

Balogh Csaba – Gábrriel Péter

Bankközi pénzpiacok fejlődésének trendjei

2003. augusztus

A Magyar Nemzeti Bank az Európai Központi Bank gyakorlatát követve nagyobb hangsúlyt kíván helyezni a pénzpiacok elemzésére. A pénzpiacok alapos ismerete elengedhetetlen a hatékony monetáris politika viteléhez, hiszen a jegybanki lépések hatása ezeken a piacokon mutatkozik meg először. 2003 májusában az MNB elvégezett egy kérdőíves felmérést a magyar pénzpiacról, amelynek keretében 11 hazai kereskedelmi banknak tett fel kérdéseket.* Ebben a tanulmányban a kérdőívre adott válaszokat és a rendszeres banki jelentéseket felhasználva a magyar és az euró pénzpiac jellegzetességeit vetettük össze. A jövőben a pénzpiaci elemzéseket rendszeresíteni kívánjuk.

*A felmérésben a következő bankok vettek részt: CIB Bank, Citibank, Commerzbank, Deutsche Bank, ERSTE Bank, HVB, ING, K&H, OTP Bank, Takarékbank, WestLB Hungária Bank. Ezúton is szeretnénk megköszönni e bankok közreműködését.

TARTALOMJEGYZÉK:

Összefoglaló	3
Bevezetés	5
<i>Az ügylettípusok áttekintése</i>	5
A pénzpiacok összetétele és tendenciái az euró-zónában	6
A magyarországi pénzpiac alakulása	9
Az európai repópiacok fejlődése	16
<i>Partnerkör</i>	16
<i>Lejárat</i>	17
<i>Fedezetek, ügyletméret</i>	18
<i>Repótípusok</i>	18
Magyar repópiac alakulása és összevetése az európai repópiacokkal	19
<i>Partnerkör</i>	20
<i>Lejárat</i>	20
<i>Fedezetek, ügyletméret</i>	21
<i>Repótípusok</i>	21
<i>A repópiac további fejlődésének főbb tényezői</i>	22
<i>Repópiacok ország szerinti sajátosságai</i>	23
Euró FX swap piac	24
Hazai FX swap piac	25
Az euró-csatlakozás hatása a pénzpiacra	30
Irodalomjegyzék	32
Melléklet	33

Összefoglaló

Tanulmányunkban a bankközi pénzpiac három szegmensének, a fedezetlen bankközi hitel-betét ügyletek, a visszavásárlási megállapodások (repó-ügyletek) és a deviza-forint közötti (FX) swapok hazai és eurózónabeli fejlődését elemezzük.

Az euró-pénzpiac forgalmi adatai alapján az eurózónában 2000-ig a fedezetlen bankközi, 2001-ben viszont már a repópiac volt a legjelentősebb szegmens. Az FX swap piac nagyságrendileg kisebb forgalmat bonyolított le, mint a másik két piac. A lassuló ütemben, de folyamatosan növekvő forgalmú magyar pénzpiacon ezzel szemben az FX swap ügyletek dominálnak, több mint kétszeresen felülmúlva a fedezetlen ügyleteket, a repópiac pedig eltörpül a másik két szegmens mellett. A bid-ask szpredekben mindegyik piacon jelentős az eltérés az euró piacokhoz képest, azonban a különbség várhatóan jelentősen csökkenni fog az euró bevezetése következtében.

A devizaliberalizáció után a hazai folyamatokban a legszembetűnőbb a likvid és rugalmas FX swap piac kialakulása. Az FX swap piac folyamatosan növekvő forgalma elsősorban az aktív külföldi részvételnek köszönhető. A fedezetlen ügyletek lassabb növekedése részben azzal magyarázható, hogy a szűkülő jegybanki kamatfolyosó miatt csökkent a jegybanki eszközök igénybevételének költsége, s a bankok gyakrabban váltották fel korábbi bankközi ügyleteiket a jegybankkal végzett tranzakcióikkal. A jegybanknál elhelyezett egynapos betét állománya átlagosan a bankközi kihelyezések egyharmadára tehető. A devizaliberalizációt követően elterjedtek a külföldi bankokkal kötött fedezetlen ügyletek, a hazai bankok a fedezetlen ügyletek 15-20 százalékát kötik külföldi szereplőkkel. A repó piacok fejletlensége a csatlakozó országokról rendelkezésre álló információk alapján a régióinkban általánosan jellemző, a másik két szegmens pedig nagyságrendileg hasonló fontosságú.

Mind a hazai, mind az euró pénzpiacon jellemzően 1 hónapnál rövidebb ügyletek kötődnek. A fedezetlen ügyleteknél mind a két piacon az O/N és az 1 napos ügyletek teszik ki az összes ügylet 80-90 százalékát, és az 1 hónapon túliak aránya elenyésző. A repó ügyleteknél az eurózónában valamivel magasabb az O/N ügyletek aránya, de az összes egy hónap alatti ügylet már hasonló arányt mutat, mint a magyar piacon. Az FX swap tranzakcióknál a hazai piacon valamivel nagyobb a rövidebb (egy hónapon belüli) lejáratú üzletkötések aránya.

A határon átnyúló tranzakciók aránya eltérő a magyar és az euró pénzpiacon. Míg az euró pénzpiac mindhárom szegmensében hasonló, kétharmad körüli a nem hazai partnerek részvételi aránya, addig a magyar piacokon belül az FX swap piacon közel 90 százalékos, a repó és fedezetlen ügyleteknél viszont nem éri el a 20 százalékot sem.

A magyar pénzpiacok jóval koncentráltabbak az euró piacoknál, különösen kevés szereplő vesz részt a repó piacon. Az egyedüli kivételt az FX swap piac jelenti, amelynek koncentrációja bár magasabb az euró-zónabelinél, nagyságrendileg nem tér el attól. Mindegyik piacra jellemző azonban, hogy lényegesen kevesebb szereplő van jelen a piac kis méretéből kifolyólag, ami részben magyarázza a magasabb koncentrációt. A magyar adatok semmiképpen nem ütnek el a többi csatlakozó ország értékeitől, az aktív piaci szereplők száma a csatlakozó országokban megközelítőleg egyforma. Magyarországon a jegybanki ügyletek igénybevételének döntő többsége

lényegesen kevesebb, nagy szereplőre esik, mint az euró zónában. A hazai piacon inkább a hitelfelvevői oldal koncentráltabb, ami a bankrendszer általános likviditástöbbletéből adódik. Emiatt ugyanis kevesebb szereplő küzd forráshiánnyal, mint ahányan forrásbőséggel rendelkeznek. A jegybanki aktív oldali szabályozásra való áttérés után, amikor az egész bankrendszer likviditásbősége likviditáshiánnyá alakul, a magasabb koncentráció valószínűleg a betéti oldalon fog megjelenni.

A hazai és az eurózóna országainak repópiacai között az az alapvető eltérés, hogy a magyar piacon jellemzően a nem banki ügyfelekkel kötik az ügyleteket a bankok, az európai piacokon viszont a bankok egymás közötti ügyletei vannak többségben (70-80 százalék). Az eurózónában a határon átnyúló repó az összes tranzakció közel kétharmadát teszi ki, ezzel szemben a magyar bankok határon átnyúló tranzakcióinak aránya minimális. A hazai repópiacra jellemző átlagos ügyletméret messze alatta marad az euró-piacénak. Hazai repóügyleteknél egyelőre csak állampapírt használnak fedezetként, igaz az euró repópiacra is alacsony az egyéb papírok aránya. Az MNB felmérése szerint a repó-típusokon belül a magyar piacon a hagyományos repó jóval elterjedtebb, szinte kizárólagos a bankok között.

A kérdőíves felmérés alapján a hazai repópiac fejlődésének gátját jelenti a likviditáshiányos bankok alacsony állampapír állománya, a szerződés minta hiánya, a rövid lejáratú nem bankközi ügyleteket megdrágító felügyeleti díj és a jogi környezetben fennmaradt bizonytalanságok. A repóügyletek tartalékmentessé tétele ugyan kedvezően hatott a repópiac fejlődésére, de a tartalékolás költségének a csökkenésével ennek a szempontnak csökkent a jelentősége. A bankrendszer likviditásbőségének fokozatos leépülése és az ÁKK piaci részvétele újabb lendületet adhat a repópiacnak, amely az állampapír piac további fejlődéséhez járulhat hozzá.

Az FX swap piacok dollár-dominanciája mind a magyar, mind a többi piacon egyértelmű. A magyar piacon kötött swap tranzakciók ismerete nem ad teljes képet az FX swap ügyletekről, mivel London valószínűleg a forint ügyletekben is jelentős forgalmat bonyolít le. A hazai FX swap piac folyamatosan növekvő forgalma annak köszönhető, hogy a swap ügyletek segítségével az árfolyamkockázat nélküli állampapír-vásárlástól kezdve a szintetikus határidős ügyletekig több fajta stratégiát meg lehet valósítani. A swap piac erős dominanciája viszont gyakran a többi derivatív vagy azonnali piac fejlődésének gátját jelenti.

Az euró-övezethez való csatlakozás a hasonló fejlettségű országok tapasztalatai alapján várhatóan a legnagyobb hatást a swappiacra gyakorolhatja. A forint megszűnésével a forint/dollár ügylet euró/dollár ügyletté alakul át és valamelyik nemzetközi pénzügyi központban fogják kötni. A konvergencia folyamat befejeződésével a kamatspekuláció intenzitása is csökkenni fog, s az eszköze sem FX swap, hanem elsősorban kamatswap lehet. A várhatóan növekedő termékpaletta mellett az FX swap visszaesése közvetett módon elősegítheti a repópiac fellendülését is.

Bevezetés

Tanulmányunkban a bankközi pénzpiacot három fő szegmensét, a fedezetlen bankközi hitel-betét ügyletek, a visszavásárlási megállapodások (repó-ügyletek) és a deviza-forint közötti (FX) swap tranzakciók piacát elemezzük. Az egyes ügylettípusok rövid ismertetését követően az eurózóna majd a magyar pénzpiacok jellemzőit mutatjuk be. Ezt követően a legjelentősebb eltérést mutató repó piacokat hasonlítjuk össze részletesen a két régióban. Végül a magyar FX swap piac sajátosságait elemezzük.

Az ügylettípusok áttekintése

A *bankközi fedezetlen ügyletek* alatt bankok egymás közötti hagyományos hitel-betét ügyleteit értjük, melyek segítségével a megállapított limitek erejéig nyújtanak likviditást egymásnak.

