

# A forint-deviza FX-swap piac helyzete

Készítette: Elemzési osztály

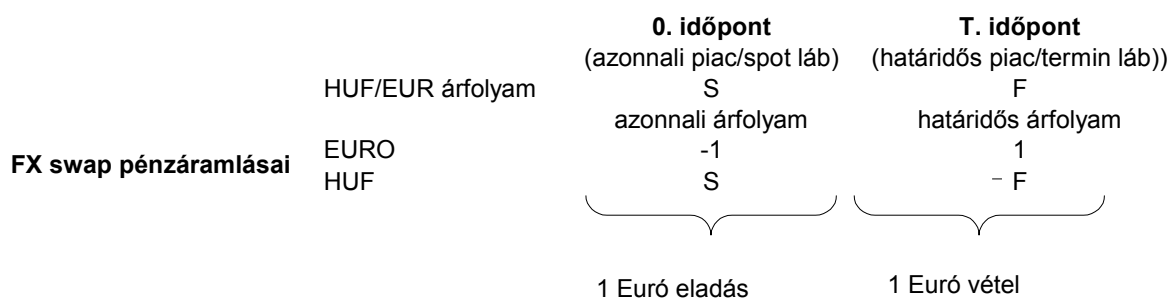


2005. október

ÁKK

Monetáris elemzések

Az FX swap ügylet egy olyan származtatott termék, amely során az egyik fél azonnali devizaeladással hazai devizához jut, amit a jövőbeli határidőre megkötött ellentétes irányú ügylettel törleszt. Az FX swap tehát egy spotpiaci és egy határidős ügyletből áll. Egy forint-euró FX swap ügylet pénzáramlásait illusztrálja a következő séma:



Az FX-swaptól megkülönböztetendő a devizaswap, ami alatt több jövőbeli időpontban történő, eltérő devizanemekben fennálló pénzáramlás cseréjét érti a szakirodalom<sup>1</sup> (ide tartozik a cross-currency swap, amely eltérő devizákon alapuló kamatswap ügylet). A devizaswap szintetikusán előállítható különböző lejáratokra szóló határidős ügyletek összegeként. Az FX-swappiac a gyakorlatban jellemzően igen rövid lejáratú, míg a devizaswappiac ügyletei jellemzően hosszabb lejáratúak.

A 2001-es devizaliberalizáció után a származtatott termékek, s köztük a forint-deviza FX-swappiac jelentős mértékben fellendült: ehhez jelentős mértékben hozzájárult **a külföldi befektetők megjelenése**, akik a forint árfolyam alakulásával kapcsolatos bizonytalanságot igyekeznek mérsékelni. A forintban denominált állampapírokat vásárló külföldi befektetők számára hasznos ez a pénzügyi konstrukció az árfolyamkockázat mérséklésére. Ezzel szemben a klasszikus devizaswappiac továbbra is fejletlen maradt, s ezen instrumentum ismertsége még szakmai körökben is csekély a magyar piacon. Ezért elemzésünk nagy részében az FX swappiac helyzetével foglalkozunk.

A diszkontkincstárjegy vásárlás és az FX forint-deviza swap ügylet együttes pénzáramlását szemlélteti a következő séma:

<sup>1</sup> Balogh Csaba – Gábrriel Péter: Bankközi pénzpiacok fejlődésének trendjei. 2003. MNB. Műhelytanulmányok.

		<b>0. időpont</b>	<b>T. időpont</b>
		(vásárlás/spot láb)	(lejárat/termin láb))
<b>FX swap pénzáramlásai</b>		Euró eladás	Euró vétel
	EURO	- EUR <sub>1</sub>	EUR <sub>2</sub>
	HUF	HUF <sub>1</sub>	- HUF <sub>2</sub>
<b>Állampapír vásárlás</b>	HUF	DKJ vásárlás	Lejárat
		- HUF <sub>1</sub>	HUF <sub>2</sub>
<b>Összes pénzáramlás</b>	EURO	Euró eladás+DKJ vásárlás	Euró vétel+lejárat
		- EUR <sub>1</sub>	EUR <sub>2</sub>

Vagyis a külföldi befektető a befektetéshez szükséges összeget az FX-swap spotpiaci lábán keresztül váltja át euróról forintra, s a termin lábán keresztül váltja át a lejáratkor esedékes forintbevételeket euróra.

