva aszimmetrikusan kezeli a mérlegtételeken elért nem realizált árfolyamvesztést és nem realizált árfolyamnyereséget. A nem realizált nettó árfolyamvesztés közvetlenül csökkenti az eredményt, míg a nem realizált nettó árfolyamnyereséget el kell határolni, hogy a jövőbeli árfolyamnyereségek csökkentésére lehessen fordítani. Ez a szabály auditori vélemények alapján akkor is fennáll, ha a mérlegtétel árfolyamkockázatát egy fedezeti ügylettel megszüntették.⁴³ Másrészt a mérlegtételekre kötött fedezeti ügyletekre könnyebben alkalmazható az IAS39 hedge accountingra vonatkozó rendelkezése, amely a nagy hitelekkel rendelkező (és IAS-ben is jelentő) nagyvállalatok számára fontos.⁴⁴

A strukturált cross currency swapok két típusba sorolhatók. A külföldi gyakorlatban megfigyelhető az úgynevezett kvázi-hibridek használata, amelyek során a swapot deviza-, illetve kamatlábopciókkal kombinálják. A tényleges hibrid termékek közé az úgynevezett cancellable, illetve extendible cross currency swapok tartoznak, amelynél a megszüntetési, valamint a meghosszabbítási döntés a kamatlábak és a devizaárfolyamok együttes hatása alap-

⁴² A cross currency swapok „népszerűsége” a piaci fejlettségben tárgyalt okokkal magyarázható.

⁴³ Abban az esetben, ha a mérlegtételen nem realizált árfolyamnyereség volt a fedezés pillanatában, a számviteli szabályok nem teszik lehetővé az eredmény realizálását, annak ellenére, hogy a fedezett pozíció együttes eredményhatása a fedezés pillanatától számítva nulla.

⁴⁴ A hedge accounting magyar számviteli alkalmazása nem egyértelmű.

ján történik. A strukturált cross currency swapok közül eddig csupán kvázi-hibrid swapokkal lehetett eseti alapon találkozni a magyar piacon, kizárólag ügyfelek számára strukturált termékek formájában.⁴⁵

2. Problémák. A magyar számviteli szabályozás hiányossága a hedge accounting területen (lásd a kamatlábswapokról szóló részt).

A swapokon keresztüli szintetikus forintfinanszírozás költsége a futamidő növekedésével csökkenő kamatkülönbség ellenére magasabb.

A cross currency swapok partner kockázati limit-igénye jelentős, éppen ezért a bankok viszonylag óvatosak a több éves futamidejű cross currency swapokkal, sokkal inkább favorizálják az alacsonyabb hitelkockázatu és futamidejű devizaopciókat.

III. Tömegáru-kockázat. A tömegárukat alapvetően USA dollárban jegyzik a nemzetközi piacokon. A hazai vállalati szektor jelentős, árukockázattal bíró szereplői a legszofisztikáltabb fedezeti ügyletkötők közé tartoznak, akik ismerik és mérik kockázataikat, valamint a legaktívabb vállalati szereplők a fedezeti ügyletek piacán. A tömegáru termékek nagykereskedelmi árazása a piaci szokványoknak megfelelő dollárban jegyzett benchmark árak⁴⁶ alapján történik, amelyekre létezik tőzsdén kívüli határidős árjegyzés.

Az alkalmazott termékek köre a tömegáru swapoktól az opciókon át a strukturált derivatívokig terjed. Arra is elképzelhető példa, hogy a vállalat a tömegáru vásárláshoz kapcsolódó ár- és devizaárfo-

lyam kockázatát egy **hibrid (commodity és FX) termékkel** kezeli, például egy euróban elszámolt üzemanyag swappal.

A forintpiac fejlődésével lehetőség van a tömegáru hibrid termékek forintban történő jegyzésére, azaz egy szállítmányozási cég akár forint ellenében is megvásárolhatja az üzemanyagot határidőre, ezáltal megszüntetve az üzemanyag árváltozásából és a dollár-forint árfolyamváltozásából fakadó kockázatot.

Problémák. A tömegáruk derivatív piacának résztvevői általában befektetési bankok, illetve a legnagyobb univerzális bankok, éppen ezért kevésbé esélyes, hogy a tömegáru kockázat-kezelési tevékenység a magyar bankrendszer közbeiktatásával jöjjön létre, annál is inkább, mivel a legjelentősebb kockázati kitétséggel bíró nagyvállalatok zöme már évek óta rendelkezik bejártott és működő banki kapcsolatrendszerrel. Ezen felül a tömegáru piacokkal kapcsolatos speciális szakmai tudás limitáltan és főként költségesen transzferálható.

IV. Hitelkockázat. A hitelkockázatok kezelése a kockázat megfoghatatlansága és számviteli kezelhetetlensége miatt tudomásunk szerint egy magyar vállalatnál sincs napirenden. A partnerkockázatok csökkentésére a **credit default swapok helyett bankgaranciákat és exporthitelbiztosításokat** használnak az exportcégek.

2. Befektetési célok

A termelő vállalatok jelentős része nem végez befektetési tevékenységet. A vállalatok esetlegesen felmerülő befektetési

⁴⁵ A strukturákat a bankok részreire bontva fedezik.

⁴⁶ Mediterranean és North West Europe benchmarkok.

céljai és az ezt kiszolgáló instrumentumok meglehetősen hasonlóak az intézményekéhez. Az egyetlen különbség az, hogy a vállalatok befektetéseit nem korlátozza törvény.

A termékek bemutatását, illetve az egyes termékekhez kapcsolódó specifikus problémákat az intézményi befektetőkről szóló fejezet során tárgyaljuk.

3. További általános problémák a vállalatok szempontjából

Szerződési jog: a derivatívok kereskedésének jogi keretei még mindig nem érik el az optimális állapotnak megfelelő standardizáltságot, azaz az ISDA Master Agreement angol jog alatti használatát, illetve a piac minden szereplője által elfogadott magyar nyelvű, magyar jog alatti keretszerződés széles körű alkalmazását.

A bankok a hazai ügyfelekkel saját maguk által kidolgozott keretszerződésekbe foglalják az ügyletek jogi vonatkozásait. A külföldi ügyfelekkel, partnerekkel más a helyzet, ott többnyire ISDA keretszerződések biztosítják az ügyletek jogi hátterét, amelyek leginkább az angol jogot részesítik előnyben. Szintén elterjedt az a módszer, amely az angol ISDA keretszerződést magyarra ülteti át és azt alkalmazza keretszerződésnek a hazai ügyfelekkel szemben. Előfordul az is, hogy a hitelintézet anyavállalata szabja meg az ügyfelekkel kötött keretszerződés jogi formáját. A kialakult rendszer tehát vegyes, de mindenhol vannak keretszerződések, és általában az angol jog szerinti ISDA-t veszik alapul, vagy kiegészítve a magyar jog

szerinti részekkel, vagy átültetve. Ez a helyzet a standardizáltság szuboptimális szintje ellenére pozitívnak tekinthető.

Az angol nyelvű ISDA magyar jog alatt történő aláírása jelentős kockázattal járhat, amennyiben az ISDA alatt kötött követeléseket egyik vagy másik szereplő a magyar bíróságon keresztül próbálja érvényesíteni.

A **hitelkockázati limitek** igénye a hosszú távú ügyleteknél jelentős visszahúzó erőt képvisel. A limitproblémákat áthidaló kockázatsökkentő technikák⁴⁷ elterjedtsége nem kielégítő, magyar jogi alkalmazhatóságuk nem tesztelt.⁴⁸

A **tőzsdei elemzők szerepe** nem elhanyagolható a tőzsdei cégek megítélése szempontjából, éppen ezért elengedhetetlenül fontos, hogy az elemzők tisztában legyenek a vállalat által alkalmazott kockázatkezelési elvekkel, megoldásokkal és ezáltal a pénzügyi menedzsment tevékenységét e feltételekhez képest értékeljék. Megoldási javaslat: a derivatívák és a kockázatkezelés gyakorlati vonatkozásainak beépítése az elemzői oktatási anyagokba.

⇒ Intézményi befektetők

A magyar intézményi befektetők – sokszor számukra fel nem róható okokból – elenyésző mértékben használják a derivatív termékeket. A befektetőkre vonatkozó szabályozás többszöri átdolgozás után is még mindig inkább ellenzi, mint

47 Margining, vagy Collateral Agreement (ISDA Credit Support Annex); az ügylet effektív futamidejét csökkentő Early Termination klauzula; valamint a derivatív ügylet veszteségét korlátozó, úgynevezett Repricing Annex.

48 Az Allen & Overy jogi iroda információink alapján vállalja az úgynevezett Netting Opinion kiállítását.

támogatja a professzionális vagyonekezelés ezen elengedhetetlen eszközét. Ráadásul az esetek többségében az intézmények a biztonság kedvéért inkább konzervatíván értelmezik a jogszabályokat, még akkor is, ha ez gyökeres ellentétben áll gazdasági érdekükkel. Természetesen a vagyonekezelést a tapasztalatlan befektetők védelme érdekében szabályozottan kell művelteni, de az iparág külföldiekkel szembeni hosszú távú versenyképességének megóvása érdekében mindenképpen ajánlatos lenne már most nagyobb teret engedni a szofisztikáltabb termékeknek.

Azzal összefüggésben, hogy a pénz- és tőkepiaci hozamok a tavalyi év második felében hosszabb ideig alacsonyok voltak érezhető volt némi érdeklődés a strukturált termékek iránt, de a kezdeti lelkesedés a merev befektetési politikák, a nyitott számviteli kérdések és gyakran a külföldi anyacég konzervatív hozzáállása miatt gyorsan alábbhagyott. Továbbá az elmúlt időszak volatilis kamatpiaca is elterelte a figyelmet a strukturált termékekről az alaptermék, az állampapírpiazi kamatszint irányába.

Az elemzésünk során a befektetők derivatívok által elérni kívánt céljainak meghatározásakor a szokásos i) fedezeti, ii) spekulatív és iii) arbitrázs csoportosításból kiragadtuk a leggyakrabban említett konkrét szempontokat és ezek alapján vettük figyelembe az esetlegesen szóba jöhető derivatív termékeket:

- Duration menedzsment: a portfólió durationjének finomhangolása;
- Hozamnövelés (yield enhancement): elfogadható addicionális kockázatvállalás melletti extrahozam;

- Portfóliódiverzifikáció: méretgazdaságossági szempontok miatt strukturált derivatívokon keresztül történő befektetés/fedezés;
- Devizakockázat kezelés: az FX kockázat kiküszöbölése.

Egy-egy derivatív termék több cél elérését együttesen is elősegítheti, ezért nehéz egyedileg a célokhoz hozzárendelni az egyes derivatív terméktípusokat, de a 2. táblázatban a teljesség igénye nélkül megpróbálunk egy rendszerezett felsorolást adni eszköz-cél viszonylatban.

Vizsgáljuk meg egyenként a legfontosabb szerepet játszó intézményi befektetők egyedi helyzetét a derivatív piac vonatkozásában, különös figyelmet fordítva az egyes termékek használatának kedvező hatásaira, illetve a törvényi szabályozás gátjaira. Az intézményi befektetők tekintetében a derivatív termékek aktívabb használatát a szaktudás és a megfelelő gyakorlat hiánya mellett leginkább a törvényi szabályozás korlátozza, így alapvetően ez utóbbira helyezünk nagyobb hangsúlyt. A piac fejlődésével kapcsolatban alapvetően az általunk és a piac szereplői által is jelzett hiányosságokat emeljük ki mindamellett, hogy elismerjük a Pénzügyminisztérium és a különböző érdekérvényesítő csoportok által tett erőfeszítéseket az állandóan változó piaci környezet következtében szükséges törvény- és rendeletmódosításokra.