Az *FX swap ügyletek* lényegében egy devizafedezet mellett felvett illetve kihelyezett forinthatelt jelentenek, mivel az azonnali devizaeladással az egyik fél forinthez jut, amit a jövőbeli határidőre megkötött ellentétes irányú ügylettel törleszt. A hitel kamatának a swap implikált hozama felel meg. Ez egyrészt a jelenlegi és a határidős devizaárfolyam különbözetéből (amely a forint és a külföldi deviza hozamkülönbözetéből adódik), másrészt a deviza forrás költségéből áll. Az FX swaptól megkülönböztetjük a devizaswapot, ami alatt nem egy, hanem több jövőbeli időpontban történő, eltérő devizanemekben fennálló pénzáramlás cseréjét értjük (ide tartozik a cross-currency swap, amely eltérő devizákon alapuló kamatswap ügylet). Ez utóbbi swapok azonban már nem likviditáskezelési, hanem elsősorban kamat, illetve devizaárfolyam fedezési, spekulációs célokat szolgálnak, emiatt tanulmányunkban csak néhány összehasonlításnál térünk ki rájuk.¹

A *repó ügylet* határai a fentiekhez képest kevésbé egyértelműek. A következőkben tágabb értelemben vett repónak, azaz visszavásárlási megállapodásnak fogjuk tekinteni a klasszikus repó ügyletet, az eladás-visszavásárlási (E/V ügylet, sell/buy back) tranzakciót és az értékpapír kölcsönzést is.²

- Klasszikus repó ügylet: egy szerződésben szereplő eladási és visszavásárlási ügylet. A felek (az ügylet eladója, illetve vevője) egy időpontban megállapodnak az értékpapír azonnali eladásában (vételésben) és egy jövőbeli, jellemzően előre rögzített időpontban történő visszavásárlásában (eladásában).³ Megkülönböztetünk pénz és értékpapír indíttatású repót. Az első esetben nincs jelentősége az értékpapír speciális tulajdonságainak, a hitel-betét ügylet a lényeges. A másik esetben az értékpapír vevőjének meghatározott értékpapírra van szüksége az ügylet futamidejére. Szállítási repó esetén a

¹ A kamatswap ügyletek egy előre meghatározott névértékre vonatkozó rögzített időszakon keresztüli, fix periódusonként történő kamatok cseréjét jelenti. Az egy devizanemben zajló kamatswap ügyletek egyik résztvevője változó kamatot fizet, míg a másik fixet. Az eltérő devizák cseréjét jelentő currency swap esetén a kamatok egyaránt lehetnek fixek és változók is.

² Az egyes repó jellegű ügyletek részletes ismertetését, definiálását lásd Szakály – Tóth (1999)

³ Létezik nyitott futamidejű repó is, mely esetében nincs rögzített lejárat, és bármelyik fél kezdeményezheti az ügylet lezárását.

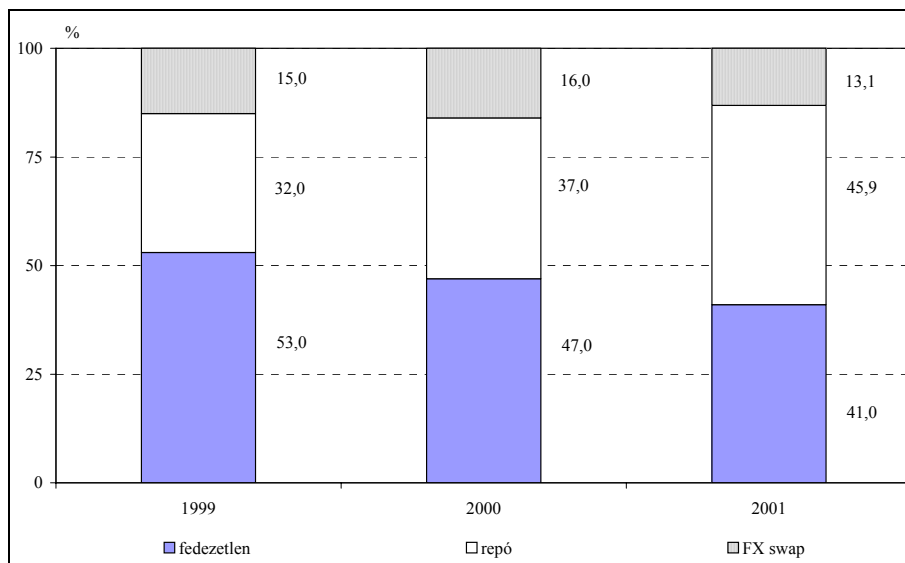
tulajdonjog átszáll az értékpapír vevőjére, óvadéki repónál viszont a tulajdonjog az eladónál marad, az értékpapír letéti számlán kerül zárolásra.

- Az értékpapír E/V ügylet két szerződésben rögzíti a klasszikus repó két tranzakcióját. Ennek oka lehet az egyszerűbb könyvelés, a napi fedezetértékelés szükségtelensége, az egyszerűbb jogi folyamat, továbbá ezzel a konstrukcióval az esetleges tartalékolási kötelezettséget is el lehet kerülni.
- Az értékpapír kölcsönzés hasonlít az értékpapír indíttatású klasszikus repó ügyletre, a keresett papírt a tulajdonos kölcsönadja, cserébe díjat kap és fedezetként másik értékpapírt, készpénzt vagy más biztosítékot ad. A fedezet tulajdonjoga nem minden esetben száll át automatikusan a kölcsönadóra, a speciális papíré viszont jellemzően átszáll a kölcsönvevőre.

A pénzpiacok összetétele és tendenciái az euró-zónában

Az EKB felmérései szerint az euró pénzpiacot a három fő szegmens közül forgalmi adatok alapján a fedezetlen és a repó ügyletek dominálják. A repópiac fokozatosan tért hódít és 2001-ben már ez a szegmens tette ki a legnagyobb részét a pénzpiaci ügyleteknek.⁴ Eközben az FX swap piac lényegében szinten maradt, a fedezetlen ügyletek aránya pedig visszaesett (1. ábra).

1. ábra: Fedezetlen, repó és FX swap ügyletek részesedése a pénzpiacon belül az eurózónában (második negyedév forgalmi adatai)



A pénzpiacok **összes forgalma** 2000-2001-ben mérsékelt, évi 10-15 százalékos növekedést mutatott. A *repópiac részarányának* két év alatt lezajlott jelentős növekedése a forgalom éves átlagban több mint 30 százalékos emelkedésének és a *fedezetlen bankközi hitelforgalom* stagnálásának volt köszönhető. A *swap-piac* meglehetősen vegyes képet mutatott, 2000-ben még 15 százalékot meghaladó mértékben bővült, ami jelzi, hogy a nemzeti valuták eltűnése miatt 1999-ben

⁴ Az EKB 2002-ben a GMU országok és az Egyesült Királyság 113 bankjának részvételével, 2001-ben pedig 10 GMU országban (Németország és Görögország nem szerepelt a mintában) és az Egyesült Királyságban 76 bank közreműködésével végezte el felmérését (EKB (2001), EKB (2002a)).

bekövetkezett erőteljes visszaesés után erőre kapott ez a piaci szegmens, de 2001-ben ismét kisebb mértékű visszaesés következett be.

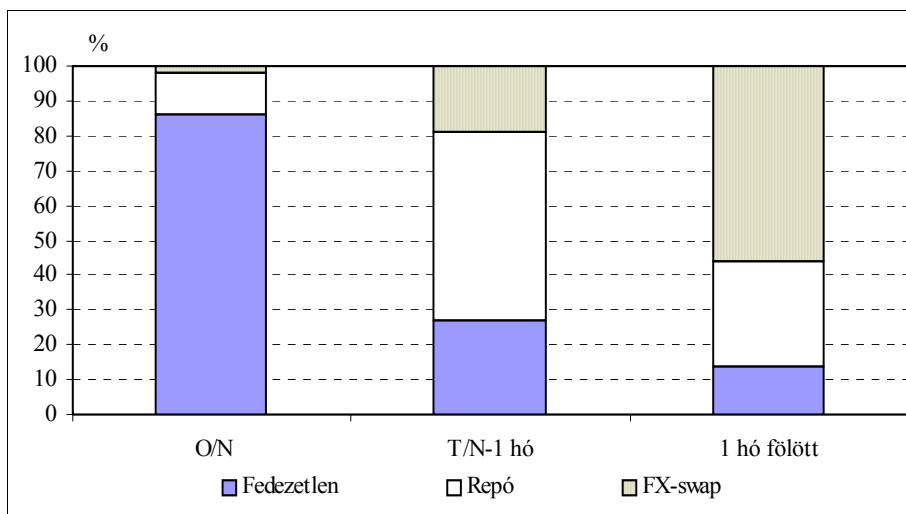
A repópiac erőteljes fejlődéséhez többek között hozzájárult, hogy a kockázatot pontosabban mérő tőkekövetelmények tervezett bevezetése miatt megnőtt az igény a hitelkockázat mérséklésére, továbbá megnőtt a kereslet a határon átnyúló ügyletek iránt.

A pénzügyi ügyletek enyhén eltolódtak a rövidebb **lejáratok** felé, és összességében már több mint 90 százalék az egy hónapon belüli ügyletek aránya (1. táblázat). Az egy hónavnál rövidebb lejáratú ügyleteken belül az overnight ügyletek döntő többségét a fedezetlen ügyletek adják, szerény repó-részesedés mellett (2. ábra). A tom/next, spot/next és a többi 1 hónavnál rövidebb ügyletek esetében a repó a domináns, de már a swap is megjelenik ezen a lejáratú szegmensen. Az egy hónavnál hosszabb lejáratoknál a swap a legjelentősebb, amelyet a repó és a már marginális nagyságú fedezetlen ügylet követ.