Az FX swap piac – vélhetően a külföldi szereplők forint állampapír-piacon tanúsított aktivitásának köszönhetően – likviditása a határidős ügyletek forgalmáét meghaladó mértékben növekedett, ezért gyakran az FX-swap ügyleteket alkalmazzák határidős ügyletek szintetikus előállítására is. Egy euró vásárlására irányuló határidős ügylet szintetikus előállítását illusztrálja a következő táblázat:

		<b>0. időpont</b>	<b>T. időpont</b>
		(vásárlás/spot láb)	(termin láb)
<b>FX swap pénzáramlásai</b>		Euró eladás	Euró vétel
	EURO	- EUR <sub>1</sub>	EUR <sub>2</sub>
	HUF	HUF <sub>1</sub>	- HUF <sub>2</sub>
<b>Euró vásárlás az azonnali devizapiacra</b>	EURO	EUR <sub>1</sub>	
	HUF	- HUF <sub>1</sub>	
<b>Összes pénzáramlás</b>	EURO és HUF	Euró eladás+euró vásárlás	Határidős ügylet
		0	EUR <sub>2</sub> -HUF <sub>2</sub>

A fenti táblázatban szereplőkkel ellentétes irányú ügyletet érdemes kötnie annak **az exportőrnek**, aki a későbbi időpontban esedékes euróbevételeit kívánja forintra váltani, vagyis az eurót kívánja eladni forint ellenében. Az exportőr vállalatok potenciális versenytársai az ÁKK-nak a forint/deviza FX-swap piacon: az ÁKK ugyanis érdekelt lehet forintban fennálló kamatfizetési kötelezettségek euróban denominált fizetésekké történő konvertálásában.

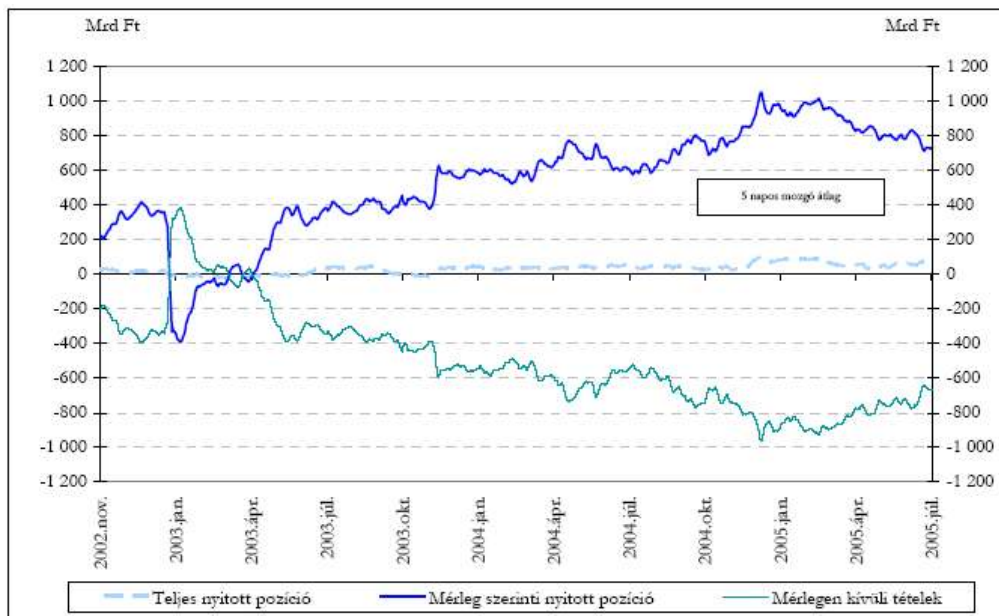
A kamatfizetési és a lejárat kötelezettség egyik pénznemről egy másik pénznemre történő konvertálása elméletileg több úton is történhet. Egy fix kamatfizetési kötelezettség elvileg néhány határidős (forward) ügylettel átkonvertálható egy másik pénznemben történő kamatfizetési kötelezettséggé. Pl. két éves lejárat és 10%-os kupon esetében az alaptőke 10%-ára kell egy év múlva, 110%-ára két év múlva határidős eladást kötni, így az árfolyamkockázat kiküszöbölhető. A forward piacok viszonylagos fejletlensége miatt azonban a gyakorlatban a szereplők gyakran egy kerülő utat választanak. Egy kamatswap révén a hazai fix kamatfizetést hazai változó kamatfizetéssé alakítják, majd egy bázis swap révén azt változó dollár kamatozásúvá konvertálják, végül egy újabb kamatswap ügylet révén azt fix dollár kamatozásúra vál-