1. Biztosítók

Törvényi környezet. Az egyik legnagyobb vagyontömeget a biztosítói portfóliók képezik a nagybefektetők piacán és

2. táblázat

Intézményi befektetők és a derivatívák kapcsolata

Cél	Terméktípus			Megoldandó problémák		
	kamat	deviza	hitel	kamat	deviza	hitel
Duration management	IRS	–	–			
Hozamnövelés	IRO	–	TRS, ASW, CDS, CLN	törv. szab. számvit. értékelési szab. érdekeltség tudás	törv. szab. számvit.	törv. szab. számvit. értékelési szab. érdekeltség tudás
Portfólió diverzifikáció	–	ASW	TRS, ASW, CDS, CLN			
Devizakockázat kezelése		FXS CIRS				

itt a legszigorúbb a törvényi szabályozás. Az 1995. évi XCVI törvény szabályozza a biztosítók működési feltételeit, s egyben előírja a tartalékok befektetési irányelveit is. A 2001 novemberi törvénymódosítás alkalmával megváltozott a 86. és a 87. § is, de a biztosítási törvény továbbra sem tesz említést a derivatívokról, mint tőkepiaci befektetési lehetőségekről a biztonságtechnikai tartalékok és a biztonsági tőke vonatkozásában. Direkt tiltást nem érvényesít a törvényalkotó, de a kimerítő, tételes befektetési termékfelsorolás egyértelműen sugallja a derivatív termékek kizárását a vagyongazdálkodás során. (Ebben a hitükben erősíti meg a jogászokat az a tény is, hogy a törvény korábbi változatában, a 86. § h) pontja alatt külön említésre kerültek a derivatív eszközök). Az új szabályozás szerint a biztosítók a biztosítástechnikai tartalék és a biztonsági tőke terhére nem fektethetnek derivatív ter-

mékekbe⁴⁹ 2002. január elsejétől és az esetlegesen fennálló pozícióikat 2003 január elsejéig kötelesek lezárni a módosító törvény 156. § (3) értelmében.

A biztosítástechnikai tartalékon és a biztonsági tőkén kívüli vagyontömegekre természetesen nem vonatkoznak a korlátozások, de egy életbiztosító esetében a vagyon egyik meghatározó hányadát kitevő matematikai tartalék az előbb említett biztosítástechnikai tartalék része, illetve a nem-életbiztosítók esetében is jelentős a fenti tartalékok hányada az összvagyonon belül.

További gondot okoz a biztosítási törvény 84. § (7), miszerint a matematikai tartalékot a biztosító kizárólag belföldi kibocsátású eszközökbe, illetve belföldön elhelyezkedő ingatlanokba fektetheti be.

⁴⁹ Illetve nem is használhatják a derivatív termékeket kockázatkezelés céljából.

Ez a korlátozás a külföldön kibocsátott, derivatív struktúrákat magában foglaló tőkegarantált termékek elterjedését gátolja, amelyek segítségével rendkívül alacsony kockázat mellett szerezhetők kitétségek különböző nemzetközi részvény-, kamat-, esetleg áru piacok irányába. Az alapvető probléma a hazai bankok felkészültségében, illetve a hazai piac méretgazdaságosságában van, ugyanis néhány üzlet érdekében nem éri meg a magyar leánybanknak külön erőforrástallokálnia erre az üzletágra, hanem legtöbbször bizományosi alapon az anyabank termékeit értékesíti. Ezek a termékek viszont gyakran csak dollár, vagy euró alapúak, még nagyon kevés szereplő mutat hajlandóságot kisebb devizákban strukturált termékek kibocsátására. Itt vetődik fel az a kérdés, hogy ha egy londoni befektetési bank mégis kibocsát forintban denominált tőkegarantált kötvényt, akkor a szabályozó hatóság a devizára (HUF) való tekintettel rugalmasan kezeli-e 84. § korlátozásait.

Az új biztosítási törvény már az EU csatlakozást szem előtt tartva készült, így részben meghozta a várva várt liberalizációt a biztosítók befektetési politikáját illetően. A törvény sajnos csak az EU csatlakozáskor fog életbe lépni, addig a régi konzervatív irányelveket kell követniük a biztosítóknak. Az új törvény értelmében a biztosítók már nem csak belföldön fektethetik be a matematikai tartalékot, ami lehetőséget nyújt az eddigi szinte kizárólag magyar állampapírból álló portfóliók átrendezésére, diverzifikálására. Lehetőség nyílik továbbá derivatív eszközök használatára is, igaz ez a terület továbbra is elég szabályozott maradt, leginkább a kocká-

zatok csökkentése kap szabad utat a portfólió hatékony kialakításával szemben. Az új törvény mindenképpen bővíti a befektetési lehetőségek tárházát, az egyedüli probléma, hogy az életbe lépéséig még majd egy évet várnunk kell.

Termékfelhasználási lehetőségek.

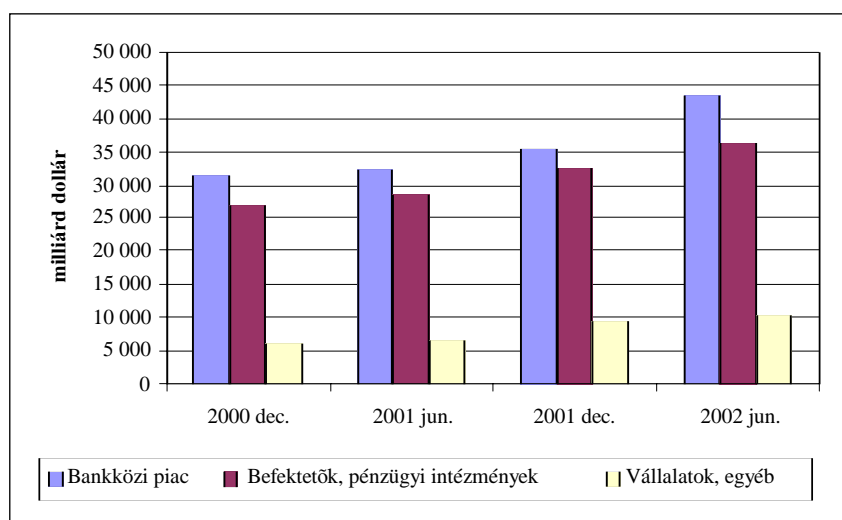
A bevezetőben említett alapvető célok közül a biztosítók szinte mindegyikben érdekeltek, de talán a legfontosabb számukra – különösen az életbiztosítóknak – mégis a **duration menedzsment**. Esetükben a forrásoldalon nagyon hosszú átlagos futamidejű kötelezettségek állnak a tevékenységük jellegéből adódóan, így egy hatékony eszköz–forrás menedzsment esetén az eszköz oldal durationjét is lehetőleg minél hosszabbra kellene nyújtani. A legkézenfekvőbb megoldás a hosszú durationnel rendelkező papírok megvásárlása lenne, de még sem a likviditás, sem a kibocsátott mennyiség nagysága nem megfelelő egy ténylegesen aktív portfóliómenedzsmenthez. Ráadásul a leghosszabb kötvényeknek is csupán 10 év körüli a durationje, ami messze elmaradhat a korfa által generált kötelezettségek átlagos hátralévő futamidejétől. Ezért kerülnek előtérbe a hosszú kamatswapok, melyek segítségével könnyen és egyszerűen változtathatók az egyes portfóliók durationjei, illetve hozamérzékenységi karakterisztikái. A swapok további előnye, hogy tényleges kötvény adásvétel, illetve likviditási igény nélkül hajtható végre a finomhangolás az eszközökben, így a portfóliókezelők sem kerülhetnek olyan helyzetbe, hogy esetleg számviteli előírások miatt nem hajtanak végre szükséges átalakításokat a portfólió

szerkezetében A BIS legutóbbi otc derivatív piaci felméréséből kitűnik, hogy a fejlett piacokon a bankközi kereskedést követően a pénzügyi befektetők mutatják

a legnagyobb aktivitást a kamatswapokban. Ez a tendencia Magyarországon még távoli jövőkép. (7. ábra)

7. ábra

A kamatswapok állománya



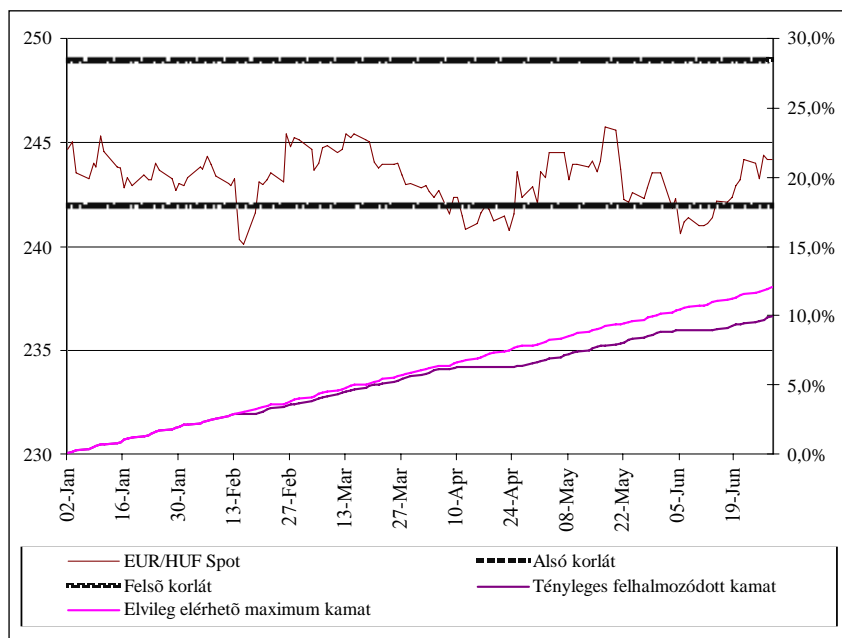
Forrás: BIS, féléves otc derivatív jelentés (A dollártól különböző swapok dollár névértékre konvertálva, szereplők közti duplikációk korrigálva.)