1. táblázat: Az eurózóna pénzügyi ügyleteinek megoszlása lejáratok szerint (forgalmi adatok)

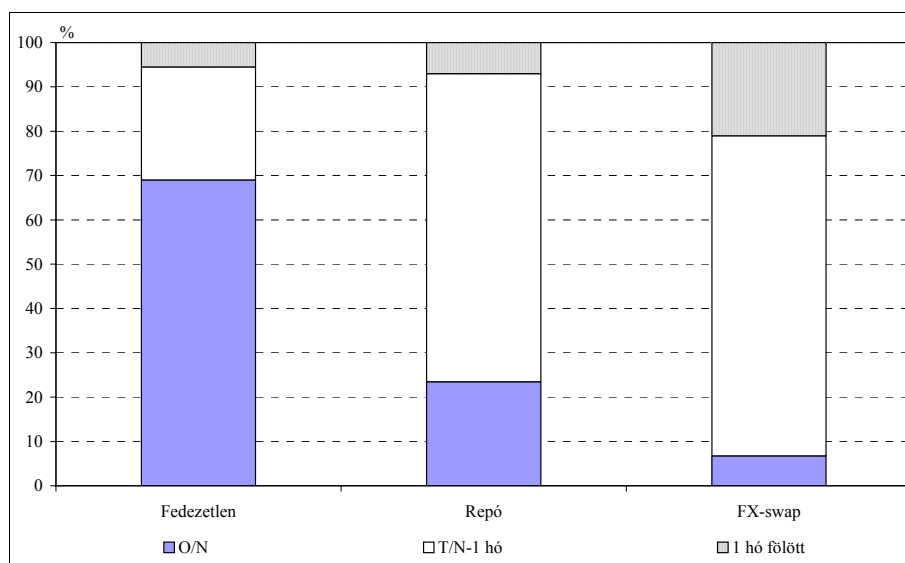
	1 hó alatt	1 hó fölött
1999	90%	10%
2000	93%	7%
2001	93%	7%

2. ábra: Az eurózóna pénzügyi lejáratú szegmenseinek ügyletek szerinti megoszlása 2000-ben (forgalmi adatok)



Termékenként elemezve a lejáratú szerkezetet (3. ábra) a *fedezetlen* ügyleteken belül az O/N ügyletek alkotják a tranzakciók kétharmadát, bár ez az arány enyhén mérséklődő trendet mutat; az egy hónavnál hosszabb lejáratú ügyletek aránya elenyésző. A *repó* és a *swap* ügyletek esetén is a T/N és 1 hónap közötti ügyletek teszik ki a tranzakciók háromnegyedét, viszont míg a swap ügyletnél az egy hónapon túli, addig a repónál pedig az O/N ügyleteknek van még fontos szerepe.

3. ábra: Az eurózóna pénzpiaca különböző ügyleteinek lejárat szerinti megoszlása 2000-ben (forgalmi adatok)



Az ügyletek **partnerei** szempontjából a pénzpiac egészére jellemző volt, hogy a határon átnyúló kereskedés a volumennövekedéssel egyező mértékben terjed, ezzel szinten maradt az összes pénzpiaci tevékenységen belüli mintegy kétharmados aránya. A *fedezetlen* hiteleken belül nem változott és 2001-ben is 70 százalék körül alakult a határon átnyúló tranzakciók aránya, míg a *repó* piacon is már 60 százalék körüli, ami elsősorban az euró zónán belüli kereskedés növekedésének volt köszönhető. Az *FX swap* ügyletek esetén a felmérés szerint az ügyletek kétharmada kötött nem országon belüli ügyféllel.

A **koncentráció** tekintetében az EKB felmérésében részt vevő bankok adatai alapján megállapítható, hogy az euró pénzpiacok közül a *repó piac* jóval koncentráltabb, mint a *fedezetlen bankközi ügyletek* piaca (2.táblázat). A hitelfelvevői és a betételhelyezői oldal koncentrációját tekintve a két piacon fordított a sorrend, míg a fedezetlen ügyleteknél a likviditást kihelyezők koncentráltabbak, addig a fedezett piacon a hitelfelvevők. Az *FX swap* piac még kevesebb jelentős szereplővel működik, a felmérésben szereplő 97 bank közül az 5 legnagyobb köti az ügyletek több mint felét. Az *EKB irányadó termékének* (kéthetes likviditást nyújtó repó) igénybevétele kiegyensúlyozott arányokat mutat.

2. táblázat: Koncentráció 2001 második negyedében az eurózóna pénzpiacain

	Jegybanki irányadó termék*	Bankközi		Repó		Swap
		betét	Hitel	betét	hitel	
Az 5 legnagyobb piaci szereplő részesedése az összes forgalomból	N/A	32%	20%	39%	48%	54%
A 10 legnagyobb piaci szereplő részesedése az összes forgalomból	34%	45%	37%	60%	62%	74%
Bankok száma	567	108	107	81	84	97

*2000. június és 2001. május közötti időszak átlaga. Az időszak vége felé a koncentráció emelkedő trendet mutatott.

A **bid-ask szpred** a BIS becslése szerint a három hónapos *fedezetlen ügyleteknél* 8-9 bázispont körüli, az *FX swap* ügyleteknél ennél alacsonyabb, mindössze 2-3 bázispont. Ennek oka lehet, egyrészt a swap piac fedezettségéből adódó mérsékelt hitelkockázat, másrészt a swap piacon a kevesebb szereplő hosszabb távú kapcsolatából adódó kisebb kockázat.

Görögország példája azt mutatja, hogy a bankközi piacon az eurózónához való csatlakozást követően a szpred látványosan szűkül (esetükben 40-50 bázisponttól 6-10 bázispont). A csatlakozás kedvező hatással volt a pénzpiac termékválasztékára, elterjedtek a korábban alig használt összetettebb termékek is. Ezek közül fontossá váltak a határidős kamattermékek (különösen a 3 hónapos Euribor futures) és az EONIA swap, amely egy O/N indexált swap. Ez utóbbi a hozamgörbe rövid végén a legnépszerűbb spekulációs és fedezeti eszköz, és alakulása fontos információkat szolgáltat a jegybanki kamatlábra vonatkozó várakozásokról is.

Csatlakozó országok

Egy EKB által végzett 2001-es felmérés szerint, a csatlakozó országok (összesen 12 a 2004-ben csatlakozókon túl Bulgária és Románia) kétharmadában a *fedezetlen ügyletek* jelentették a legfontosabb pénzpiaci szegmenseket. Az országok maradék egyharmadában pedig az *FX swap* ügyletek. Magyarország is ebbe a kisebb csoportba tartozik, amelynek tagjai várhatóan gyarapodni fognak a devizaliberalizáció többi országban való kiteljesedését követően. A *repó piac* mindenhol a legfejletlenebb rész volt, három ország egyáltalán nem jelezte, hogy volna működő repópiaca.

A csatlakozó országok átlagában a *fedezetlen ügyletek* fele az O/N lejáratra esett, a többi egynapos és az egy héten belüli ügyletek 10-15 százalékot tettek ki, és a hosszabb lejáratok fokozatosan egyre kisebb részesedést jelentettek. A *repópiac* az egynapos lejáratra (O/N, T/N, S/N) kötötték az ügyletek szűk harmadát, hasonló arányú volt az egy héten belüli és 1 hónapon belüli ügyletek részesedése is. Az egy hónapon túli lejáratok már csak alig 15 százalékot jelentettek. Az *FX swap* ügyleteknél ehhez hasonló értékek adódtak, viszont kissé magasabb (25 százalék) az 1 hónapnál hosszabb lejáratú ügyletek aránya.

A pénzpiac mérete hasonló a környező országokban, a kisebbekben 4-5, a közepesekben 9-10 körüli, a lengyel pénzpiac pedig 16 aktív szereplő volt.

A magyarországi pénzpiac alakulása

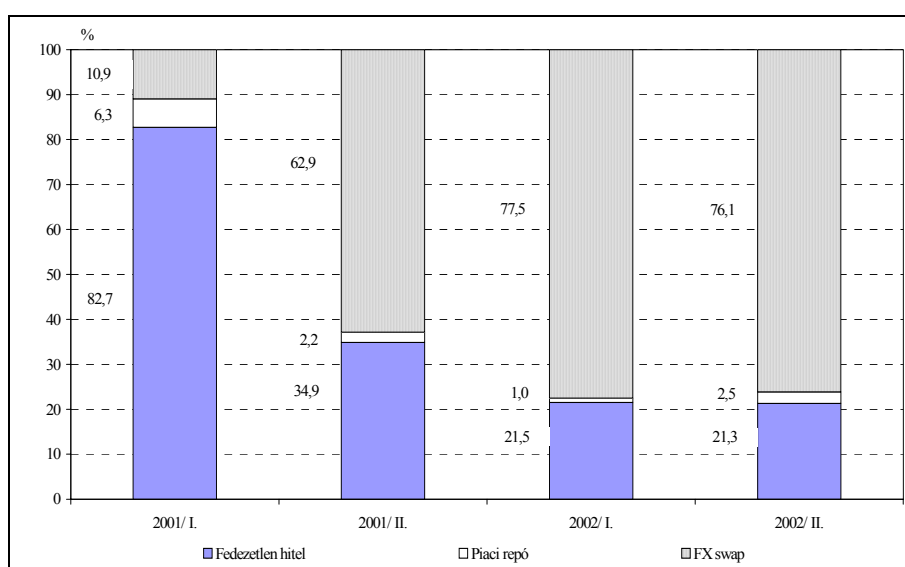
Az euró pénzpiacra megfigyelt helyzettől eltérően a magyar **bankközi pénzpiacot** alapvetően a *fedezetlen bankközi hitelek* részarányának erőteljes csökkenése jellemezte, amely nem a repópiac, hanem az *FX swap ügyletek* – a 2001 nyarán kiteljesedett devizaliberalizációnak köszönhető – jelentős felfutásából adódott. A *repó és fedezetlen hitelek* forgalma 2002 első félévében abszolút értelemben is csökkent. 2002 végére azonban megindult a repópiac felfutása (háromszorosára nőtt a féléves forgalom), amit a fedezetlen hitel és a swap ügyletek szerényebb (valamivel 15 százalék fölötti) növekedése kísért. A repóforgalom emelkedésében döntő fontosságú volt, hogy az MNB 2002 szeptemberében a repó ügyletekből származó forrásokat mentesítette a kötelező tartalék alól. Ezzel együtt is azonban a repó ügyletek csak az összes bankközi ügylet 2,5 százalékát érik el (4. ábra).

A napi forgalmakat tekintve a pénzpiac egésze a 2001-es első félévi nem egészen 80 Mrd forintról 2002 második félévére 358 Mrd forintra nőtt. A devizaliberalizáció a swap ügyletek felfutása miatt nagy ugrást okozott, 2001 második félévére másfélszeresére emelkedett az átlagos napi pénzpiaci forgalom. Ezt követően a

dinamika félévről félévre csökkent, 2002-ben a második félévi összforgalom csak 16 százalékkal múlta fölül az első hat hónap forgalmát.

2002 végén a *fedezetlen ügyletek* átlagos napi forgalma 76 Mrd, a *repó* ügyleteké 9 Mrd, a *swap* ügyleteké pedig 272 Mrd forintot tett ki. 2001 második félévével összehasonlítva ez a *fedezetlen ügyletek* alacsony (7,5 százalék) növekedését, valamint a *repó*- és a *swappiac* megugrását jelentette (az előző 97 az utóbbi 113 százalékkal nőtt).

4. ábra: A forint pénzpiac különböző szegmenseinek megoszlása (forgalmi adatok alapján)⁵



Az 2003 májusában elvégzett kérdőíves felméréséből származó, aggregált információk szerint 2002 egészére az *FX swap* ügyletek forgalma a fedezetlen bankközi ügyletek kétszeresét érte el. Ez kissé alulbecsli a teljes bankrendszer adatán alapuló becslést, aminek az lehet az oka, hogy a rendszeres adatszolgáltatásból rendelkezésünkre álló adatokból a fedezetlen ügyleteknél csak a belföldi bankok egymás közötti ügyleteit tudtuk figyelembe venni. A felmérés alapján azonban egyértelművé vált, hogy a devizaliberalizációt követően a magyar bankok tekintélyes mértékben kötnek fedezetlen ügyleteket külföldi szereplőkkel is (becslésünk szerint 2002-ben az összes fedezetlen bankközi ügyleten belül a külföldiek 15-20 százalékban részesültek).