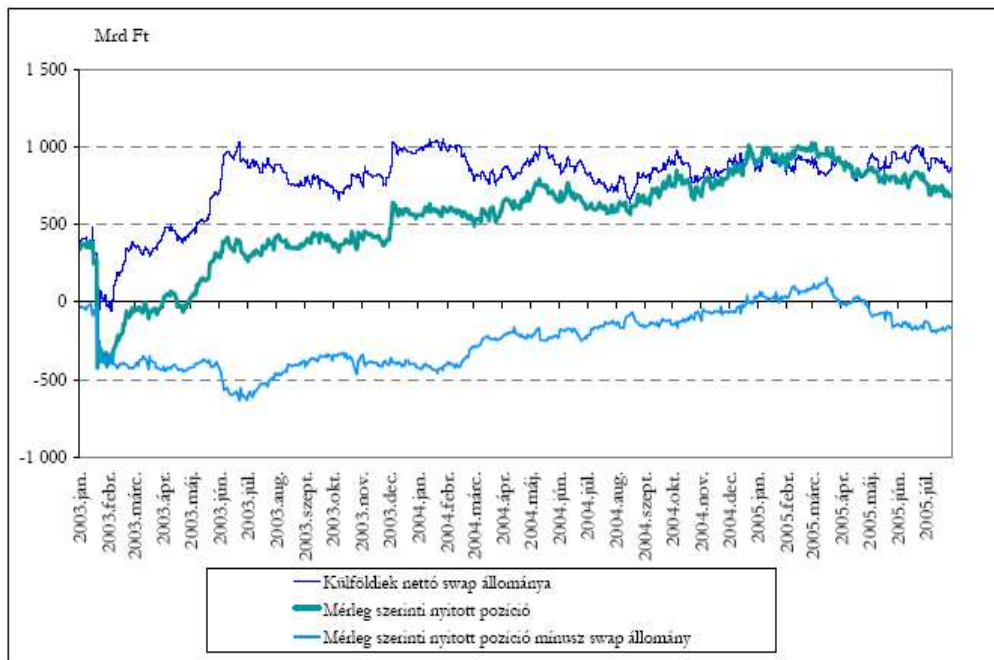
toztatják. Amennyiben euróban (vagy svájci francban, brit fontban stb.) kívánják a kamatfizetési kötelezettségüket lebonyolítani, rendszerint egy újabb bázis swap ügyletet kötnek. A devizawapok döntő többsége (a magyar forint vonatkozásában 90%-a) amerikai dollárban történik.

Rövidebb lejárat esetében FX swap ügyletet használnak, azaz a forint azonnali vásárlása mellett megállapodnak annak későbbi időpontban (eltérő árfolyamon) történő eladásáról. E módszerrel az árfolyam rövid távú ingadozásainak kedvezőtlen hatása küszöbölhető ki.

Ami a piac fő szereplőit illeti a nagy nyitott pozícióval rendelkező lakosság jellemzően nem használ fedezeti ügyleteket árfolyampozíciójának fedezésére.

A **bankszektor** a jelentős devizakitettséget részben közvetlenül (devizában történő hitelfelvétellel, illetve értékpapír kibocsátásával), részben közvetve, FX swapok révén mérsékli. Az alábbi grafikonok mutatják be a bankszektor nyitott deviza pozícióját (5 napos mozgóátlagok):