A **hozamnövelés**, mint preferencia szempont, az elmúlt néhány évben került előtérbe párhuzamosan a piaci kamatszintek jelentős csökkenésével. Ennek lényege, hogy bizonyos addicionális kockázatok vállalásával jelentős hozamtöbblet érhető el, amire a gyakran relatíve magasan befizált technikai kamatlábak mellett igencsak szükségük lehet a biztosítóknak. A felvállalható kockázatok alapvetően két nagy csoportba sorolhatók: (i) hitelkockázatok és a (ii) piaci kockázatok. A tanulmány szempontjából a hitelkockázat kapcsán a hitelderivatív

vokat érdemes megemlíteni, mely csoportba beletartoznak a credit default swapok, a total return swapok, a különböző hitelfelár opciók és valamennyire az asset swapok is. Tulajdonképpen ezen termékek segítségével direkt módon is szerezhető hitelkockázati kitettség, de gyakori, hogy a strukturált befektetési termékek építőköveiként találkozunk velük. A piaci kockázatokhoz kapcsolódó szofisztikáltabb termékek között a különböző kamatlábakhoz, illetve devizapárokhoz kötött opciós struktúrák a leggyakoribbak (8. ábra)

8. ábra

Példa egy strukturált befektetési termékre – a piaci indexált betét



Forrás: Citibank, treasury

A példában szereplő piaci indexált betétnél a tényleges felhalmozott kamat az EUR/HUF időszak alatti árfolyam változásának függvénye, a betét akkor fizet magasabb kamatot, ha az árfolyam egy előre meghatározott sávban marad a megfigyelési időszak alatt. Ennél a pontnál meg kell azonban említenünk, hogy az amerikai pénzügyi botrányok következtében egyre több szabályozó hatóság hangoztatott olyan véleményeket, hogy a biztosítói portfóliókban felgyülemlett strukturált papírok időzített bombaként ketyegnek és egy esetleges negatív eset kapcsán láncreakciót indíthatnak el. A helyzet tisztázása érdekében a BIS felügyelete alatt működő

Biztosításfelügyelet Nemzetközi Szövetsége⁵⁰ egy általános felmérést végzett a biztosítói portfóliók körében és a nemrégiben napvilágot látott nyilatkozatuk alapján a Szövetség teljes mértékben kielégítőnek találta a portfóliókban a strukturált papírok arányát és azok összetételét.⁵¹

Egy **portfólió megfelelő diverzifikáltságának** eléréséhez ismételten a hitelderivatívak nyújthatnak segítséget, hiszen egy strukturált credit default swap keretében egyszerre akár több tíz ország vagy vállalat kockázatát futhatja a be-

50 International Association of Insurance Supervisors

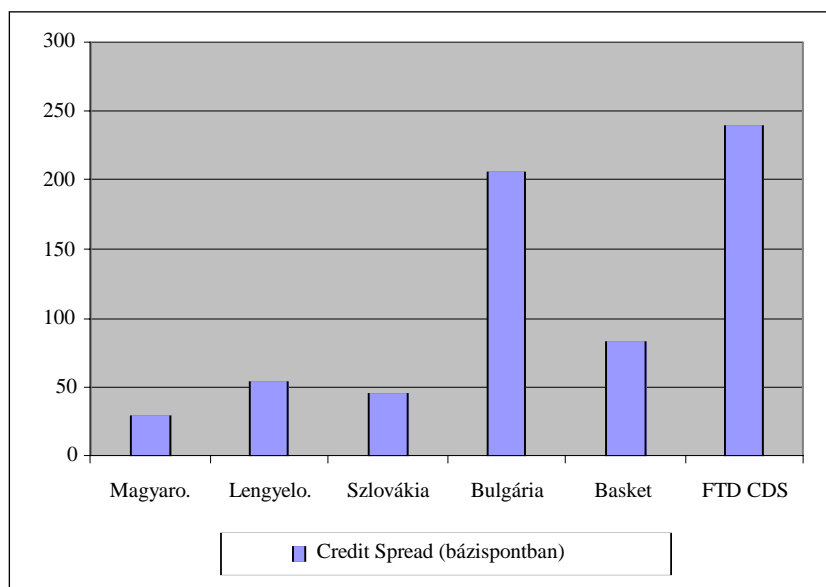
51 International Financing Review – 15/06/2002.

fektető (basket swapok vagy first to default swapok). Az úgynevezett leveraged swapok természetesen a magasabb

kockázatnak megfelelően jóval magasabb prémiumot is fizetnek az ügylet futamideje alatt.

9. ábra

Egyes országok egyedi credit default swap, egyenlően súlyozott basket és first-to-default spreadjei (2003. január 23-i állapot)



Forrás: Citibank, treasury

A basket credit default swap esetében csupán az egyes credit default spreadek súlyozása történik, míg a first-to-default swap esetében a tőkeáttétel miatt nagyságrendekkel magasabb a felár.

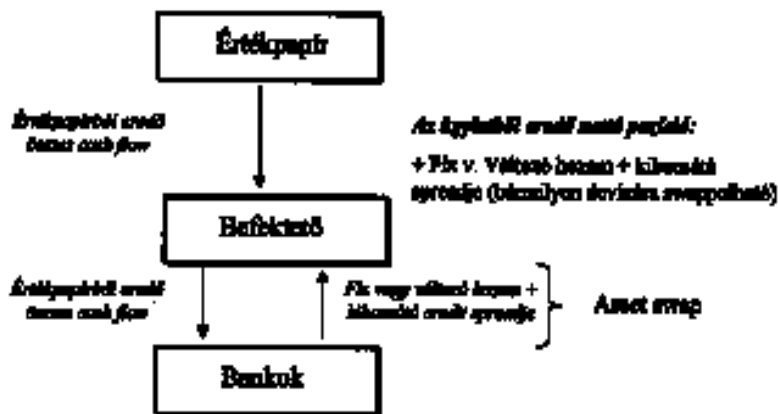
A **devizakockázat** kezelése a legkézenfekvőbb, hiszen ez a terület a leginkább közismert és használatos mind hazai, mind nemzetközi viszonylatban. A derivatív termékek egyaránt használhatóak egy kívánatos devizabenchmark előállítására is, de hatékonyan segítenek leválasztani, például egy külföldi kötvény

esetén, a devizakockázatot a hitelkockázatról (asset swap, 10. ábra).

Példa: ha egy fix eurókötvényt alakít át a befektető szintetikusán forint változóra, akkor tulajdonképpen minden egyéb kockázatot lefedezve (deviza, kamat) csak a kibocsátó hitelkockázatát futja a befektető.

Megoldási javaslat: A magyar biztosítók versenyképességét a jövőben nem csupán az általuk kínált termékek, szolgáltatások fogják meghatározni, hanem nagyban hozzá fog járulni a profitabilitá-

Az asset swap működése



sukhoz a vagyonkezelés eredményessége is. A fejlettebb tőkepiaccal rendelkező országokban a derivatív termékek már régóta részei a biztosítási portfólióknak, ezek használata mindennapos gyakorlattá vált számukra. Sajnos a legfrissebb törvénymódosítási tervezetek sem tartalmazzák a derivatívok felvételét a befektethető termékek listájára, ami tovább hátráltathatja Magyarországon a megfelelő szintű tudás és gyakorlat kialakulását.

Véleményünk szerint a jövőben a szabályozási környezet további liberalizálására, vagy másképpen megfogalmazott kontrollra lenne szükség, aminek következtében:

- lehetőség nyílna külföldi értékpapírok vásárlására a matematikai tartalék terhére is;
- elkezdődhetne a kamat derivatívok használata a portfóliók hatékony menedzselése érdekében;
- megtörténne a hitelderivatívok definiálása és kidolgozásra kerülne ezen termékek használatának szabályrendszere;

- pontos értékelési és könyvelési szabályok kerülnének bevezetésre, ami által standardizálódhatna az egyes intézmények hozamszámítási gyakorlata.

2. Befektetési alapok

Törvényi környezet. A befektetési alapok működésére a tőkepiaci törvény vonatkozik, amely jelenlegi formájában kielőn szabályozza az alapkezelőket, de még mindig tartalmaz néhány „kényelmetlen” előírást.

Befektetési alap kizárólag az alábbi esetekben köthet származtatott ügyleteket:

- fedezeti ügylet, aminek keretében csökkenti az egyes befektetésekből származó kockázatokat;
- portfólió hatékony kialakítása, azaz ha csökkenti az alap befektetési céljainak megfelelő portfólió kialakításának költségeit;

- arbitrázs, azaz ha kockázatmentes bevételt eredményező üzletet köt, illetve ha
- nyitott származtatott ügylet lezárását eredményezi.

Elviekben a fentiek a derivatívok használatának fél-liberális megközelítését jelentik, hiszen a derivatívokat nemcsak kockázat csökkentésre, hanem befektetésre is fel lehet használni. Szerencsére a 2002/164-es pénzügyi törvényeket módosító, „salátatörvény”-ként is emlegetett jogszabály eltöröl egy nagyon lényeges korábbi korlátozást, miszerint addig a nyíltvégű alapok csupán hat hónapra köthettek derivatív ügyletet. A tőkepiaci törvény jelenleg már csak a zártvégű alapoknál korlátozza a derivatív ügyletek futamidejét az alap hátralévő futamidejének hosszában.

A **származtatott ügyletekbe** fektető alapoknál a törvény relatíve jól definiálja a működési szabályokat, egyedül a shortolásnak lehetőséget adó bekezdés tartalmaz ellentmondásokat. Ezt a hiányosságot pótolja az új törvénytervezet.

Az **indexkövető alapok** szabályozásában nagy hátránynak számít, hogy a derivatív termékek nem kerültek a befektetési eszközök közé. Nyugat Európában és az Egyesült Államokban bizonyos indexkövető alapok egyáltalán nem is vásárolnak az index kosarat kitevő termékekből, hanem befektetési bankokkal kötött úgynevezett index swapokon keresztül érik el a megfelelő kockázati kitettséget. Szerencsére a módosítás tervezetbe bekerültek az index swapok, a jövőben már párhuzamosan lehet együtt alkalmazni mindkét befektetési formát (underlying, swap).

Egy kisebb probléma azonban még mindig fellelhető az indexkövető alapok

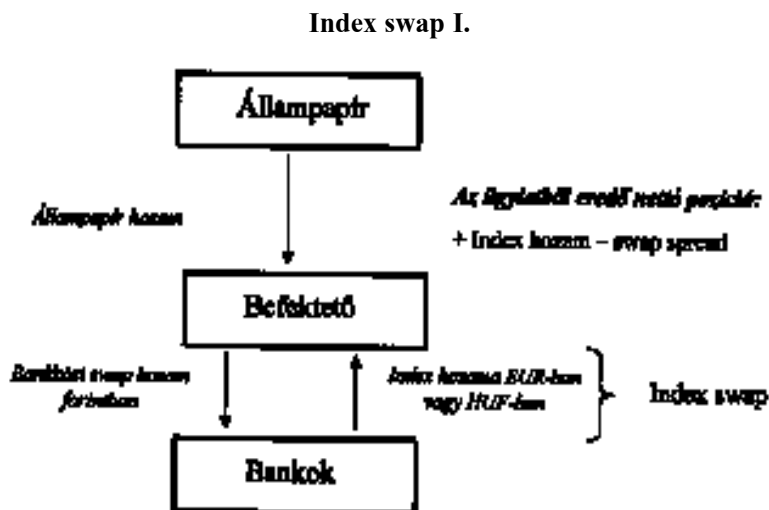
szabályozásában. Az előbb említett index swapok nagyon hatékony eszközei egy index lekövetésének, viszont általában egy változó bankközi kamattal (Libor, Euribor) szemben fizetik az index hozamát. Ezen bankközi kamatok hosszú távú átlaghozama (swap) magasabb, mint az állampapírokon elérhető hozamok, amely különbséget a piac swap spread néven említ. A magyar indexkövető alapok az index kosárban szereplő termékeken túl kizárólag állampapírba fektethetnek, ami áttételesen azt jelenti, hogy egy index swap alkalmazásánál az alap „bukja” a swap spreadet (11. ábra).

Ha adott esetben az alapok vehetnének banki kockázatot megtestesítő (AA) kockázatu értékpapírokat, akkor a swap spread bennmaradna a portfólióban. A nemzetközi piacokon számos a magyar állampapírnál jobb besorolású befektetési termék létezik (pl. AAA pfandbrief), melyek hozama a bankközi kamatok felett helyezkedik el (pozitív asset swap spread). Ha az indexkövető alapok megvásárolhatnák ezeket a kötvényeket, és egy cross currency asset swap segítségével forintosíthatnák a befektetést, akkor Bubor feletti hozamszintet állíthatnának elő AAA kockázatu papírokkal. Ebben az esetben egy indexalap nemcsak, hogy tökéletes index követést hajthatna végre az index swapok segítségével, de még akár azt meghaladó hozamot is elérhetne az asset swap által termelt extra bázispontokból (12. ábra).