Az **állományok** alapján még inkább egyértelmű az *FX swap* vezető szerepe. A forgalmi adatokból becsült állományok 89 százaléka *swap*, 8 százalék a fedezetlen és 3 százalék a *repó* állományok részesedése. A *repó* hangsúlyosabbá válása jelzi, hogy ez az ügylet a három szegmens közül a leghosszabb átlagos lejáratú, míg a fedezetlen messze a legalacsonyabb.

A **lejáratokat** tekintve az elmúlt másfél évben a bankközi pénzpiac alapvetően átrendeződött. Az *O/N* ügyletek korábbi dominanciája helyett az egy héten belüli ügyletek részaránya erőteljesen növekedett, míg az egy hétnél hosszabb, de egy hónapnál rövidebb ügyletek aránya szinten maradt. A leghosszabb lejáratú szegmensen enyhe emelkedés volt megfigyelhető (3. táblázat).

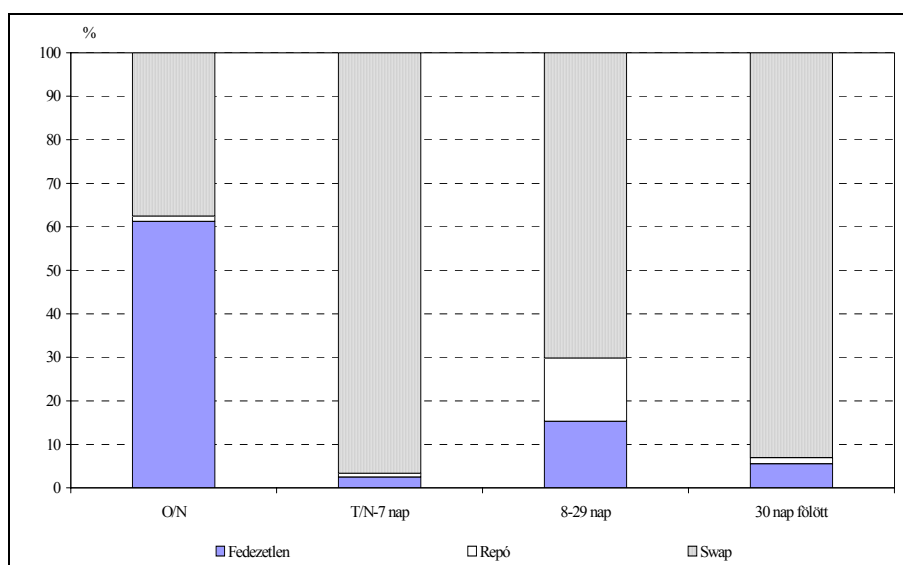
⁵ A fedezetlen ügyleteknél csak a belföldi bankok egymás közötti ügyleteit vettük figyelembe.

3. táblázat: Az összes forint pénzügyi ügylet megoszlása lejáratok szerint

	O/N	T/N-7	8-29 nap	30 nap fölött
2001/I	63,8%	18,8%	11,6%	5,8%
2001/II	38,7%	45,4%	9,6%	6,3%
2002/I	29,3%	55,9%	8,8%	6,0%
2002/II	29,1%	50,3%	11,2%	9,4%

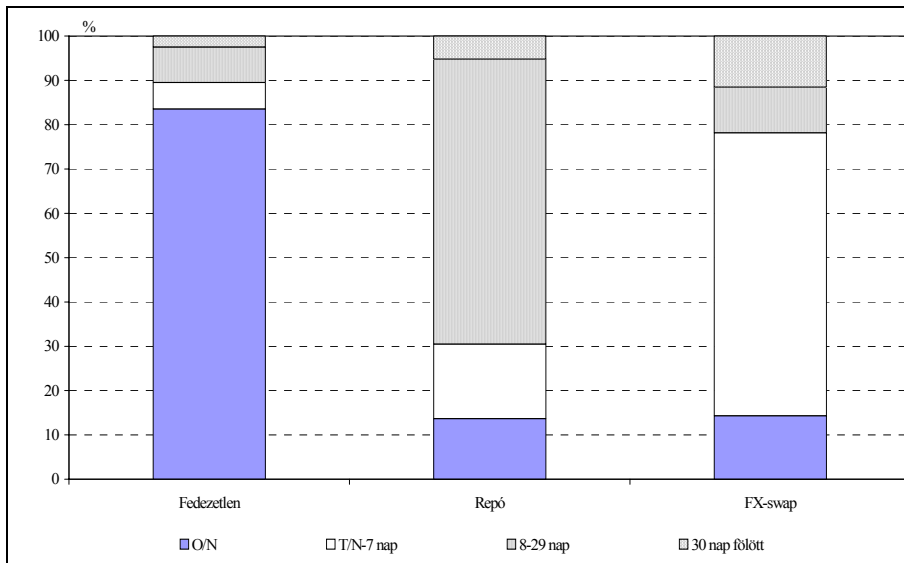
A különböző lejáratokon belül megállapíthatjuk, hogy az O/N ügyleteknél még mindig a *fedezetlen hitelek* dominálnak, bár az FX swap ügyletek is több mint egyharmados részesedéssel bírnak. A hosszabb lejáratokon az *FX swapok* messze háttérbe szorítják a másik két típust. A *repók* részesedése egy futamidőn sem domináns, egyedül az egy héten túli, de hónapon belüli lejáratú tranzakcióknál érik el a fedezetlen hitel arányát (5. ábra).

5. ábra: A forint pénzügyi ügyletek megoszlása lejáratok szerint (2002. II. félév)



A fedezetlen ügyleteken belül az O/N ügyletek adják a forgalom 84 százalékát, az egy hónapon túli ügyletek pedig elenyészők. A swap és a repópiac nagyon hasonló lejáratú mintát mutat, az O/N ügyletek aránya megegyezik (14-14 százalék), és a túlsúlyban lévő egy hónapon belüli ügyletek is hasonló nagyságrendűek (74 illetve 81 százalék). A hónapon belüli szegmensben azonban lényeges eltérés, hogy a repók többségében egy hétnél hosszabb, a swapok viszont egy hétnél rövidebb lejáratúak, azon belül is elsősorban a T/N és S/N ügyletek dominálnak. Az egy hónapnál hosszabb lejáratú ügyletek aránya a swap ügyleteknél magasabb. (6. ábra)

6. ábra: A forint pénzüpi különböző ügyleteinek lejárat szerinti megoszlása (2002. II. félév)



A jegybanki intézkedések is befolyásolják a bankközi piac fejlődését. A *jegybanki rendelkezésre állás eszközei* alkotta kamatfolyosó (a jegybanki O/N hitel és O/N betét kamatlába közötti különbség) alakítása meghatározza a bankközi kamatok mozgásterét. Az MNB az elmúlt években folyamatos csökkentéssel az irányadó kamatlába körül +/-1 százalékgig szűkítette a folyosó szélességét.⁶

A szűkítés hatására a bankok átmenetileg ugyan többször helyeztek el a jegybanknál egynapos betétet, de 2003 tavaszától már megközelítőleg ugyanannyiszor, mint a szélesebb kamatfolyosó esetén. Ha a három leggyakoribb betételhelyező bankot nem számítjuk, akkor a +/-2 százalékpontos kamatfolyosó időszakában a munkanapok 31 százalékában fordultak a bankok a jegybankhoz, a szűkítést követően pedig a munkanapok 41, majd 30 százalékában. Ha az összes bankot figyelembe vesszük, akkor továbbra is lényegében minden munkanapon helyezett el valamelyik intézmény betétet az MNB-nél, az igénybevett napok aránya csupán 2003-ban csökkent kisebb mértékben. Az átlagos betét nagyság az összes bankot nézve a korábbi összeg kétszeresére-háromszorosára emelkedett (4. táblázat).⁷

A hitelfelvételi napok gyakorisága szintén duplájára nőtt. Az igénybevételkor lehívott összeg nagysága ugyanakkor harmadára-negyedére csökkent. Mindez azt jelenti, hogy a bankok már kevésbé kezelték óvatosan a likviditási helyzetüket. Néhány alkalommal (elsősorban a periódus elején) előfordult igénybevétel akkor is, amikor a bankközi O/N kamat a kamatfolyosó alsó felében volt, tehát a több mint 100 bázispontos felár ellenére is a jegybankot választotta az adott bank.

⁶ A +/-1%-os folyosó csak a 2003. január közepi eseményeket követő nagymértékű likviditásbővülés visszaszorításáig változott ideiglenesen +/-3%-ra, de február végén visszaállításra került a korábbi szűkebb folyosó.

⁷ 2002 utolsó harmadában az O/N betételhelyezés megrugrásáért legnagyobb részt a december végi szokatlanul gyors KESZ állomány csökkenés okozta likviditási sokk volt felelős. December utolsó három munkanapján a bankok több jegybanki betétet helyeztek el, mint az azt megelőző négy hónapban együttesen.

4. táblázat: Jegybanki eszközök igénybevételének gyakorisága és nagysága

Jegybanki eszköz		Igénybevett napok a munkanapok arányában	Az átlagos elhelyezett összeg (Mrd Ft)
Jegybanki O/N betét	+/- 2%-os kamatfolyosó, 2001. jún. – 2001. dec.	98% --- (31%)	10 --- (31)
	+/- 1,5%-os kamatfolyosó, 2001. dec. – 2002. aug.	100% --- (34%)	15 --- (38)
	+/- 1%-os kamatfolyosó I., 2002. szept. – 2002. dec.	98% --- (41%)	25 --- (53)
	+/- 1%-os kamatfolyosó II., 2003. márc. – 2003. jún.	90% --- (30%)	32 --- (85)
Repó / Fedezett hitel	+/- 2%-os kamatfolyosó	10%	61
	+/- 1,5%-os kamatfolyosó	12%	15
	+/- 1%-os kamatfolyosó I.	25%	16
	+/- 1%-os kamatfolyosó II.	20%	25

Megjegyzés: zárójelben a három leggyakoribb O/N betét-elhelyező intézmény nélkül számolt értékek szerepelnek.