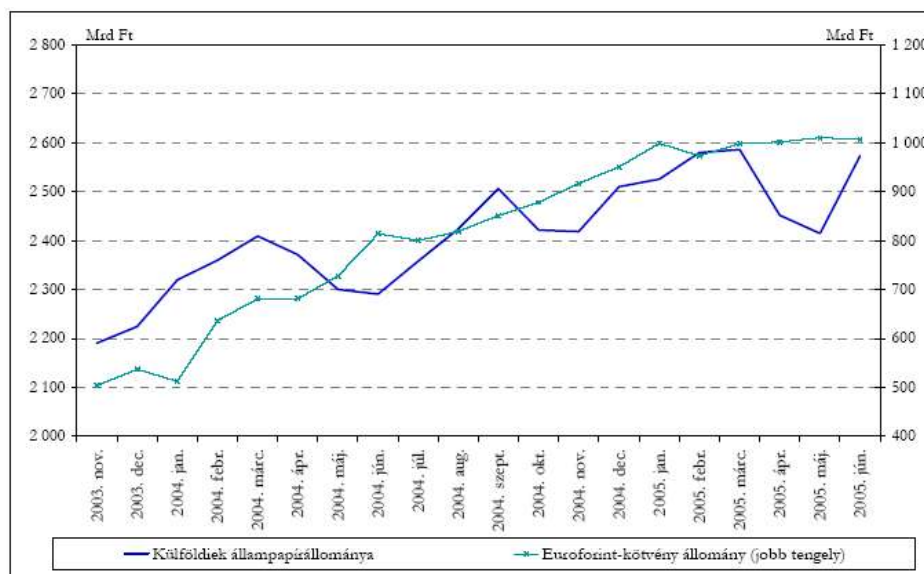




forrás: MNB

Az FX swap ügylet spot lába megjelenik a mérlegben, a termin lába viszont csak a mérlegen kívüli tételek közt. A hitelintézetek összes FX swap állománya az utóbbi évben 600 és 1000 milliárd forint között alakult; a külföldiek összes nettó swap állománya 800 és 1000 milliárd forint között ingadozott. 2005. során a devizahitelek növekvő volumenéből eredő árfolyamkockázatot a bankok elsősorban nem derivatív ügyletekkel, hanem közvetlenül, devizahitel felvételével ellentételezték.

Fontos elem a devizaswap piac alakulása szempontjából az **euroforint kötvénykibocsátók** megjelenése. 2005. közepére az ilyen kötvények állománya elérte az 1000 milliárd forintot (a forintban denominált állampapírok állományának kb. hatodát).



forrás: MNB

Az euroforint kötvények likviditása alacsonyabb<sup>2</sup>, mint az állampapíroké, s jellemzően fix, viszonylag rövid lejáratúak. A kibocsátók rendszerint a legjobb (tripla A) minősítésű intézmények, besorolásuk – Magyarországgal ellentétben – így megfelel az egyes befektetők szigorú előírásainak. A kibocsátók közül a vállalatok és nemzetközi intézmények esetében a forintfinanszírozási igény<sup>3</sup> jelenti a fő motivációs tényezőt, ezek teszik ki a piac kétharmadát. Ezzel szemben a fennmaradó egyharmad súlyú szuverén, vagy speciális célú kibocsátók célja az alacsonyabb finanszírozási költség elérése, e szereplők devizaswap ügyletek révén saját devizájukban teljesítik az adósságszolgálati kötelezettségeket.

Összességében tehát elmondhatjuk, hogy sok szereplő (bankszektor, külföld) elsősorban a nagyon rövid (egy hónapon belüli) lejáratú szegmensben aktív, viszonylag nagyra tekinthető az ennél hosszabb (egy hónaptól két év) szegmens (euroforint kibocsátók). A bankszektor által nyújtott forinthitelek egy részét is euróban denominált hitelekkel fedezi, így devizakockázatának csökkentésére a forint határidős eladására illetve euró határidős vételére szóló szerződéseket (rövid forint pozíció) köt. A **belföldi vállalatok** ezzel ellentétes irányú, viszonylag rövid lejáratú szerződések megkötésében érdekelt (feltéve hogy termékeiket euróban árazzák, míg ráfordításainak legalább egy részét forintban fizetik). A **külföldi befektetők** is ehhez hasonló<sup>4</sup> ügylet megkötésében érdekeltek. Hosszabb lejáratú FX swapok megkötésében a külföldi befektetők mellett az eurokötvény kibocsátók érdekeltek, akik forint kamatkiadásukat kívánják más devizában történő kamatkiadásra konvertálni.