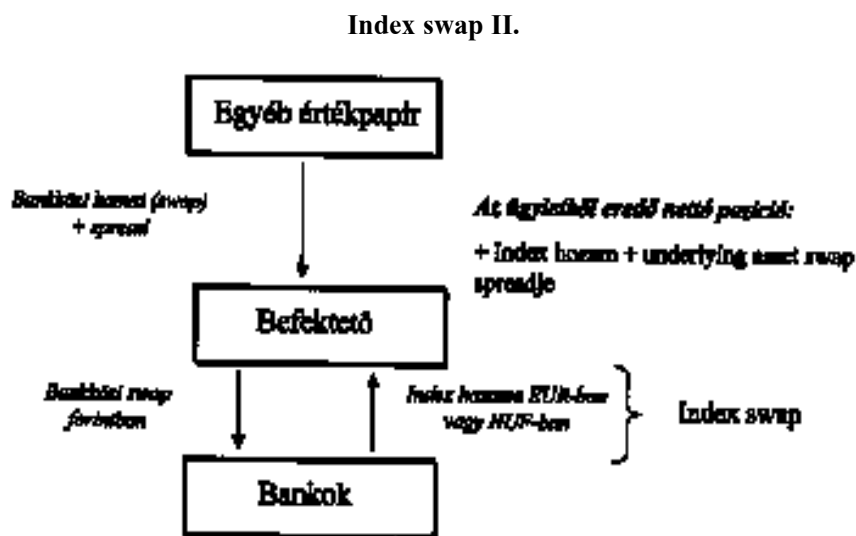
Termékfelhasználási lehetőségek.

A biztosítóknál említett termékfelhasználási lehetőségek természetesen a befektetési alapokra is mind igazak, egyes derivatívok talán nagyobb teret nyerhet-

11. ábra



12. ábra



nek, más típusúak háttérbe szorulhatnak. Taxatív felsorolást nehéz lenne adni, hiszen majd' minden alap célját tekintve más és más, így a menedzselésükhöz szükséges derivatívok is ennek megfelelően változnak. A kamatderivatívok területén – a professzionális piacot nem szá-

mítva – eddig szinte csak a vállalatok oldaláról mutatkozott érdeklődés, holott nemzetközi viszonylatban talán a befektetők az aktívabb felhasználók. Kamatopciókról szinte nem is beszélhetünk, pedig a befektetési bankok már készek jegyezni akár 5–7 éves időtartamra is Buborra szó-

ló opciókat. A derivatív piac ezen szegmensének további fejlődéséhez a vállalatok mellett a befektetőkre is szükség lenne, hogy az egyirányú pozíciók miatt ne alakuljon ki piaci illikviditás.

A kamatopciók a befektetési eszközök tárházát egy színes elemmel bővítenék, hiszen itt nem csupán a kamatok irányára, hanem azok jövőbeni volatilitására is pozícionálhatnának a befektetők. Ráadásul olyan kockázati profilok is elérhetők a kamatopciók által, amelyek a cash piacon elképzelhetetlenek, illetve nagyon költséges lenne ezek megvalósítása.

Felmerül a kérdés, hogy miért érdemes a befektetőknek foglalkozni a strukturált termékekkel, amikor annak a „pár” extra bázispontnak az értéke a jelenlegi kamatszint, illetve a strukturált termékportfólión belüli aránya miatt elhanyagolható. Ez az érvelés a jelenlegi környezetben még talán meg is állja a helyét, de a kamatkonvergencia folyamatának előrehaladásával annak a néhány bázispontnak az értéke a teljes portfólión belül igencsak jelentőssé válik. A versenyképesség megőrzése érdekében akkorra viszont már jó lenne, ha a derivatívok használata készségi szintű lenne, és nem annak a néhány éves tanulási folyamatnak a kezdetén lenne a piac, ami általában szükséges a piac hatékony működéséhez. Ez alatt nem csupán a portfólió menedzserek szaktudása értendő, hanem a megfelelő számviteli folyamatok kidolgozása, a szükséges technikai feltételek kialakítása, illetve a végbefektetők tájékoztatása, képzése.

Megoldási javaslat. A külföldi alapok magyarországi megjelenésével a verseny egyre éleződik és hosszú távon feltehető-

leg csak a professzionális, leghatékonyabban működő alapok maradhatnak versenyben. Valószínűleg a „magyar” alapok nem nemzetközi indexalapok, vagy más külföldiek által méretgazdaságosan kezelt, egy-egy nagyobb piaci szegmens kockázati profilját leképező alapok létrehozásával lesznek kompetitívek, hanem sokkal inkább a hazai piac ismeretét felhasználva, illetve azt minél jobban kihasználva próbálhatnak a nemzetközi versenyben helyt állni.

A friss módosításokkal a befektetési alapok törvényi szabályozása a legliberálisabb az intézményi befektetők között, ebben a szegmensben alapvetően már az alapkezelőké a főszerep. A belső befektetési irányelvek módosításával, kiterjesztésével párhuzamosan a derivatív termékek használatának felfutására számítunk.

3. Magánnyugdíj-pénztárak

Törvényi környezet. A magánnyugdíj-pénztárak befektetési tevékenységét jelenleg a 282/2001-es kormányrendelet szabályozza. Ez a kormányrendelet 2002. január elsején váltotta fel a korábban érvényben lévő 171/1997-es kormányrendeletet és a derivatívok tekintetében lényeges változást hozott. 2001. végéig a magán-nyugdíjpénztárak bizonyos megkötésekkel szabadon köthettek határidős, illetve opciós ügyleteket. Az egyedüli megkötés az volt, hogy az ügyletek kizárólag fedezeti céllal jöhetnek létre, és a pénztár portfóliójában szereplő értékpapíroknak és jogoknak fedezniük kellett a derivatív ügyletekből származó kötele-

zetségeket. További kritérium volt, hogy az összes nyitott pozíció árfolyamértéke nem haladhatja meg az összes befektetett eszköz 10 százalékát.

Ez az 1997-es piaci viszonyokat tekintve még liberálisnak is mondható szabályozás 2001 végén aktualizálódott, de szigorúbb lett. Az új kormányrendelet szerint a magán-nyugdíjpénztárak kizárólag tőzsdei határidős és tőzsdei opciós ügyleteket használhatnak a vagyonkezelés során, otc-tranzakciót kizárólag a devizakockázat fedezése érdekében köthetnek. Ráadásul a 2. sz. melléklet továbbra is korlátozza a derivatívok használatát: magán-nyugdíjpénztár kizárólag fedezeti, illetve arbitrázs célokból köthet származtatott termékekre kontraktust, azaz a befektetés nem megengedett.

Az új szabályozás több szempontból is kritizálható. Egy magyar nyugdíjpénztárnak a törvényi szabályozásból adódóan legnagyobb valószínűséggel valamilyen forint eszközön képződhet (kötvény, részvény) kockázati kitettsége. A részvény kitettséget részben le tudja fedezni határidős BUX-kötésekkel, de a kamatkitettség fedezése már nagyobb gondot okozhat. Az elmúlt években több próbálkozás is volt kamatkockázat menedzselését elősegítő termékek tőzsdei bevezetésére a piaci hatékonyság növelése érdekében, de sajnos ezekben az eszközökben a likviditás jelenleg elenyésző, a legtöbb esetben nulla. Mivel otc-ügyletet a pénztárak csak a devizakockázat fedezése érdekében köthetnek, így a tőzsdei kényszer miatt megszűnik számukra az a lehetőség, hogy kamatderivatívokon keresztül alakítsák portfóliójuk kockázati profilját (fedezze-

nek). A magán-nyugdíjpénztárak elviekben lefedezhetik külföldi értékpapírjaik kitettséget a nemzetközi tőzsdéken, ha találnak kontraktust az adott instrumentumra, de ezzel a lehetőséggel feltehetően még egyik nyugdíjpénztár sem élt.

További probléma, hogy a fedezeti ügylet során a portfólióban már szerepelni kell annak az instrumentumnak, amire a fedezeti ügyletet kötik. Ennek a kritériumnak a szigorú értelmezése gondot okozhat egy részvényportfólió BUX-szal történő fedezésénél, illetve állampapírok esetében akkor, ha a pénztár által tartott papírok nem szerepelnek a notional kontraktus specifikációja szerint leszállítható kötvények kosarában.

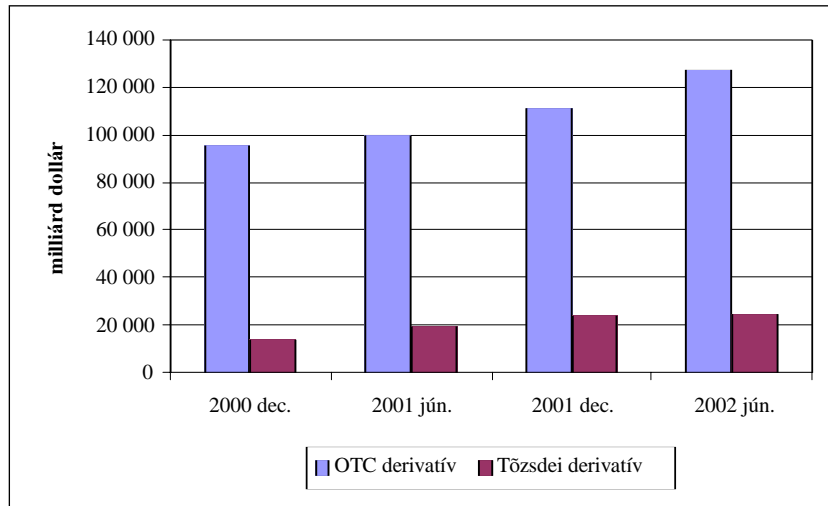
Ráadásul a törvény a fedezeti ügylet definiálásánál szükségessé teszi az eszköz tartásából adódó kockázat csökkentését, ami közgazdasági olvasatban a piaci faktorok mozgásából adódó árfolyamváltozások csökkentését jelenti, azaz duration csökkentést. Ebben viszont egy relatíve hosszú forrás durationnel rendelkező nyugdíjpénztár éppen hogy ellenérdekeltenne, valószínűleg a derivatívokat a hosszú állampapírok szűk kínálata miatt inkább a duration növelésre használnák.

A BIS legutóbbi derivatív piaci felméréséből látható (13. ábra), hogy az otc derivatív piac nagyságrendekkel megelőzi a tőzsdei származtatott ügyletek piacát, ami nemcsak nagyobb likviditást, de szélesebb termékskálát is jelent. A nemzetközi tendenciák fényében javasoljuk a „tőzsdékényszer” eltörlését.

Tőzsdei arbitrázsügyletek kötésének a jelenlegi likviditási környezet mellett alacsony a valószínűsége, de mindenesetre

13. ábra

Az otc és a tőzsdei derivatívok megoszlása a világpiacon



Forrás: BIS, féléves otc derivatív jelentés (A dollártól különböző swapok dollár névértékre konvertálva szerepelnek, a szereplők közti duplikációk korrigálásra kerültek)

pozitív jel, hogy a lehetőség adott a jövőre nézve.

Érdeklődéssel érdemes még megemlíteni, hogy a magán-nyugdíjpénztárakat szabályozó rendelet 1. sz. mellékletének taxatív felsorolásában nem kerülnek külön említésre a repó ügyletek, viszont a melléklet 2. pontja mégis meghatároz limitet a repó ügyletekre az összes befektetett vagyon vonatkozásában. Egy későbbi rendeletmódosításban feloldódhat ez a technikai ambivalencia.