A bankközi piacon, míg a szélesebb kamatfolyosó mellett az irányadó kamatláb közelében mozogtak leggyakrabban a bankközi kamatok, addig a szűkebb kamatfolyosónál a rendelkezésre álló mozgásteret kihasználva ingadoztak. A szűkítést követően a bankközi kamatok a jegybanki hitel kamatlábát néhány esetben 50 bázisponttal is meghaladták, míg korábban csak ritkán és abban az esetben is mindössze néhány bázisponttal lépték át a folyosó tetejét. (Likviditáshiányos környezetben a jegybanki fedezett hitel kamatlábát meghaladó bankközi piaci kamatok azért fordulhatnak elő, mert a bankok a bankközi piacon fedezet nélkül kötnek üzleteket, amit a magasabb kamat kompenzál.) A szűk folyosóban a várakozásokkal összhangban lecsökkent a volatilitás, de a mérséklődés arányaiban kisebb volt a szűkítés nagyságánál, amit a relatív szórás emelkedése mutat (5. táblázat).

5. táblázat: Bankközi kamatok abszolút és relatív szórása különböző szélességű kamatfolyosó esetén⁸

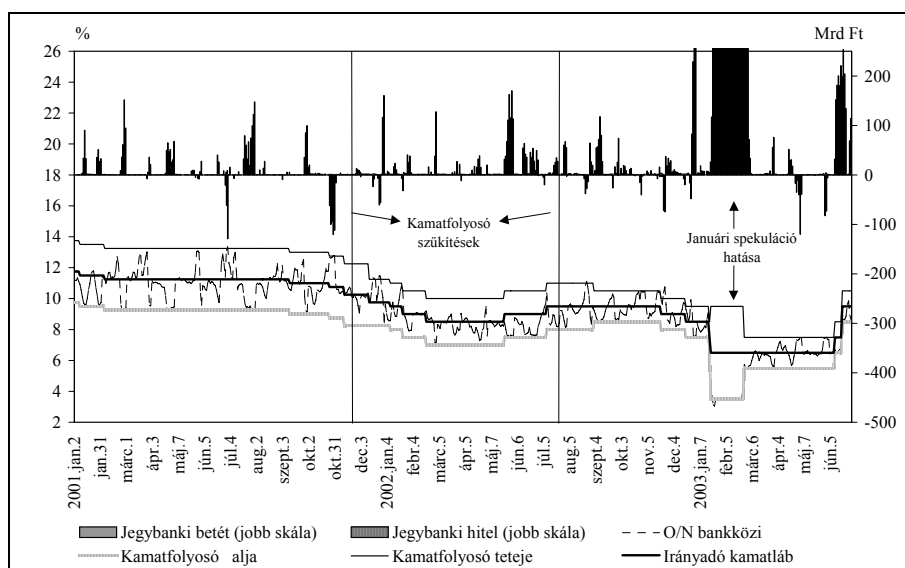
	Abszolút szórás	Relatív szórás
+/- 2%-os kamatfolyosó, 2001. jún. – 2001. dec.	0,95%	0,45%
+/- 1,5%-os kamatfolyosó, 2001. dec. – 2002. aug.	0,90%	0,48%
+/- 1%-os kamatfolyosó I., 2002. szept. - 2002. dec.	0,73%	0,69%
+/- 1%-os kamatfolyosó II., 2003. márc. - 2003. jún.	0,84%	0,57%

A jegybanki egynapos rendelkezésre állás részben kiszoríthatja a bankközi ügyleteket, amennyiben a jegybankkal kötött ügyletek egyszerűbbek és alacsony hozamvesztéssel járnak. Az O/N betételhelyezés intenzitását jól jellemzi, hogy 2002-ben a napi átlagos jegybanki betételhelyezés a bankközi kihelyezések 30 százalékát érte el. A képet árnyalja, hogy a bankközi tranzakciók közül csak a belföldi bankok egymás közötti ügyleteiről rendelkezünk információkkal. A

⁸ A bankközi fedezetlen ügyletek kamatának relatív volatilitását a kamatoknak a jegybanki kamatfolyosó széleitől vett százalékos eltérés szórásaként számítottuk.

devizaliberalizáció után megnőtt külföldi szereplőkkel kötött fedezetlen ügyletek forgalma, ami az MNB-vel kötött ügyletek arányát csökkenti. A jegybanknál elhelyezett O/N betétek volumene azonban ezt figyelembe véve is magas. Ezt részben magyarázza az egész bankrendszerre jellemző likviditásbőség, bár a jegybank elsősorban kéthetes betéttel köti le a fölös likviditást. A bankközi piac további erősödéséhez nagyban hozzájárulhat, ha a bankok inkább a piacon igyekeznek megoldani rövid távú likviditási problémájukat, és csak kritikus esetben veszik igénybe a jegybanki rendelkezésre állást.

7. ábra: Az jegybanki rendelkezésre állás igénybevételének, a jegybanki és bankközi kamatok alakulása



A **partnereket** elemezve az MNB felmérése szerint a *fedezetlen* ügyletek felét a bankok egymás között kötik, a maradék nagyjából egyenlő arányban oszlik meg a belföldi egyéb pénzügyi közvetítők, a nem pénzügyi vállalatok és a külföld között. A *repó ügyletek* 60-70 százalékát a belföldi egyéb pénzügyi közvetítőkkel, 20-30 százalékát a nem pénzügyi vállalatokkal kötötték. Külföldi szereplők és a belföldi bankok is csak elenyésző mértékben vettek részt az ügyletek másik oldalán partnerként. A *swap ügyleteknek* viszont döntő többségét (2002-ben 88 százalékát) külföldi partnerekkel kötik.

Koncentráció tekintetében a hazai bankközi piacot jellemezhetjük egyrészt a fenti három piac, másrészt a jegybanki eszközök, illetve források igénybevételének koncentrátságával is, mivel ez utóbbi jól tükrözi az egyes szereplők likviditási feleslegének vagy hiányának tartósságát. A mutatószámok alapján megállapíthatjuk, hogy a *jegybanki O/N eszköz és forrás* igénybevétele jóval koncentráltabb, mint a *bankközi fedezetlen ügyleteké* (6. táblázat). A tíz legnagyobb intézmény részesedése rendre meghaladja az európiac értékeit, ami a magyar piac magasabb koncentrációját jelzi. A betételhelyezés mind a jegybanknál, mind a többi banknál kiegyensúlyozottabb a hitelfelvételnél. Míg az elhelyezői oldalon számos szereplő található, addig a hitelfelvevői kört csak néhány nagy szereplő alkotja. Ez éppen ellentétes az eurózóna tapasztalatával, ahol a betételhelyezés szereplői koncentráltabbak. Erre magyarázattal szolgálhat, hogy a magyar piacon a bankok strukturális likviditási pozíciója (többlete) ellentétes az eurózónabeli bankrendszer pozíciójával (hiányával). Ebből származik, hogy a magyar bankok inkább a betételhelyezői oldalon versengenek erősebben egymással. Az eurózónához való

csatlakozáshoz közeledve a bankrendszerbeli likviditási hiány kialakulása várhatóan megváltoztatja a magyar piacot is, és kisebbségbe kerülnek a fölös forrással rendelkező bankok. Emiatt várhatóan a betételhelyezésnél meg fog növekedni a koncentráció.

A *swap piac* értékei szintén magasnak tekinthetők, bár nagyságrendileg nem térnek el lényegesen az eurózónabeli adattól. A *repó ügyletek* esetén szélsőségesen koncentrált piacot találtunk, az 5 legnagyobb szereplő kötötte lényegében az összes ügyletet. Ennek oka a repó iránti általános piaci érdektelenség, amelynek indokait a repó piacról szóló részben elemezzük.

A szereplők száma nagyrészt megmagyarázza az európiacoknál magasabb értékeket, hiszen jóval kevesebb bank vesz részt az egyes eszközök-források piacán, emiatt könnyebb nagyobb piaci részesedést kiharítani a piacból. Abból viszont, hogy a bankközi betét esetében a szereplők számában meglévő hasonló eltérés mellett lényegesen kisebb a koncentráció különbsége, arra következtethetünk, hogy a koncentrátság nem egyedül a piac kis méretéből adódik.

6. táblázat: Koncentráció 2002 második félévben a hazai pénzpiacon

	Jegybanki			Bankközi		Repó		FX Swap
	O/N betét	O/N hitel	kéthetes betét	betét	hitel	betét	hitel	
Az 5 legnagyobb piaci szereplő részesedése az összes forgalomból	55%	69%	61%	38%	48%	99%	97%	69%
A 10 legnagyobb piaci szereplő részesedése az összes forgalomból	74%	87%	85%	63%	72%	100%	100%	90%
Bankok száma	32	19	30	35	30	9	14	24

Megjegyzés: Az egyes piacokon az adott időszakban üzletet kötő bankok számát jelenítettük meg, az összes bank száma 41 volt. A repó ügyletek koncentrációs értékét banki szintű forgalmi adatok hiányában a bankok által napi rendszerességgel jelentett penziós ügyletek állományából számítottuk.

A szereplők megoszlása mind a jegybanki eszközök mind a bankközi fedezetlen ügyletek esetében hasonló abból a szempontból, hogy a bankok fele mind hitelfelveői, mind pedig hitelnyújtói oldalon szerepel. A bankok másik 50 százaléka viszont csak az egyik oldalán jelenik meg leggyakrabban az ügyleteknek. A tíz legjelentősebb jegybanki betételhelyező bankból nyolc egyben a bankközi ügyletekben is a legnagyobb hitelnyújtó volt. A jegybanki és bankközi hitelfelvétel esetén tízből hét ez az arány.

A **bid-ask szpredek** jó mutatói lehetnek annak, hogy a piac milyennek ítéli az adott szegmens likviditását. A kérdőíves felmérés alapján a *fedezetlen ügyletek* esetén a lejáratl párhuzamosan a szpredek kismértékű növekedése figyelhető meg. Az O/N ügyletek 20 bázispont körüli szprede az egy hónapnál hosszabb lejáratnál már 30 bázispont fölött van. A *repó ügyleteknél* átlagosan magasabbak és jóval nagyobb szórást mutatnak a szpredek: 20 bázisponttól egészen a 100 bázispont fölötti értékeket is alkalmaznak a bankok. A fedezetlen ügyletekkel ellentétben nem figyelhető meg a lejáratl párhuzamosan a szpred növekedése. A *swapok* esetén pedig a hosszabb lejáratlhoz néhány bázisponttal alacsonyabb szpred tartozik. A három termék közül a szpredek alapján a swap piac tűnik a leginkább likvidnek és alacsony kockázatúnak,

itt 20 bázispont alatti értékek szerepelnek. Ezt követi a fedezetlen bankközi ügylet és végül a repó ügylet. Mindez megerősíti azt, hogy a repó piac egyelőre messze nem éri el a másik két piac fejlettségét.