Az FX swapok napi forgalma 2005. első félévében emelkedett, a napi átlagos bruttó forgalom eléri az 500 milliárd forintot<sup>5</sup>. A piac mintegy 90%-át továbbra is a külföldi szereplők üzletkötései teszik ki. Lejárat szerint dominál az egy héten belüli lejárat, ennek aránya 84%, ezen belül kb. 20% az overnight, 60% a tomnext típusú ügyletek súlya. A vállalatok jellemzően a devizapozíció menedzselésére rövid (egy hónapon belüli, főleg tomnext és overnight) FX swapokat használnak, míg a pénzügyi üzletkötők az egy hónaptól egy évig terjedő horizontú FX swapokat az éven belüli kamatpozíció beállítására használják. Ez utóbbi felhasználást a rövid forintkötvények és a forward ügyletek piacának viszonylag kicsi likviditása magyarázza. A 2005. elején tapasztalt FX swap volumenbővülést elsősorban az egy hónapon belüli lejárat bővülése indukálta. Ezen a lejáratú szegmensen elsősorban a magyar bankok az

<sup>2</sup> Ennek oka a kisebb sorozatnagyság mellett a jellemző buy-and-hold stratégia.

<sup>3</sup> E kibocsátók forinthitel nyújtására használják fel a megszerzett összeget, így nincs szükségük fedezeti ügylet kötésére.

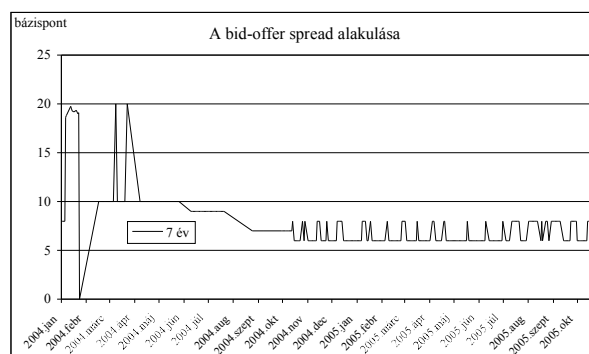
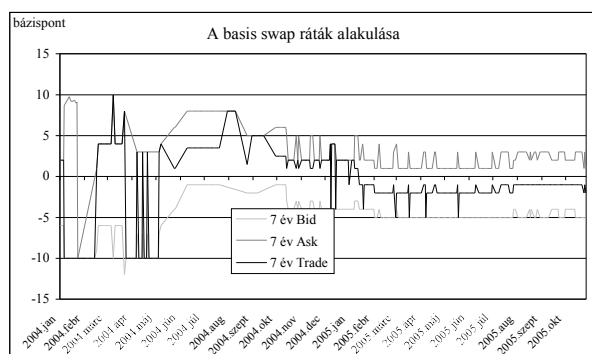
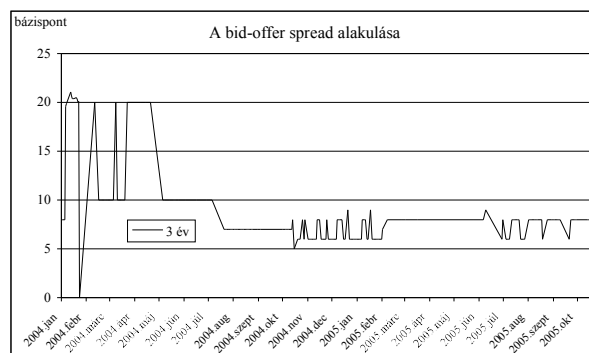
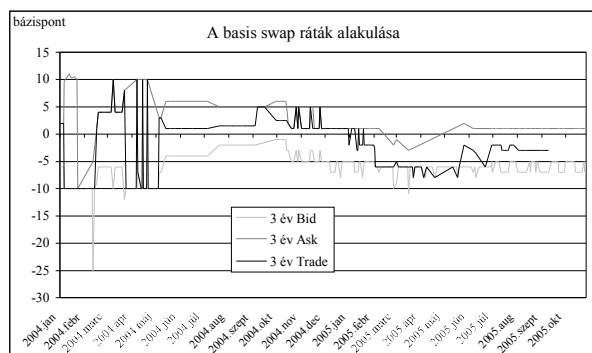
<sup>4</sup> A legegyszerűbb eset: rövid lejáratú fx swap ügylet mellett forint állampapír vásárlás, de bonyolultabb koncepciók is léteznek. Pl. egy hosszú, és egy azzal ellentétes irányú, folyamatosan újrakötött fx swap ügylet révén kivédhető az árfolyamkockázat, s kizárólag a hozammozgások révén realizálható nyereség.