Termékfelhasználási lehetőségek.

A magán-nyugdíjpénztárak kockázati profiljukat tekintve az intézményi befektetők közül leginkább a biztosítókra hasonlítanak, így az ott megemlített termék felhasználási javaslatok szinte minden tekintetben megállják a helyüket.

Különbség talán ott figyelhető meg, hogy a biztosítók legtöbbször saját maguk végzik a portfólió kezelését, míg a magán-nyugdíjpénztárak esetében gyakoribb a vagyongazdálkodás. A vagyongazdálkodással folytatott beszélgetésekből kitűnik, hogy a magánpénztáraknak gyakran minimális tapasztalata van a tőkepiacok terén, így benchmark választásnál gyakran hagyatkoznak a vagyongazdálkodó ajánlásaira. A kialakult piaci gyakorlat szerint általában valamelyik MAX index, a BUX és esetleg minimális súllyal külföldi részvény- vagy kötvényindexek szerepelnek. Az adott piaci struktúrát figyelembe véve a magán-nyugdíjpénztárak profiljába a derivatív termékek tárházából leginkább a tőkegarantált strukturált kötvények illenek bele: (i) ezeknek egyfelől egyszerű a könyvelé-

se, (ii) másfelől nem igényelnek speciális pozícióvezető rendszereket, illetve (iii) kiváló alternatívát jelentenek a külföldi részvény és kötvénypiacok elérésében egy biztos tőkegarancia mellett. Ezen értékpapírok további előnye, hogy nem terheli őket a külföldi értékpapírok viszonylatában gyakran tetemes vagyonekezelési díj.

Megoldási javaslat. Véleményünk szerint az új kormányrendelet könnyítés helyett a már korábban kiadott jogosítványok visszavételével inkább nehezíti a pénztárak hatékony, modern eszközökkel történő vagyonekezelését.

Az iparág fejlődése érdekében érdemes lenne:

- visszaállítani a korábban már engedélyezett otc derivatív ügyletek alkalmazását a vagyonekezelés során;
- megszüntetni a származtatott termékek használatának fedezeti célú korlátozását, ami által megnyílna az út a derivatív termékeken keresztüli befektetések irányába.

4. Önkéntes kölcsönös nyugdíjpénztárak

Törvényi környezet. Az önkéntes kölcsönös nyugdíjpénztárak törvényi szabályozása szinte minden lényeges pontban megegyezik a magán-nyudíjpénztárak szabályozásával, a származtatott termékek kapcsán azonban fellelhető egy-két apró eltérés. Esetükben a 2002. január elsejével hatályba lép új kormányrendeletet (281/2001) megelőzően is csak a tőzsdei derivatívok használata volt engedélyezett, amin az új rendelet továbbra sem változ-

tatott. Ezzel szemben viszont megjelent két új befektetési forma, a repó és a swap. A rendelet a repó ügyletek értékét az összes befektetett vagyon vonatkozásában 20 százalékban, míg a swapokét 10 százalékban maximálja.

Termékfelhasználási lehetőségek.

A magán-nyudíjpénztárak és az önkéntes nyugdíjpénztárak kockázati kitettségében lévő hasonlóság miatt itt nem ismételjük meg a korábban elmondottakat, az egyedi különbség a swapok addicionális alkalmazhatóságában rejlik. Igaz, a nem szabványosított tőzsdei ügyletek korlátozása továbbra is életben marad, így nem marad más, mint a devizakockázat kezelése, a kamatswapok alkalmazhatósága kizárásra került.

Megoldási javaslat. Javaslatunk azonos a magán-nyugdíjpénztáraknál leírtakkal.

⇒ Lakosság

Törvényi környezet. A lakosság esetében a személyi jövedelemadó szabályrendszere a mérvadó az egyes derivatív, vagy derivatívhoz kapcsolt befektetési termékek esetében, hiszen befektetési korlátozás a devizatorvény megszűnése óta nem létezik.

Az adótörvény természetesen nem fedile a strukturált termékek által generált jövedelmek adózási vonatkozásait, de a speciális adókulcsok kategóriáinak elemzésekor kiderül, hogy a strukturált termékek jövedelmét az egyéb kategóriába lehet besorolni. Ez jelentős hátrányt okoz a befektetőknek, hiszen míg egy szimpla banki betét adómentes jövedelmet hoz, addig a strukturált kötvények/betétek, illetve az otc derivatív termék hasznélve-

zóit akár 40 százalékos adókulcs is terhelheti.

Termékfelhasználási lehetőségek.

A lakossági piacot alapvetően a fent említett strukturált befektetési termékekkel lehet megcélózni. Lehetőség lenne otc derivatív ügyletek értékesítésére is, de azok egyedi jellege és az ügyfelek körülményes kockázati bevizsgálása miatt méretgazdaságossági szempontból ez nehezen kivitelezhető.

A strukturált befektetési termékek esetében a lehetőségek száma végtelen. A lakossági ügyfelek sokkal nyitottabbak a komplex struktúrák irányába, hiszen számukra csupán a végső kifizetési függvény egyszerűsége a mérvadó. Ezzel ellentétben a nagybefektetők jobban kedvelik az egyszerű, könnyen árazható struktúrákat, akkor is, ha azok nem is követik le teljes mértékben a kívánatos kockázati profilt.

Megoldási javaslat. A tőkepiaci jövedelmek adóztatásának további finomítása lehetőséget adhatna a tőkegarantált termékek szélesebb körű elterjedésének, ami áttételesen tovább fejlesztené a forint derivatív piacot is. Természetesen e kategória adóztatása kiemelkedően nehéz feladat, hiszen a sokszor bonyolult termékstruktúrák elemekre történő szétbontása nehéz feladat.

A strukturált befektetési termékek „marketingje” egy-két kivételtől eltekintve egyelőre hiányzik. A hazai piacon a minimális betűnagyságban elrejtett THM-ek és havi törlesztő részletek mellett szinte semmilyen fórumon nem zajlik a lakosság képzése. Az oktatás gyerekcipőben jár, hasonló a helyzet a private banking szolgáltatások esetében is. Ennek a terü-

letnek a fejlesztése létfontosságú a jövőbeli fejlődés érdekében.

⇒ Bankok

A bankok a pénzügyi közvetítő rendszer legfontosabb szereplői. Nemcsak a piaci szereplők eltérő pénzügyi igényeit feleltetik meg egymásnak, hanem a kockázat-transzferben is kiemelkedően fontos szerepük van.

Véleményünk szerint **a hazai származékos piac fejlesztésének feladata egyértelműen rájuk vár.** Náluk áll rendelkezésre az ehhez szükséges technikai és információs bázis. A piac fejlődésének elősegítése ráadásul közvetlen érdekük is, hiszen a derivatív piaci aktivitással tovább növelhetik jövedelmezőségüket. A többi piaci szereplő is nyer a fejlődéssel, hiszen a likvid piacon alacsony tranzakciós költség mellett lesznek képesek fedezni kockázataikat.

A bankok elemzésénél először röviden összefoglaljuk a jelenlegi helyzet jellemzőit, majd az anyag szempontjából fontosnak tartott sorrendben vizsgáljuk a banki tevékenységet, ill. a meglévő problémákat, majd vázoljuk a megoldási javaslatokat.

Az FX swapok és forwardok alakulásáról már szóltunk, a többi derivatívával kapcsolatban egyéb adatok híján a legaktívabb hazai bankok körében végzett kérdőíves felmérésen⁵² keresztül próbáltunk képet alkotni.

52 A felmérést a devizapiacra legaktívabb bankok körében végeztük 2002. decemberben.

1. A helyzet rövid összefoglalója

Ebben az alfejezetben a következtetésünk a 2003. januári eseményeket megelőző állapotot tükrözik. A felmérést 2002. december óta nem ismételtük meg, azonban anekdotikus információkból arra következtetünk, hogy az akkor alkotott kép alapvetően nem változott, azaz továbbra is a külföldiek dominanciája jellemző minden fontosabb szegmensben. A belföldi szereplők aktivitásnövekedése esetinek tekinthető, és elsősorban az exportörök-

nek köszönhető, akik a forint gyengülésének átmeneti időszakában igyekeztek fedezni pozícióikat. Az össz-derivatív forgalomban azonban ezek az átmeneti forward-élenkülések nem okoztak jelentős növekedést a már említett nagyságrendbeli eltérés miatt.

A derivatív piaci ügyfelekkel kapcsolatos legfontosabb kvalitatív következtetés az, hogy árfolyamkockázat-tudatosságuk megnőtt. Ez elsősorban a nagyobb ügyfelekre vonatkozik, mert ők képesek vállalni a fedezés tranzakciós költségét.⁵³

3. táblázat

Az ügyfélcsoportok bankon belüli összforgalmon belül vett arányainak átlaga a bankok között (%)

Vállalat	Intézményi befektető	Belföldi bank	Külföldi bank
31,2	0,2	23,5	45,1

Az egyes ügyfélcsoportok forgalmon belüli aránya vegyes képet mutat (3. táblázat). Szembeötlő tény, hogy a hazai bankok intézményi befektetőkkel alig-alig kereskednek, ami valószínűleg az intézményi befektetők szigorú szabályozási környezetének köszönhető. Fontos továbbá, hogy ezzel a csoporttal szemben a bankok viselkedése homogén: nemcsak átlagosan hiányoznak ezek az ügyfelek, a zérus közeli aggregált érték általában igaz a bankokra.

A második fő következtetés az, hogy várakozásainknak megfelelően **a bankok nagyon gyakran külföldi bankokkal üzletelnek**. A kérdőíves válaszok alapján a hazai bankok minden második derivatív

ügyfele külföldi bank, ezzel ők az anyag elején jelzett négy szereplő között fontosság szerint az első helyen állnak. A külföldiek eloszlása a bankrendszeren belül – az intézményi befektetőknél elmondottakkal szemben – nem egyenletes. Néhány esetben ugyan alacsony,⁵⁴ máshol súlyuk annyira jelentős, hogy a forgalmon belüli arány elérheti a 60-70 százalékot is.

A második legfontosabb csoport a hazai vállalati ügyfeleké. A növekvő aktivitás következtében immár ennek a csoportnak is jelentős a súlya: átlagosan csaknem

⁵³ Az ügyfélígények jelentkezésével párhuzamosan egyes kisbankoknál problémát jelent, hogy nincs limitjük az ügyletkötési igénnyel fellépő ügyfelekre.

⁵⁴ Kevesebb, mint 33 százalék.

minden harmadik derivatív ügylet partnere nem-pénzügyi vállalat. Ez a csoport a külföldiekhez hasonlóan nem homogén módon oszlik meg a bankok között, azonban a szóródás kisebb: a forgalmon belüli arány 10 és 50 százalék között változik. A hazai bankok a forgalom szerinti rang-

sorban a harmadik helyen állnak: ők az összforgalom mintegy 20-25 százalékát teszik ki. A bankközi ügyletek aránya a várakozásoknak megfelelően egyenletesebben oszlik meg a hazai bankok között, mint akár a külföldi, akár a vállalati ügyfélforgalom (20-40 százalék).

4. táblázat

Az egyes termékek összforgalmon belüli átlagos aránya (%)

Forward*	Cross Currency Swap	Plain Vanilla Opcio	Commodity	Credit derivatív	Equity	Strukturált derivatív	Kamatláb-swap**	Kamatláb-opció
73,1	4,2	10,8	0,0	0,3	0,0	2,0	8,7	1,0

* Az egyszerű forwardok közé soroltuk a currency swapokat (FX swap).