Az egyes ügyletek választásánál elméletileg fontos szerepet játszhat a **partnerlimit**ek kihasználtsága. A felállított limitek az intézmények saját döntésén, illetve a kötelező felügyeleti előírásokon alapulnak. A felmérésünkben szereplő bankok mindegyike alkalmaz limiteket a fenti ügyletekre. Az egyes ügyletek beszámítása a limitbe bankonként eltérő: a *repó ügyleteknél* 1-10 százalék, a *swap ügyleteknél* 4-10 százalék közötti súllyal számítják a limitbe a kötött ügyleteket. A *fedezetlen ügyleteket* minden bank egységesen 100 százalékkal veszi figyelembe. A felmérésben szereplő bankok becslése szerint a fedezetlen ügyletek mintegy 10-20 százaléka hiúsul meg amiatt, hogy a piaci szereplők kimerítik a partnerlimitjeiket és emiatt további fedezetlen ügylet kötése nem lehetséges. Érdekes módon limitkihasználtság esetén sem merül fel a fedezett ügylet (pl. repó) reális alternatívaként, aminek az okai a repóügyleteknek a későbbiekben ismertetett hátrányai (pl. értékpapírhiány, felügyeleti díj, érdektelenség). A limit kimerülésekor előfordul, hogy a még limittel rendelkező harmadik félén keresztül sikerül lebonyolítani az eredeti ügyletet (switch).

Az európai repópiacok fejlődése

Legszembetűnőbb különbség tehát a hazai és az euró bankközi piac összehasonlításakor, hogy az euró-repópiac sokkal hangsúlyosabb szerepet játszik az ottani pénzpiacon. Ennek okait keresve részletesebben áttekintjük az euró repópiacokat, amelyhez az EKB 2001-2002-es felmérései mellett felhasználtuk Ciampolini–Rohde 2000-es⁹ és az ISMA (International Securities Market Association) által 2001 nyarán elindított, féléves rendszerességgel megjelenő felmérését.¹⁰

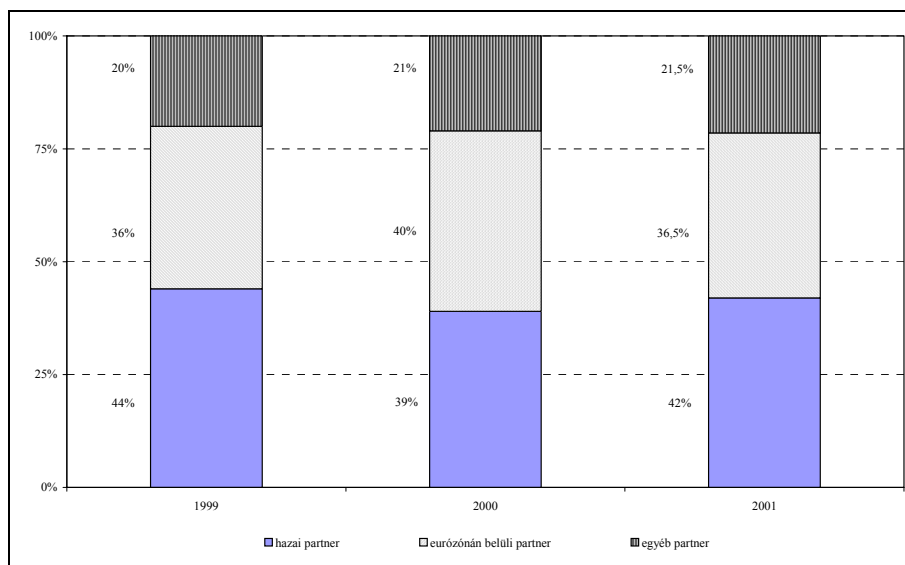
Partnerkör

Az euró zónában állományi adatok alapján a repó ügyletek fele országon kívüli partnerrel kötött (mely egyenlő arányban oszlott meg az euró zónán belüli és kívüli partnerek között), 40-50 százaléka belföldi ügyfelekkel, a maradék pedig anonim ügyfelekkel (automatikus kereskedési rendszereken keresztül). Ez a korábbi időpontokhoz képest a belföldi ügyletek fokozatos visszaszorulását és az eurózónán kívülieknek az azon belüli partnerekhez viszonyított terjedését jelenti (8. ábra). 2002 végén az állományok közel 80 százaléka euróban volt, a többi pénznem közül a font és a dollár volt még jelentős.

⁹ Ciampolini–Rohde (2000) 2000. februári adatokkal 6 ország 30 bankjának válaszait dolgozta fel.

¹⁰ ISMA (2003, 2002a, 2002b, 2001). Ez a felmérés 2003 tavaszáig 4 alkalommal készült el. Az elsőben szereplő 46 intézményhez képest a legutóbbiban már 82 pénzügyi intézmény vett részt elsősorban az EU-ból, az Egyesült Államokból, Japánból.

8. ábra: Az euró-repópiac partner-szerinti megoszlása



Az országok szerint bontás alapján, Németországban és a Benelux államokban volt a legmagasabb a határon átnyúló tranzakciók aránya, ezt követte Franciaország, az Egyesült Királyság és Olaszország. Egyedül Spanyolországban voltak messze túlsúlyban az országon belüli tranzakciók (7. ábra). A határon átnyúló ügyletek átlagosan 60 százalékát az Egyesült Királyságbeli székhelyű partnerrel kötötték a bankok. Ez az érték magasnak tűnhet, ugyanakkor azt jelzi, hogy az euró zónában jelentősen megnőtt a zónán belüli tranzakciók aránya, hiszen néhány évvel korábban még jóval magasabb lett volna a londoni partnerekkel kötött ügyletek aránya.

7. táblázat: Határon átnyúló és hazai repóügyletek aránya az egyes európai országokban (%)

	Benelux	Németország	Franciaország	Olaszország	Egyesült Királyság	Spanyolország
Határon átnyúló	78	72	60	52	55	15
Hazai	22	28	40	48	45	85

Forrás: Ciampolini–Rohde (2000)

A belföldi ügyleteknél a német, a francia, az olasz és spanyol bankok a forgalmuk 15-20 százalékát nem banki ügyfelekkel (alapok, vállalatok, stb.) bonyolítják le. A Benelux államokbeli és angol bankoknál ez kevésbé jellemző, viszont az angol bankok a határon átnyúló tranzakcióknál, a többi országgal ellentétben, viszonylag magas, több mint 25 százalékos arányban repóznak nem banki partnerekkel.

Lejárat

A repópiacra a jellemző lejárat az egy hétnél rövidebb, ebbe a kategóriába esett az állományok több mint 36 százaléka, a maradék 1 hónapon belüli tranzakció további 28 százalékot tett ki, a hosszabb lejáratú, illetve forward repók adták a maradék részt. A 2000 és 2002 közötti időszakban az egy héten belüli lejáratú szemben fokozatosan növekedett az egy hónapon rövidebb futamidejű ügyletek részesedése. A forgalmi adatok alapján még koncentráltabb a lejárat megoszlása, az egy hónapon belüli lejáratra koncentrálódik a forgalom 90 százaléka.

Az országok szerinti bontásnál a Benelux államokbeli, a francia, a spanyol és az olasz bankoknál 90 százalék körüli az egy hónapon belüli ügyletek aránya, az angol intézményeknél nem egész 85 százalék, míg a németeknél 73 százalék. Jelentős eltérés van a lejáratban a szerint, hogy határon átnyúló, vagy belföldi tranzakcióról van-e szó. A francia és angol bankok határon átnyúló ügyletei magasabb arányban, a németek és spanyolok alacsonyabb arányban tartalmazznak egy hónapon belüli ügyleteket, mint a belföldi ügyleteik.

Fedezetek, ügyletméret

A **fedezetek** közül a német, az olasz, a brit, a francia, a spanyol és a belga értékpapírok szerepeltek a leggyakrabban. Az összes fedezet közül mintegy 75 százalékot az euró-zónában bocsátottak ki. A fedezetek különbözőségén érhető tetten, hogy az elemzett európai országok repópiaca még nem egységes, inkább a nemzeti piacok szerinti megoszlás a jellemző. Vannak piacok, amelyeken az általános fedezetű (GC, general collateral) repókkal folyik aktív kereskedés (legkedveltebb a belga és az olasz piac), míg más nemzeti piacokon (például Németországban) a speciális fedezetű (special repo, értékpapír indíttatású) ügyletek a dominánsak. A speciális fedezetű repó ügyletek az értékpapír indíttatású ügyletek, amelyeknél nem a betét-hitel ügylet, hanem az értékpapír tulajdonságai a dominánsak.

Az átlagos **ügylet mérete** eltérő a két típusú repónál. Míg az általános fedezetű repónál az átlagos kötés 100 M eurós, addig speciális fedezetűnél ez az érték mindössze 20-50 M euró. A piacokon fedezetként az adott nemzeti piac papírjai dominálnak, az ügyletek mintegy 60-70 százalékban ezeket használják. Az állampapírok adják a fedezetek 90 százalékát, bár Németországban a jelzáloglevelekkel végzett (Pfandbrief repo) repó-forgalom is jelentős és növekvő tendenciát mutat.

A vizsgált országokat 3 csoportra lehet osztani aszerint, hogy milyen értékpapírokat használnak fel a belföldi és a határon átnyúló ügyletekhez. A német, spanyol és olasz bankok jellemzően a saját országaik értékpapírjaival végzik az ügyleteiket (több mint 90 százalék ezen papírok aránya a belföldi, és 60-80 százalék a határon átnyúló tranzakciók esetében). A francia és Benelux államokbeli bankok már nem preferálják ennyire a hazai értékpapírokat (50-60 százalék ezek aránya a belföldi és 15-20 százalék a határon átnyúló ügyleteknél). A szigetországi bankok pedig döntően a más országbeli értékpapírokkal repóznak mind a belföldi, mind a határon túli tranzakciók esetében. Együttesen vizsgálva ezt a hat piacot a felmérés szerint az ügyletek többségénél német és olasz kötvényt használnak fedezetként. Az előbbi elsősorban a speciális értékpapír fedezetű repóügyleteknél jellemző, az utóbbi az általános fedezetű repóügyletek kedvelt eszköze.

Repótípusok

A tágran értelmezett repótípusok közül a **klasszikus repó** tette ki az ügyletek döntő hányadát (70- 80 százalék), a szerződésben rögzített és nem rögzített **E/V (sell/buy back) ügyletek**, végül az **értékpapír kölcsönzés** alkották a hátralévő részt. Az **E/V ügyletek** aránya enyhén emelkedett, ami a növekvő olasz és spanyol részvételnek köszönhető, amely piacokon jellemző e tranzakciók magas aránya.

Országok szerint változatos képet kapunk: az olasz és spanyol bankoknál az E/V tranzakciók jóval kedveltebbek, a repóügyletek több mint 94 illetve 77 százaléka ilyen módon zajlik. A maradékot a klasszikus repó teszi ki, az értékpapír-kölcsönzés aránya elenyésző. A többi országban a klasszikus repó teszi ki az ügyletek többségét, Angliában a kétharmadát a másik három piacon több mint háromnegyedét.