<sup>5</sup> Összehasonlításként: az állampapír-piaci forgalom napi 100 milliárd forintnyi.



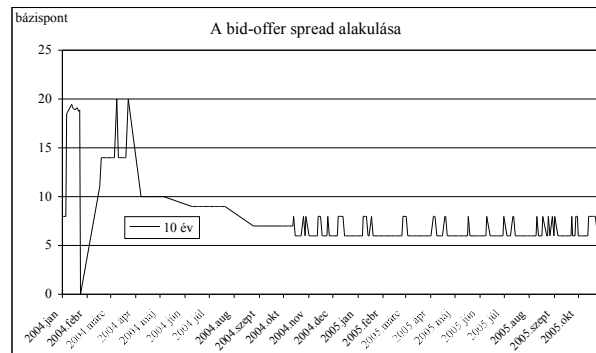
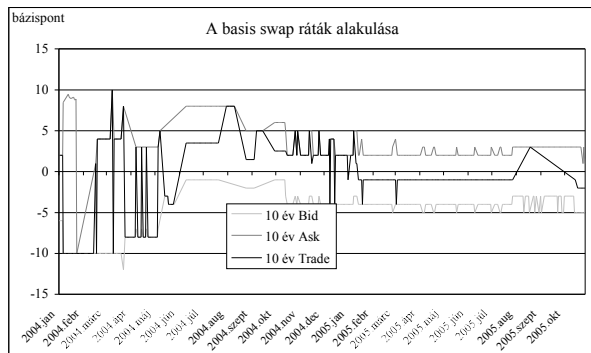
árjegyzők. A likviditást jól jelző bid-ask spread e szegmensben a legkisebb (10 bázispont), az ennél hosszabb lejáratokon 20 és 50 bázispont között szóródik.

A bázis swap piacáról meglehetősen nehéz adatokat találni. Ez egyrészt a piac OTC jellegéből szinte törvényszerűen adódik, másrészt valószínűleg jelentős a legnagyobb piaci szereplők (elsősorban befektetési bankok) egymás közötti egyedi ügyleteinek súlya. Az egyedi kereskedés túlsúlyát mutatja, hogy a Bloombergen mindössze két (Conticap és Prebon Yamane), a Reutersen mindössze egy (Prebon Yamane) árjegyző adatai találhatóak meg. A piac valószínűleg igen illikvid, amit a kevés árjegyző mellett a széles bid-offer spread is mutat. Az alábbi grafikonokon a bázis swap bid és offer, illetve a megvalósult ügyletek (trade) rátáit mutatjuk be 2004. elejétől 2005. október 26-ig néhány lejáraton. A piac alacsony likviditására utal, hogy a legtöbb lejáraton viszonylag sok a hiányzó adat, azaz sok olyan napot találtunk, amikor bid vagy ask rátákat<sup>6</sup> jelentett a kontribútor, üzletkötési rátát azonban nem<sup>7</sup>. Szembetűnő, hogy pl. a 3 éves lejáraton mintegy másfél hónapon keresztül egyáltalán nem jelentettek be üzletkötést. Feltétlenül meg kell azonban jegyeznünk, hogy előfordulhat: valójában történt üzletkötés, de azt nem jelentették be a kontribútorok. Szembetűnő a bid-offer spread 6-8 bázispont közötti értéken megfigyelhető stabilizálódása az utóbbi másfél évben. (Ez az összes lejárati esetben megfigyelhető.)



<sup>6</sup> A kettő közül legalább az egyiket.

<sup>7</sup> A hétvégék mellett több ünnepnap, pl. Karácsonykor nem történt árjegyzés, ezeket az eseteket szűrtük ki.



forrás: Bloomberg

2005. október 28.