** Tartalmazza az FRA-kat is.

A termékek közül egyelőre az egyszerűbbek terjedtek el (4. táblázat). A forgalom alapján legfontosabb termékek a forwardok, átlagosan 73 százalékos aránnyal. Ezzel a terméktípussal a hazai bankok derivatív forgalmának döntő része megmagyarázható.

A forward termékcsoporthoz nagyjából egyformán elterjedt a bankok között, az ügyletek döntő többsége minden megkérdezettnél FX forward vagy FX swap. A külföldi bankoknak köszönhető forint/deviza FX swap-piaci élénkülés azt implikálja, hogy a 4. táblázat forward csoportjában valószínűleg meghatározó a külföldiek részvétele. Ebben a csoportban szerepelnek még a hazai nem-pénzügyi vállalatok is, de az ő forgalommal mért aktivitásuk egy nagyságrenddel kisebb.

Figyelemre méltó, és a korábbi anekdotikus információknak megfelelő tény, hogy mérhető nagyságúvá vált a plain

vanilla opciók forgalmának aránya. Korábban⁵⁵ a banki treasurerek várakozása egyértelműen az volt, hogy az opciós termékek piacában értékelhető növekedési potenciál van, bár az opciókat csak egyedi esetekben alkalmazták. A jelenlegi információink alapján ezért biztató tény, hogy a korábban csak nyomokban alkalmazott opciók forgalma mérhetővé vált. Ezzel együtt még mindig nem számít elterjedt instrumentumnak: aránya erősen szóródik a bankok között, és a legjobb esetben sem haladja meg a 25 százalékot. A plain vanilla opciókra vonatkozó korábbi állítás most a kamatláb-opciókra érvényes.

A kamatláb-swapok forgalma némileg elmarad a plain vanilla opciók mögött, a cross currency swapok nem általánosak, egy-egy bank köt ilyen ügyleteket.⁵⁶

⁵⁵ 2001. második felében

⁵⁶ Ennek lehetséges okairól, illetve a megoldási lehetőségekről ld. korábban.

A következőkben **megfogalmazzuk azokat a lépéseket, amelyeket a bankoknak véleményünk szerint feltétlenül meg kell tenniük** a piac továbbfejlődéséhez.

A bankok tevékenységét négy fő csoportra osztottuk, és a négy csoportot külön-külön elemezzük a kockázat, a használható derivatív eszközök és a megoldandó problémák figyelembe vételével.

A négy tevékenység a következő:

- treasury sales tevékenység,
- eszköz-forrás menedzsment,
- saját számlás kereskedelem,
- banki hitelportfólió kockázat-menedzsmentje.

A felsorolás az anyag szempontjából vett **fontossági sorrendet** is tükrözi. Véleményünk szerint elsősorban az értékesítési tevékenység lenne az a terület, amely a derivatív piacok felfutásához a legnagyobb mértékben járulna hozzá. Az eszköz-forrás menedzsment, valamint a market-making tevékenység az ún. klasszikus derivatív ügyletek forgalmát generálja, míg a banki hitelportfólió kezelése elsősorban a hitel derivatívokkal kapcsolható össze.

2. Derivatív sales tevékenység

A bankok sales tevékenysége az ügyfelekkel folytatott üzletelésen keresztül, piacra gyakorolt hatása miatt kap kiemelt figyelmet az anyagban. Aktivitásuk pozitív hozzájárulás lenne továbbá, hogy javulna a piac likviditása, mivel megteremtődne a piaci igényeknek megfelelő keresletkínálat. E tekintetben valószínű, hogy a bankok a 24. órában vannak. Ha ugyanis

nem lépnek sales oldalról, a várhatóan megjelenő külföldi befektetési bankok megszerzik ezt a piacot. Emiatt szükséges, hogy a hazai bankok minél hamarabb kezdjék el kihasználni az e tekintetben a külföldiekkel szemben meglévő **kompetitív előnyüket**.

A sales tevékenységgel kapcsolatban a kamat-, deviza- és hitelkockázat dimenzióban mindhárom kockázati tényezőt relevánsnak tartjuk. A **terméktípusok** közül a kamatkockázatra a kamatláb swapok, kamatláb opciók, valamint a swapra szóló opciós ügyleteket (swaption) gondoljuk fontosnak a piacon. A devizakockázatra alkalmazott eszközök közül az FX-swap, devizaforward, devizaopció és a különféle hibrid termékek játszhatnak szerepet. Hitelkockázati oldalon a total return swap, asset swap, credit default swap és credit linked note terméktípusokat tarjuk használható eszközöknek.

A vállalatokkal kapcsolatban érintettük a jogi, **dokumentációs** aspektusokat. Tapasztalatunk az volt, hogy ezen a téren elfogadható a helyzet, hiszen a hazai bankok többsége ISDA Master Agreementeket, vagy pedig valamilyen ISDA alapján készített egyszerűsített keretszerződést köt. Ez utóbbit sok esetben a bank külföldi anyavállalata szolgáltatja. Ha a bank ügyfele módosítani kívánja a keretszerződést, akkor bizonyos esetekben erre van lehetőség, de vannak olyan bankok is, amelyek szigorúan ragaszkodnak a már lefektetett keretszerződések szövegezéséhez. Annyit azonban mindenképpen el lehet mondani, hogy a keretszerződések hiánya már nem akadályozza a hatékony derivatív piac kialakulását.

Az ügyfelekre kialakított **limitrendszerekről** általánosságban elmondható, hogy a bankok többnyire valamilyen credit modell alapján számszerűsítik a partnerkockázatot. Eltérő megoldások észlelhetők abban a tekintetben, hogy ezt helyileg hol végzik, sok esetben az anyacég számítja és allokalja a felhasználható limitkeretet, de arra is van példa, hogy a hazai bank független (credit) részlege végzi ezt a feladatot.

A **limitallokációval** kapcsolatban felmerül az a kérdés is, hogy mi történik ezzel a jóváhagyott kerettel. A priori elképzelésünk szerint mindenképp szükséges valamilyen módon mérni a limitkihasználtságot, illetve a derivatív ügyleten keletkezett bevételt, hiszen enélkül nehéz összehasonlítani a derivatív-kockázaton elért hozamot (bevételt) és a klasszikus hitelezési üzletágban realizáltat. Úgy gondoljuk, amennyiben egy limitet jóváhagytak, indokolt lenne valamilyen előzetes megtérülési elvárást megfogalmazni ezzel kapcsolatban. Általánosságban elmondható, hogy a bankok számszerűsítik a derivatívokon elért hozamot, de nem feltétlenül a felvállalt kockázatra vetítve. Jellemzőek a RAROC, ROE, return on risk típusú mérések.

A bankrendszer egészére nem jellemző, hogy külön erőforrásokat allokaljanak a derivatív sales tevékenységre. Kevés kivételtől eltekintve a derivatív-sales a treasury salesbe integráltan valósul meg. Ez a korábbiakban elmondottak fényében nem meglepő, ugyanakkor ezen a területen is érzékelhető némi konzerválódás: az adott helyzetből azért sem mozdul ki a rendszer, mert a bankok túl költsé-

gesnek ítélik a plusz erőforrás befektetését,⁵⁷ viszont a sales által átadandó ismeretek nélkül nehezen várható el, hogy változzon az ügyfelek hozzáállása, ezért szükségesnek tartjuk a **derivatív sales erősítését**.

Mindezt csak súlyosbítják a többi szereplőnél elmondott jogi, intézményi és **magatartásbeli** problémák. Noha a jelenlegi helyzetre nem jelentene önmagában megoldást a sales tevékenység erősítése, azonban ennek hiányában esélyes, hogy ez a potenciális jövedelemtermelő képességét tekintve semmiképpen sem elhanyagolható terület teljes egészében Londonba vándorol. Ezt azért is tartjuk fontosnak, mert a hazai bankok külföldiekkel szembeni kompetitív előnye egyes intézményi szereplők mellett pontosan a középállalati réteggel kapcsolatban használható ki a legnagyobb mértékben.

3. Eszköz-forrás menedzsment

Az eszköz és forrásoldalon elhelyezkedő mérlegtételek eltérő lejáratú és kamatszerkezete, esetlegesen eltérő devizaszerkezete kockázatot jelent a bank számára. A banknak a mérleg kockázatvállalási igény szerinti beállítását célzó tevékenysége természetes igényt támaszt a különféle derivatívokra.

A banki működés kapcsán kialakuló **mérlegstruktúra** kezelésénél elsősorban a piaci kockázatot tartjuk fontosnak, azon belül is a kamat típusú kockázatot, amit a

⁵⁷ Illetve a treasury tevékenységet valamilyen szempontból alárendeltnek a klasszikus banki tevékenységekhez képest.

szakma a duration-menedzsment címszó alatt szokott említeni. A kamatkockázat mellett létezik likviditási és devizakockázat is. Az előbbi tulajdonképpen az eszközök és források lejárat eltéréséből eredő kockázat kezelését, míg az utóbbi a bank különböző devizanemek közötti műveleteiből adódó kockázat kezelését teszi szükségessé.

A **kamatkockázat** kezelésére a hozzáférhető termékek közül a kamatláb-swapok és az FRA-k használhatók. A **likviditási** gap menedzselésére – amely többek között azért is fontos, mert aktív likviditás-menedzsment segítségével a bank képes a felesleges likviditását a piacnak átadni – a mérlegen belüli fedezésen kívül a legkülönbözőbb derivatívák, leginkább a swapok is alkalmasak.

Kérdőíves felmérésünkben arra is kerestük a választ, hogy a bankok miért nem használják aktívabban a kamatderivatívákat a duration beállításra, amikor ezek mérlegen kívüli tételként, az eszközök adásvétele nélkül hatékonyan⁵⁸ használhatók. Igyekeztünk kitérni arra is, hogy milyen a bankok derivatívához kialakított IT támogatottsága és kapcsolódó limitrendszer.

A klasszikus banki **mérlegstruktúra**, amely a tankönyv szerint rövid, változó kamatozású forrásoldali és hosszabb, rögzített kamatozású eszközoldali tételekből áll, nem tipikus a magyar bankrendszerben. Általában igaz, hogy mind a forrás-, mind az eszközoldal rövid lejáratú és változó kamatozású. Ennek egyenes követ-

kezménye a kisebb vagy zéró kamatfedezeti igény, illetve az alacsony érdeklődés a kamatderivatívák piacán.

A derivatívoknál a **lejárat** horizont 1,5-2 évre korlátozódik, a bankok devizawapokkal és FRA-kkal operálnak. A 2 évet meghaladó tenorokban eseti jelleggel kötöttek ügyletek, inkább mikroszintű underlying fedezésről beszélhetünk, nem pedig makro-hedge-ről. Előfordul, bár nem általános, hogy a bank cash-flow alapú fedezést is alkalmaz.

Az infrastruktúrát tekintve megállapítható, hogy szinte minden banknak integrált front office rendszere van, amely **nyilvántartja** és többnyire jól kezeli a kamatkockázatot, amit elsősorban érzékenységvizsgálatokkal és VaR típusú mutatókkal számszerűsítene. Igen elterjedt mutató a kamatláb bázispontban történő elmozdulásának az eredményre gyakorolt hatását kimutató mérőszám.

A **dokumentációt** illetően ugyanaz mondható el, mint a sales-nél. Az ISDA vagy ISDA alapú keretszerződések léteznek.