A repók 90 százaléka fix kamatozású, de 2002 közepéig növekvő tendenciát mutatott a változó kamatozású ügyletek aránya, amely elsősorban a francia piacon terjedt el. A fennmaradó rész az ún. nyitott kamatozású repók adták.

Magyar repópiac alakulása és összevetése az európai repópiacokkal

Az MNB 2002. augusztus 1-ével tartalékmentessé tette a nem bankoktól repó formájában bevont forrásokat. Nagyjából ennek köszönhetően a repóállomány erőteljes felfutása következett be 2002 végére, hiszen ekkor még a tartalékolás költsége számottevő volt (20-30 bázispont), így érdemes volt a források egy részét átcsoportosítani repóba. A 2003. januári kamatsökkentések és a tartalék utáni fizetett kamat emelésének hatására viszont a tartalékolásból származó jövedelem-elvonás szinte teljesen eltűnt (kb. 4 bázispontra csökkent), ami leginkább magyarázza a repóállomány 2003. évi látványos visszaesését.

A repó elterjedését korábban jogi problémák is gátolták. Ezek egy részét azonban a tőkepiaci törvény megoldotta. A törvény definiálta a repó és passzív repó ügyleteket és a csődtörvény szerinti felszámolási vagyonból – a partner vállalkozási formájától függetlenül – kivette a repóból származó követeléseket, amennyiben a felek kötöttek egymással nettósítási megállapodást. A hitelező számára minimális kockázatot jelent ugyanakkor, hogy egyelőre a gyakorlatban a nettósítási megállapodás jogi érvényesítésére még nem került sor.

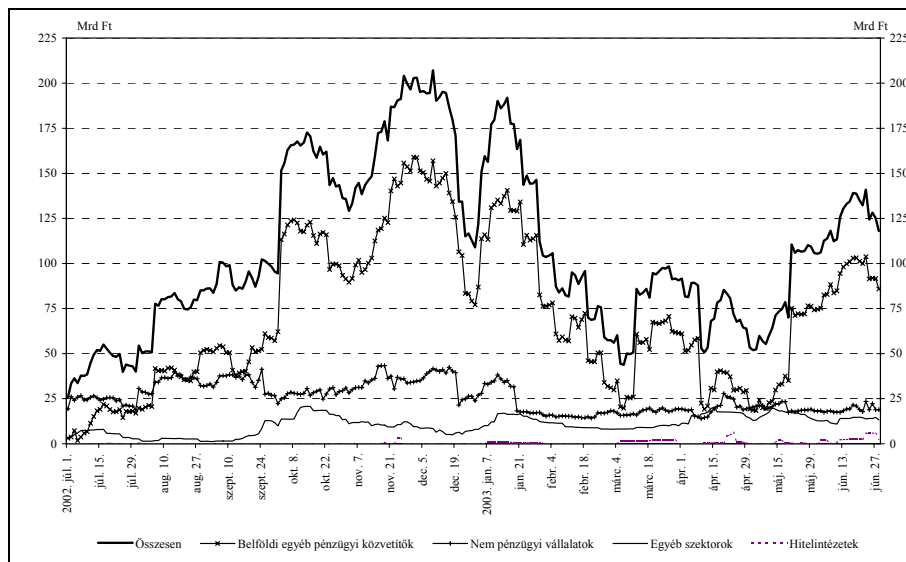
A repó ügyletek elterjedését nehezíti az ügyletekhez kapcsolódó magasabb tranzakciós költség, amit részben egy általánosan is elfogadott szerződésminta (pl. GMRA) hiánya okoz. A szerződő feleknek így kétoldalú megállapodásokban kell előírniuk a jogi feltételeket (pl. a nettósítási megállapodást).

A kérdőívre adott válaszok alapján a bankok a hazai repópiac fejlődését hátráltató tényezőnek tartják a 2002-től érvényes új felügyeleti díjat. Ez futamidőtől független (az eladási ügylet értékének 0,04 ezreléke) és a korábbi szabályozással szemben nem maximálja az egy vállalkozás által évente fizetett díjat. Bár a tőkepiaci törvény módosítása szerint a kockázat- és likviditáskezelési célú repóügyletek, amelyeket a bankok egymás között illetve befektetési vállalkozásokkal kötnek, mentesülnek a díj alól, a jelenlegi díj a vállalati és egyéb ügyfelekkel (beleértve az ebbe a két csoportba tartozó külföldi ügyfeleket is) kötött rövid lejáratú repó-ügyletek költségét jelentősen megemeli. (A 0,04 ezrelékes felügyeleti díj egy napos repó esetén mintegy 150, egyhetes ügylet esetén 20, egyhónapos repó esetén pedig 5 bázispontnak megfelelő éves szintre vetített kamatköltséget jelent az értékpapír eladójának.) Az új szabály tehát a rövid lejáratú repó-ügyletek egy részének éves szintre számított költségét olyan mértékben megrágtatja, amely már nem teszi versenyképessé a repót a többi pénzügyi ügylettel.

Partnerkör

A már korábban bemutatottak szerint a partnerek két legfontosabb csoportját a belföldi egyéb pénzügyi közvetítők (pl. befektetési alapok) és a nem pénzügyi vállalatok (pl. termelő, szolgáltató vállalatok) alkotják. Ez következik abból is, hogy a forrásoldali ügyletek sokszorosan felülmúlják az eszközoldali tételeket, tehát a bankok elsősorban nem egymás között kötik a repó-ügyleteket (9. ábra).

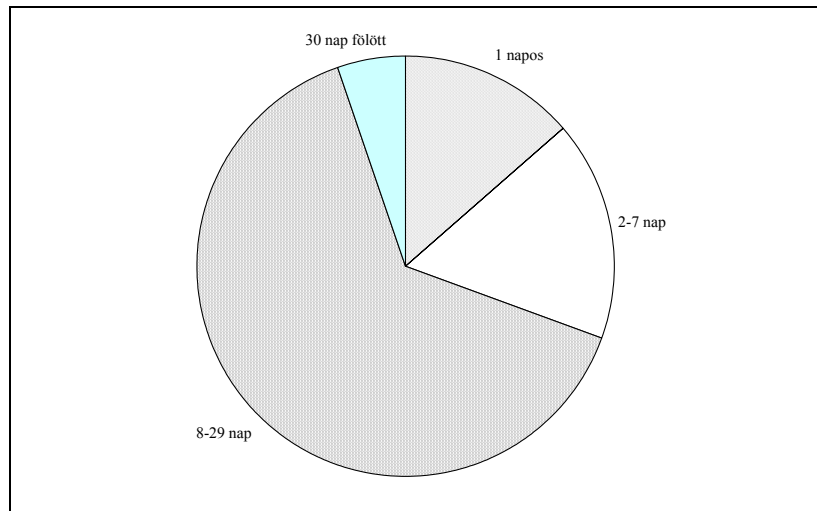
9. ábra: A bankok forrásai közötti repó-állomány alakulása



Lejárat

A kérdőíves felmérés adatai szerint a bankok repón keresztül inkább forráshoz jutottak (tehát jellemzően az értékpapír eladói voltak az ügylet elején). Ezt alátámasztják az állományi adatok, amelyek szerint a forrásoldali repóállomány több mint harmincszorosát tette ki az eszközoldalnak. A lejáratokon belül az egynapos és az egy héten és két héten belüli lejáratok nagyjából egyenlő arányban részesültek, a legnagyobb hányada az ügyleteknek viszont két hét és egy hónap közötti lejáratot kötött. Az egy hónapon túli ügyletek mindössze 5 százalékos súlyt képviselnek (10. ábra).

10. ábra: A repóforgalom lejárat szerinti megoszlása



Fedezetek, ügyletméret

A magyar piacon a **fedezetek** közül egyelőre csak az állampapírok terjedtek el, de a közeljövőben, erőteljesen növekvő állományuk miatt, várhatóan a jelzálog-hitellevelek is részt fognak venni a repó ügyletekben. Az értékpapír-kölcsönzés várható felfutásával az eddigi jellemző általános fedezet mellett az értékpapír indíttatású (speciális fedezetű) ügyletek is megjelenhetnek

Az átlagos **ügylet mérete** 800 M forint körüli, amely nagyjából 3-3,5 M eurónak felel meg, tehát lényegesen alacsonyabb az euró-zónában szokásos ügyletnagyságánál. Ez a szereplők méretével és a piaci szegmens fejletlenségével magyarázható.

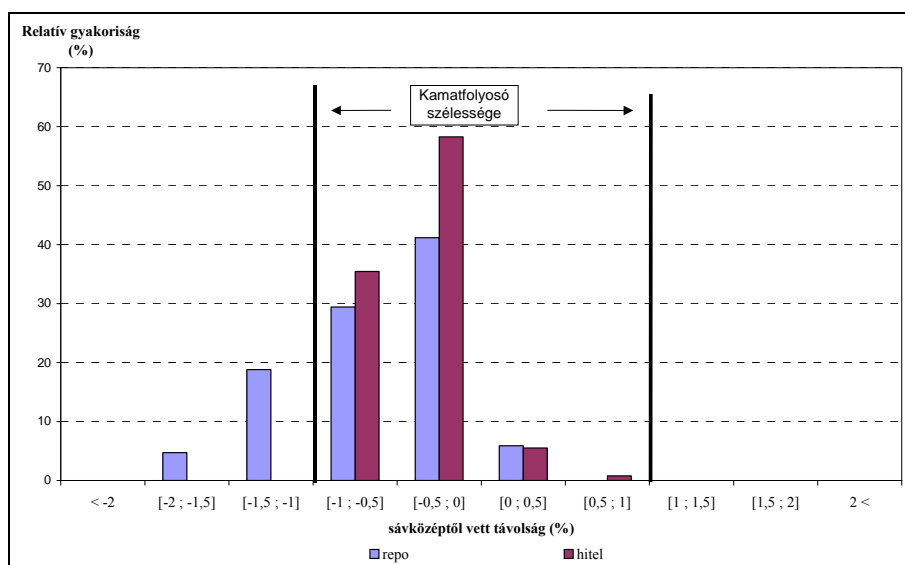
Repótípusok

A tágran értelmezett repó típusok közül az óvadéki repó (50 százalék) és a szállítási repó (40 százalék) részesedik a legnagyobb mértékben, ezt követi az E/V ügylet és az minimális nagyságrendű értékpapír-kölcsönzés.