A **limitek** esetében általánosságban megállapítható, hogy szabályozott credit control-típusú vizsgálatokon alapuló limitallokációs mechanizmusok vannak érvényben. Partnerrel szembeni limithiány esetén csaknem mindenhol külön engedély szükséges a limit kialakítására. Ennek jelentős időigénye lehet, hiszen a banknak nemcsak hitelezési, hanem jogi szempontból is engedélyeztetni kell az ügyletet. Mindenképp említésre méltó, hogy a külföldi partner jobb eséllyel pályázik gyorsabb elbírálásra, mint hazai versenytársa. Amennyiben az anyacégnak van már a kül-

58 A jövedelmezőség szempontjából kedvezőbb tőke- és limitkövetkezményekkel jár.

földi bankkal valamilyen ISDA-ja aláírva, egyszerűsödik a probléma.

A **számviteli környezet** jelenleg megnehezíti az ügyletek kezelését. Ez abból fakad, hogy ha az intézmény nem kíván valamilyen kamatkockázatot futni, akkor a kamatkockázat fedezésére megkötött határidős ügyletet napi szinten „mark-to-market”-elnie kell, ami napi szintű P&L-t eredményez. Ez a probléma a határidős ügylet megkötése nélkül nem jelentkezik, hiszen akkor csak accrual alapon történik az elszámolás. A napi szintű P&L pedig erőteljesen befolyásolhatja egy intézmény eredményét. A derivatívok használata ahelyett, hogy hatékony kockázatsökkentési eszközként szolgálna, a számviteli előírások miatt „rángatja” a bank eredményét. További régóta emlegetett probléma a mérleg fordulónapi átértékelésből adódó számviteli rendelkezés. Mivel a jogszabályból egyértelműen nem vezethető le a fedezeti ügylet jelleg, ezért több intézmény inkább eláll ezek megkötésétől. A számvitel elvileg lehetőséget ad alkalmazására, de mivel a „hedge-accounting” feltételeinek nehéz megfelelni, valamint jelentős az adminisztrációs szükséglete, az hedge-accounting lehetőségével alig élnek a bankok. Célszerű lenne egy átfogó felülvizsgálat keretében ezt a szabályt is újraértelmezni.

4. Saját számlás kereskedelem

A saját számlás kereskedési tevékenységet is három – bár a fentiekől különböző – szempont alapján vizsgáljuk. Egyrészt profittermelő, másrészt befektetési tevé-

kenységként, harmadrészt arbitrázs lehetőség kiaknázásaként. A **profittermelő** tevékenység a rövid távú spekuláció megtestesítőjeként jelentkezik, míg a **befektetési** stratégia a hosszabbtávú célkitűzésekkel párosul. Ez utóbbi elsősorban a lending tevékenységbe már nem kihelezhető tételek befektetését jelenti és kvázi-vagyonmegőrzési célt szolgál. Az **arbitrázs** tevékenység értelemszerűen a piacon fennálló pillanatnyi anomáliák kihasználását jelenti. Mindhárom tevékenység kockázatát a kamat-, és árfolyam-elmozdulások, valamint a hitelportfólióban bekövetkezett minőségi változások befolyásolják.

A saját pozícióvállalást általánosan jellemzi, hogy a 2 évet nem meghaladó **lejáratok** aktívak.

A tipikusan használt **instrumentumok** köre szűk, elsősorban FRA-kat, kamatlábswapokat, devizaswapokat és devizaforwardokat jegyeznek. A spreadek elég szűkek, és likviditási hiányosságok sem tapasztalhatóak. A piac jelenlegi visszafogottságában vélhetően nagy szerepe van a hazai bankok tulajdonosi struktúrájának, hiszen az igazi trading az anyabankon keresztül külföldön – leginkább Londonban – folyik, aminek következtében vannak olyan bankok, amelyek alig-alig folytatnak itthon trading tevékenységet. Az IT-háttér nem mutat olyan jelentős hiányosságokat, amelyek komoly gátat szabnának a piac fejlődésének.⁵⁹ A **kockázatok mé-**

59 Ez alól kivételt jelentenek az alapvetően middle- és back office-tevékenységek egyes területei: pl. a hedge accounting számviteli kezelésének IT vonatkozásai, a különböző felügyeleti szervek felé történő jelentési kötelezettségek összetettsége valamint a struk-

rése többnyire rendszerszerű és jól definiált, tipikusan bpv⁶⁰ vagy VaR típusú kockázatazonosítást és mérést használnak. Egyes esetekben az alkalmazott rendszerek támogatják a mélyebb elemzési lehetőségeket (szcenárió analízis), de ezzel ritkán élnek az intézmények.

Néhány bank az egyszerűbb instrumentumokban (FXSW) vállal kétoldali árjegyzést, de általában jellemző, hogy a bonyolultabb derivatívok (CIRS, IRS, IRO) esetében nincs hazai **market-making**. A hazai piac likviditásával kapcsolatos problémák miatt tehát nem meglepő, hogy a bankrendszer nagyobb része nem itthon fedez: a derivatív igény Frankfurtban, ill. inkább Londonban jelentkezik. Megjegyezzük, hogy ez nyilvánvalóan tyúk-tojás problémához vezet, amelynek megoldását nem lehet csak a bankoktól várni. A tanulmány intézményi befektetőkről és a vállalati szektorról szóló részében rávilágítottunk néhány olyan tényezőre, amelyek kiküszöbölésével megnőhet az említett felhasználói csoportok derivatívigénye. A közgazdaságilag természetes fedezeti igények artikulálódásával pedig a piacra lépő kereslet likviditást teremt.

Jellemző a **kockázatvállalással** kapcsolatos konzervatív megközelítés – a bankok a jogszabályi kereteket sem mindig használják ki a limitek meghatározá-

sakor. Az önkorlátozás azzal magyarázható, hogy a treasuryk vezetői a profitelvadások mellett egyszerre kockázatkerülők, a trader „saját szakállára” tehát nem vállal pozíciót. Ugyanakkor historikusan sem alakulhatott ki hagyománya a kockázatvállalásnak, mert a traderek a liberalizációig nem voltak rákényszerítve, hogy igazán sokszereplős devizapiacra éles versenyhelyzetben produkáljanak.

A saját számlás kereskedés **számviteli** megítélése kedvezőbb, hiszen ez egyértelműen trading tevékenységként kezelendő, tehát számvitelileg elviekben jól definiált, marked-to-market „kezelésnek” van alávetve. A „jól definiáltság” azonban leginkább a kevésbé definiáltságot jelenti a számviteli jogszabályokban: egyes összetettebb ügylettípusokat – például a cross currency swapok – a definiáltság hiányából fakadóan nem lehet egyértelműen kezelni számvitelileg. Olyan piaci helyzetek is előfordulnak, hogy bizonyos fennálló arbitrázsügyletek nem kötnek meg, mert a mérleg és mérlegen kívüli tételek együtteséből levezethető arbitrázsügylet tőkevonzata akkora, hogy néhány bázispontnyi profitért nem éri meg lekötni a bank szavatoló tőkét.

5. Banki hitelportfólió kockázatmenedzsmentje

Végül, de nem utolsósorban teszünk említést a hitelportfólió kezeléséről. A hitelkockázat csökkentésére alkalmazható eszköztípusok megegyeznek a sales tevékenység kapcsán már említett total return swap, asset swap, credit default swap és

turált ügyletek, ill. embedded derivatívok könyvelésével, pozícióvezetésével kapcsolatos kihívások. Általánosságban elmondható, hogy a külföldön is használt pozícióvezető és árazó rendszerek elérhetőek, azonban az adatbázis-, ill. alkalmazás-specifikációk a tapasztalathiány miatt egyelőre nehézkesek, valamint nem elhanyagolhatóak a költség vonzatok sem.

60 Basis point value

credit linked note terméktípusokkal. Ezek a termékek itthon még kevésbé elterjedtek, bár már régóta emlegetett eszközként tartják számon őket. Amellett, hogy komoly igény jelentkezik a termékek ismeretetésére, nélkülözhetetlen a számviteli szabályozásba való integrálásuk is.

A hitelderivatívokban tapasztalható **aktivitás** a korábbiakhoz hasonlóan változatlanul **marginális**. Ennek egyik oka a hazai vállalatok finanszírozási szerkezetében keresendő. Figyelembe véve a magyar vállalati szektor tőkeáttételének jelenlegi szintjét (58-60 százalék), és azt, hogy az idegen tőkét a bankhitel dominálja, kevés esélyt látunk arra, hogy középtávon ez a szegmens jól működő piaccá váljék.

A hitelkockázattal kapcsolatban az előbbi historikus tényezőkön túl elszámolási-értékelési **probléma** is felmerül. A bankhitel korlátozottan forgalomképes követelés, nincs likvid másodlagos piaca, és így nincs rá vonatkozó árinformáció sem (nincs marking-to-market). Amennyiben a vállalati szektor finanszírozásában a bankrendszeren kívül érdemi szerepet játszana a kötvénypiac, a vállalati hitelkockázat forgalomképes lenne, azaz rendelkezésre állna a hitelekkel kapcsolatos árinformáció. A bankok ekkor lennének képesek a vállalati hiteleket piaci áron értékelni, ami a működő hitelderivatív piac feltétele.

Az előbbieket miatt a vállalati szektorban **csak a nagyvállalatokra** – mint underlying – léteznek hitelderivatív eszközök. Az ezekre vonatkozó CDS-ek spreadje anekdotikus információk szerint egészen elfogadható, de mivel az underlying instrumentumok korlátozottan keres-

kedhető termékek, az illikviditás erősen behatárolja a piaci használhatóságukat.

Fontosnak tartjuk, hogy ezek az instrumentumok a szabályozási keretekben definiált eszközök legyenek. Szükséges kidolgozni a használatukkal járó **tőkekövetelmények szabályait**. Amennyiben más szabályozási érdeket nem sért, szükséges lenne szabályozásba iktatni a hitelderivatívok használatával járó tőkekövetelmény csökkentésének lehetőségét is. A FED 1996-es állásfoglalása⁶¹ szerint erre van is lehetőség. Mégpedig olyan módon, hogy ha az alaptermékre (többnyire egy hitelre, vagy vállalati kötvényre) az intézmény kötött egy credit derivatívát, és bizonyítható, hogy az csökkenti a hitelkockázatot, akkor alacsonyabb súlyt kell az alaptermékre alkalmazni a tőkekövetelmény kiszámításánál [pl. annak a súlyát, akinek a credit kockázat lett átadva (ez 20 százalék egy bank esetében)]. Ezt a lehetőséget mindenképpen meg kellene fontolni a hazai szabályozásban.

Összefoglalásként a hazai banki tevékenységek derivatív piaccal való kapcsolatáról és problémáiról, valamint a lehetséges megoldásokról az alábbi következtetéseket fogalmazhatjuk meg.

Derivatív piac, ha soványka is, de **létezik** Magyarországon. A piaci instrumentumok tára erősen a **plain vanilla** konstrukciókra korlátozódik, elenyésző a struktúrált és egzotikus derivatívok alkalmazása, de az opciós piacon sem látszódnak a dinamikus fejlődés nyomai. Ennek okai részben piaci strukturális sajátossá-

61 SR Letter 1996. augusztus 12., Supervisory guidance for credit derivatives

gokban, részben innovatívítási hajlandóságban keresendők. Szintén nem támogatja a fejlődést az anyabankok konzervatív hozzáállása sem. Azzal, hogy a legtöbb esetben a hazai intézménytől back-to-back alapon átvállalja a tényleges kockázatot és Londonban fedez, a helyi leányt iktatja ki a piaci vérkeringésből, ami hátrányos a fejlődés szempontjából.

Szintén erőteljes visszafogó erőnek érezzük a **speciális sales csapatok hiányát**, amelyek képesek lennének innovatív módon a piacra lépni és kiaknázni azt a helyi (nyelvi, földrajzi, kapcsolatbeli) előnyt.

Úgy gondoljuk, a **tőkepiaci reform** hordozott magában bizonyos szintű kedvező szemléletváltást, ha azonban ez sem bizonyult elegendőnek, a jogszabályokat sohasem késő újra elövenni és modernizálni, hiszen a piac egyre gyorsuló ütemben képes megváltozni, amelynek kíséssel történő jogszabályi lekövetése elemi érdek, mert anélkül a piac fejlődése lelassul vagy egyáltalán el sem indul.

Különösen fontosnak tartjuk mind a banki, mind a vállalati és lakossági szektor oktatását (az értékesítésre szánt termékek marketingjén keresztül), hiszen kellő **ismeretek és világosan megfogalmazott befektetési célok** nélkül képtelenség elvárni egy ilyen piac ugrásszerű növekedését. Az oktatásba beleértjük az egyetemi képzés esetleges fejlesztése során a gyakorlati, piaci ismeretek, konvenciók, szokványok hangsúlyozását az oktatás jelenlegi magas elméleti színvonalának megtartásával.

Mely szegmens(ek) élénkülése várható a továbbiakban?

Az aktív banki szereplők körében általános várakozás a **kamatderivatívok**, ill. azon belül a kamatswap-piac élénkülése, az intézményi befektetőket korlátozó törvényi előírások liberalizálásával. Ezen túl a makrogazdasági környezet és az EMU-csatlakozás előkészületei miatt a kamatláb-volatilitás várhatóan növekszik, amely reményeink szerint elősegítheti a piaci forgalom felfutását.

Ennek hazai **támogatása szabályozási oldalról** azért is fontos lenne, mert a forgalom döntő többsége már most külföldön van, azaz amennyiben egy belföldi ügyfél pozíciót kíván kamatswapban nyitni, ezt valószínűleg Londonban teszi meg.

Fontos azonban, hogy a kamatderivatívok felfutásának feltétele a **szereplők kockázat-tudatosságának növekedése**. A szakmai és/vagy intézményi korlátok azonban mindkét csoportban gátolják az aktív duration-menedzsment kialakulását.

A devizaderivatívok körében elsősorban az **egyszerűbb eszközökben** (forward, FX opció) látunk növekedési potenciált, a strukturált derivatívokkal kapcsolatban óvatosabbak a várakozásaink. Az előbbieknél elérhetővé tehető a kis- és középvállalkozások számára is, a bonyolultabb strukturák alanyai megítélésünk szerint csak a nagyvállalati körből kerülhetnek ki.

FOGALMAK

Bid/Offer: a vételi és eladási ár/árfolyam angol megfelelője.

Collar: egy call-t (cap-et) és egy put-ot (floor-t) egyszerre magában foglaló konstrukció, magyar megfelelőnek általában a gallér kifejezést használják.

Forward ügylet (FWD): tőzsdén kívüli (otc) határidős ügylet.

FRA (Forward rate agreement): forward kamatláb ügylet.

Hedge accounting: A fedezeti ügyletek mérleget és eredménykimutatást érintő számviteli kezelése. Az IAS39 alapján fedezeti ügyletnek minősül az, ami

Egyértelműen definiált: deklarálva van a kockázat, amelyet fedeznek, valamint a fedezett és a fedezeti eszköz kapcsolata és viselkedése;

Mérhető: egy egyértelmű módszer alapján mérhető a fedezés hatékonysága;

Effektív: amennyiben a stratégiától és a várakozásoktól függően a fedezés nem volt effektív, úgy az inefektív része az ügyletnek nem kerülhet elszámolásra fedezeti ügyletként.

Hibrid termék: olyan strukturált derivatíva, amelynek kifizetési függvénye több piaci faktor alakulásától függ és statikusan nem fedezhető egyszerű derivatívok segítségével. A hibrid-kockázat fedezése dinamikus menedzsmentet igényel, a termék értékét befolyásoló tényezők közötti korrelációk figyelembe vételével.

Hitelderivatívák (Credit derivatives): olyan instrumentumok, amelyek segítségével egy értékpapír (illetve gyakorlatilag bármilyen hitelviszonyt megtestesítő szerződés) hitelkockázata részben vagy egészben transzferálható.

Credit default swap (CDS): a credit default swap keretében egy előre meghatározott fix díj megfizetése ellenében a hitelezési kockázat transzferálására kerül.

Asset swap (ASW): egy értékpapír cash-flow-inak cseréje Libor alapú változó kamatlábra (létezik cross currency asset swap is).

Total return swap (TRS): egy értékpapír cash-flow-inak illetve árfolyamváltozásának cseréje Libor alapú változó kamatlábra.

Credit spread option: a credit spread option keretében egy előre meghatározott fix díj megfizetése ellenében a hitelezési kockázat megítélésében való negatív változás hatása kerül transzferálásra.

Credit linked note (CLN): értékpapírosított követelésre kibocsátott kötvény.

Basket swap: egy hitelportfólióra kötött pro ráta CDS.

First-to-default swap (FTD): tőkeáttételes alapon működő CDS.

Index swap: egy index hozamának cseréje változó kamatlábra.

IAS39, FASB133: Az International Accounting Standards 39. Számú (Financial instruments: Recognition

and measurement) és a Financial Accounting Standards Board 133. számú (Accounting for derivatives and hedging activities) számviteli irányelve.

Implicit volatilitás (implied volatility): az implicit volatilitás az opció piaci árának meghatározásához használt, az opció árazási modelljébe beépített volatilitás értéke.

ISDA: International Swaps and Derivatives Association, az otc derivatívák és az iparági standard szerződések kezelő szervezete.

ISMA: International Securities Market Association, önszabályozó és érdekképviseleti szerv a nemzetközi értékpapírpiacon számára.

Kockázatotott érték (Value-at-risk, VaR): egy adott pozícióból származó meghatározott időtartamra, meghatározott valószínűséggel várható legnagyobb veszteség.

Makro hedge: egy intézmény globális pozíciójának fedezése.

Nettósítás (netting): az ellentétes irányú pozíciók nettó módon való összevetése, kezelése.

Null prémiumos ügylet (zero cost transaction): olyan derivatív ügylet, amelynek a díja a derivatív ügylet kifizetés függvényébe van beépítve.

Opció, opciós ügylet: az opció olyan termék, amely bizonyos díj fejében vételi vagy eladási jogot biztosít az opció vásárlójának egy adott időpontban/időintervallumban, egy meghatározott áron/árfolyamon. Attól függően, hogy a befektető vásárolta vagy kiírta a vételi vagy eladási jogot, négy fajta alapügyletet különböztetünk meg: **Long Call:** (vételi jog); **Short call** (eladási kötelezettség); **Long put:** (eladási jog); **Short put** (vételi kötelezettség). Az opciókkal kapcsolatos és a tanulmány szempontjából releváns fogalmakat az alábbiakban részletezzük:

Ázsiai opció: átlagáras opciónak is szokták nevezni, mivel az opció kifizetési függvénye az alaptermék bizonyos dátumokon vagy az opció élettartama alatti kereskedési napokon érvényes árfolyamának átlagárától függ.

Opció delta: az opció értékében bekövetkező változás az alaptermék árának egységnyi változásakor.

Kamatláb opció (Interest rate option, IRO): két típusú kamatlábopciót különböztetünk meg, a cap-et és a floor-t.

Cap: a cap vásárlója arra szerez jogot, hogy a kamatlábak emelkedése esetén a jog eladójától megkapja az előre megállapodott kötési kamatláb (cap-rate) és az adott kamatperiódusban érvényes referencia-kamatláb különbségét, amennyiben a referencia-kamatláb meghaladja a cap-rátát.

Floor: a floor vásárlója arra szerez jogot, hogy a kamatlábak esése esetén a jog eladójától megkapja az előre megállapodott kötési kamatláb (floor-rate) és az adott kamatperiódusban érvényes referencia-kamatláb kü-

lönbségét, amennyiben a referencia-kamatláb elmarad a floor-rátától.

Devizaopció (Foreign exchange option, FXO): egy adott devizára szóló vételi, illetve eladási jog, meghatározott futamidőre, futamidő alatt és kötési árfolyamon egy másik devizával szemben.

Barrier opció: olyan opció, amely akkor lép életbe vagy szűnik meg, amikor egy bizonyos előre rögzített kamat vagy devizaárfolyam bekövetkezik.

Digitális opció: a digitális opció vásárlója előre megfizetett díj ellenében előre rögzített kifizetést kap ha a lehíváskor az opció in-the-money, függetlenül a kötési árfolyam és az aktuális spot árfolyam különbségétől.

Pénzpiaci eszközök (Money market instruments): rövid, jellemzően 1 évet nem meghaladó lejáratú pénzpiacra elérhető termékek, mint pl. CP, CD, hitel/betét, repó.

PSA: Public Securities Association, értékpapír-kereskedők és bankárok kibocsátással és jegyzéssel kapcsolatos szervezete.

Struktúrált betét (Market linked deposit, MLD): olyan betéti forma, amelynek kamatozása egy előre meghatározott piaci index alakulásához kötött.

Struktúrált derivatív termék: több egyszerű derivatívából összeállított struktúrált termék.

Struktúrált kötvény (Market linked structured note, MLN): olyan értékpapír, amelynek hozama egy előre meghatározott piaci index alakulásához kötött.

Swap: csereügylet.

Kamatcsere-ügylet, kamatlábswap (Interest rate swap, IRS): fix és változó kamatlábak cseréje a felek által meghatározott futamidőre.

Devizacsere ügylet, devizaswap (Cross currency swap, CIRS): devizaösszegek jelen- és jövőbeli, valamint a két devizanemben denominált kamatfizetések cseréje.

Tőkecsere ügylet, devizaswap (Foreign exchange swap, FXSW): devizaösszegek jelen- és jövőbeli cseréje.

Bázis swap (Cross currency basis swap): devizaösszegek jelen- és jövőbeli, valamint a két devizanemben denominált változó kamatfizetések cseréje.

Swap spread: a swap ráta és az azonos futamidejű állampapír benchmarkhozam különbsége.

Swapra szóló opció (swaption, swapció): két típusú swapciót különböztetünk meg, a payer és a receiver swaption-t:

Payer swaption: a swapció vásárlója arra szerez jogot, hogy az opció lejáratú napjától kezdődően egy meghatározott időtartamig fix kamatot fizessen a swapció kiírójának változó kamat ellenében.

Receiver swaption: a swapció vásárlója arra szerez jogot, hogy az opció lejáratú napjától kezdődően egy meghatározott időtartamig változó kamatot fizessen a swapció kiírójának fix kamat ellenében.

Szemivariancia: a várható értéktől negatív (kedvezőtlen) irányban eltérő kimenetek várható értéktől való átlagos négyzetes eltérése.

Volatilitás: a variancia, vagyis a várható értéktől való átlagos négyzetes eltérés.

IRODALOM

1. Magyar Nemzeti Bank: Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2002. május
2. Szász János: Tőzsdéi opciók vételre és eladásra, *Tanulmányok Kft.*, Budapest 1999
3. Paul Wilmott: Derivatives, The theory and practice of financial engineering, *John Wiley & Sons*, Chichester 1998.
4. Lore & Borodovsky (editors): The professional's handbook of financial risk management, *Butterworth-Heinemann*, Oxford 2000.
5. Domján – Golobokov – Kelemen – Király – Kurali – Pomázi – Sidlovits – Turner – Wolf: A piac, amely majdnem létezik. Kézirat, Budapest, 2000.