A repópiac fejlettségét szemléltethetjük a **repó-kamatok** eloszlásával is (11. ábra). Az ábrán együtt ábráztuk a bankközi O/N hitelek és az O/N repóügyletek kamatainak eloszlását.¹¹ A bankközi hiteleknek a sávszélek tényleges határt szabnak, míg ez a repóügyletek esetében nem áll fenn. Ez arra is utalhat, hogy a repóügyletek között számos olyan ügylet történik, amelyeknél az árazás nem piaci alapon történik. Az alacsony repópiaci forgalomra utal a repókamatok relatíve nagyobb szórása is. A repóügyletek kamata átlagban alacsonyabb, mint a bankközi hitelügyleteké, ami nyilvánvalóan a mögöttes állampapír-fedezetnek köszönhető.

¹¹ Választásunk azért esett erre a futamidőre, mert ezen a lejáraton a legmagasabb a forgalom a hitelek és a repóügyletek esetén is.

11. ábra: Az O/N repó és az O/N bankközi hitel-ügyletek kamatainak eltérése a jegybanki kamatfolyósó közepétől



A repópiac további fejlődésének főbb tényezői

A banki szereplők szükségesnek tartják a fejlett, likvid repópiac kialakulását. Ennek akadályaként a már említett felügyeleti díj mellett, amely a rövid lejáratú ügyleteket tetemesen megdrágítja, a repó jogi helyzetében még továbbra is fennálló bizonytalanságot és a likviditáshiányos bankok állampapírhiányát tartják lényegesnek.

Mivel a bankok általános likviditásfeleslege az aktív oldali szabályozásra való áttéréssel fokozatosan csökken, tovább fokozódhat az igény a repópiac erősítése iránt. A fejletlenségből adódóan a repó piacon szélesek a szpredek és a külföldiek is az FX swap piacot preferálják a repóval szemben. A korlátozott érdeklődésből adódóan csak néhány bank (a megkérdezett 11-ből mindössze 3) jegyez folyamatosan árat repóügyletekre.

Néhány bank szerint a magyar környezetre adaptált szerződésminta (master agreement) kidolgozása is sokat lendítene a piac fejlődésén. Jelenleg jellemzően a bankok a saját maguk által kidolgozott szerződéseket használják az ügyleteknél, inkább csak a jelentősebb, külföldi ügyféllel kötött ügyletnél alkalmaznak nemzetközi szerződésmintát (pl. GMRA).

Az ÁKK az Államháztartási törvény 2003 júliusában életbe lépő módosításával jogosulttá vált másodpiaci ügyletek végzésére, így repó és értékpapír-kölcsönzési ügyletek kötésére. Az ÁKK várhatóan az elsődleges forgalmazókkal fog közvetlenül repó ügyleteket kötni, és velük fog keretszerződést kötni, amely a hazai piacon megoldhatja a szerződésminta hiányának problémáját. Ugyanakkor a forint alapú határon átnyúló repóügyletek esetén továbbra is fennmarad az egységes szerződésminta iránti igény. Az ÁKK repó ügyletei mellett, hogy az értékpapír piac fejlődését előmozdíthatja, alkalmas lesz a kincstári egységes számla (KESZ) kilengéseinek mérséklésére is. Jelenleg a bankközi kamatok magas volatilitásának egyik fő oka a KESZ egyenlegének nehéz előrejelezhetősége, ami miatt a kereskedelmi bankok nem tudnak időben felkészülni a likviditási pozíciójuk elmozdulására.

Az ÁKK a közeljövőben az értékpapír-kölcsönzésben is részt fog venni, a KELER Rt. által működtetett rendszerben mint értékpapír kölcsönadó fog szerepelni. Közvetlenül nem fog a piaci szereplőkkel kapcsolatban állni, csak a KELER Rt-vel. Az értékpapír-kölcsönzés a rövid távú elszámolási problémák áthidalásával szintén hozzájárulhat az értékpapír piac fejlődéséhez. Jelenleg ugyanis az elsődleges forgalmazók néhány lejáratra, az alacsony értékpapír-állományuk miatt, csak kedvezőtlen feltételekkel vállalnak jegyzéseket. A biztosan igénybe vehető értékpapír-kölcsönzés segítségével várhatóan nagyobb összegekre és szűkebb szpreddel fogják jegyezni a kevésbé likvid papírokat is.

Repópiacok ország szerinti sajátosságai

A korábbiak alapján egyértelmű, hogy az európai nemzeti repópiacok közötti eltérés nem elhanyagolható (8. táblázat). A nemzeti határon átnyúló ügyletek aránya az összes ügyleten belül a Benelux államokban és Németországban a legmagasabb. Ezeknek az országoknak a piaca jóval nyitottabb, mint a mediterrán országoké. Az európai repópiacokon a német piacot leszámítva elenyésző az egy hónapon túli ügyletek aránya. Az ügyletek fedezete alapján az Egyesült Királyságban a leginkább elterjedt a külföldi állampapírok használata, míg az olasz, spanyol és német piac a hazai értékpapírokon alapszik. A német piac fedezet szempontjából rendhagyónak tekinthető amiatt, hogy itt nemcsak általános fedezetű (general collateral, GC) papírokkal kötnek az ügyleteket, hanem a jelzálogkötvényeknek is élénk repópiaca van. A repó-típusok szerint az olasz és spanyol piacon az E/V ügylet bír a legnagyobb részesedéssel (75 százalék felett), míg a többi piacon a hagyományos repó a kedveltebb.

A magyar repópiac legtöbb ismérve szerint a dél-európai modellhez hasonlít. Alacsony a határon átnyúló és magas a rövid lejáratú ügyletek aránya. Jellemzően általános fedezetet fogadnak el, amely többségében hazai állampapír. Egyedül a repótípusok szerint sorolható inkább a Benelux államokhoz áll legközelebb.

8. táblázat: Az egyes európai országok repó-piacának főbb jellemzői

	Német	Benelux	Nagy-Britannia		Olasz	Spanyol	Magyar
Határon átnyúló ügyletek aránya	magas	magas	Közepes	közepes	közepes	Alacsony	alacsony
Lejárat (1 hónapon belüli ügyletek aránya)	73%	90%	90%	85%	90%	90%	95%
Fedezet jellemzők Spec. – Ált. Hazai – Külf. Államp –Egyéb	Spec., H Áp. – jelzálog	Ált., H és K Áp.	Ált., H és K Áp.	Ált. K Áp.	Ált., H Áp.	Ált., H Áp.	Ált. H Áp.
Típus megoszlás							
Hagyományos	75%	87%	78%	66%	6%	21%	93%
E/V	14%	6%	22%	27%	94%	77%	6%
Értékp. kölcsön	11%	6%	0%	7%	0%	2%	1%

A repópiac további fejlődését akadályozza a különböző nemzeti piacok eltérő jogi szabályozása (például a kezdeti margin, és a nemfizetés esetén a fedezetek

elvonhatósága), a nettózási szabályok eltérése, az elszámolási rendszerek sokfélesége és a repóügyletekhez kapcsolódó sajátos adó-előírások.

Egyes nemzeti piacok fellendülésében adminisztratív intézkedések is szerepet játszhattak. Németországban az éven belüli lejáratú, nem banki repókat 1997-től tették tartalékmentessé. Ezt követően a repóállomány egy év alatt csaknem ötszörösére emelkedett, annak ellenére, hogy a korábbi tartalékkötelezettség miatti jövedelem-elvonás mindössze 8 bázispont volt. Kétségtelen azonban, hogy a rövid lejáratú pénzügyi instrumentumokat érintő kedvező adózási és más adminisztratív szabályok változása is kedvező hatású volt, aminek köszönhetően a pénzpiac egésze fellendült. Görögországban 1998-tól szintén megfigyelhető volt a repóból származó források felfutása. Ennek oka leginkább a kamatadó változtatása volt, amely alól a repóügyletek időlegesen mentesültek. Az adó repókra történő kiterjesztését követően jelentősen visszaesett a forgalom.

Euró FX swap piac

Az euró FX swap piac az összes **euró swap piac** legnagyobb szegmensét jelentette még 2001-ben is.¹² Azonban az azonnali piac mérséklődése miatt, a 2000-es év forgalom bővülését 2001-ben már az FX swap ügyletek 8 százalékos visszaesése követte. Emiatt a többi swap-derivatívval – különösen az OIS ügylettel (egynapos kamatra vonatkozó kamatswap ügylet) – szembeni előnye erősen lecsökkent. Az OIS-ok közül az EONIA-swap a legelterjedtebb az eurózónában. Eltérése a hagyományos kamatswapoktól, hogy változó kamatú oldala naponta módosul, viszont jellemzően csak lejáratkor kamatos-kamattal történik meg az elszámolás. Felhasználásával könnyen lehet az EKB kamatdöntéseire spekulálni vagy fedezeti pozíciókat létesíteni. Az EONIA swap képes arra, hogy a különböző kamattermék és devizatermék piacokat összekapcsolja, itt tudnak megütközni legegyszerűbben az árfolyam és kamatvárakozások. Az eurózónához történő csatlakozást követően várható ennek a terméknek a felfutása, ahogy az Görögországban is megfigyelhető volt.

Az euró swappiac alakulása pontosan követte az összes devizában kötött FX swap ügylet tendenciáját, amely szerint az 1998-ig megfigyelhető dinamikus növekedés 2001-ben megtört és enyhe visszaesés következett be.¹³ Ez részben az összes **devizaügylet** hasonló mérséklődésével magyarázható, amelynek a másik nagy szegmense, az azonnali ügyletek forgalma majdnem harmadával esett vissza. Ennek következtében az FX swap ügyletek meghaladták az összes devizapiaci ügylet felét, míg az azonnali ügyletek aránya egyharmadra csökkent. Az euró devizapiacra belül az FX swap ügyletek aránya valamivel kisebb, mint az összes deviza piacán, amit az azonnali ügyletek magasabb aránya ellensúlyoz.¹⁴

2001-ben az összes FX swap ügylet harmadában szerepelt valamelyik oldalon az **euró**. Ezzel a **dollár** után, amely az ügyletek 95 százalékában részt vett, 600 milliárd dollár feletti átlagos napi forgalommal, a második leggyakoribb „swapt” deviza harmadannyi tranzakcióval. Ezeket a jen és a font követi, 20 illetve 15 százalékkal.

¹² Az EKB (2002a) a következő ügyleteket érti swap piac alatt: IRS (kamatláb swap), OIS (O/N indexált swap), cross-currency swap (deviza swap) és FX swap.

¹³ BIS (2001)

¹⁴ Devizapiac alatt itt az azonnali, a határidős és az FX swap ügyleteket értjük.

Az euró swap ügyletek 90 százalékát dollárral szemben kötik, a maradék forgalmat lényegében a fonttal és jennel szembeni swapok teszik ki.

Az euró FX swap ügyleteken között az **egy hónapon belüli ügyletek** teszik ki az ügyletek döntő többségét (72 százalékát), amelyet az 1 hó fölötti (21 százalék) és az O/N tranzakciók követnek. A lejáratú megoszlás hasonló a dollár és a többi főbb devizákban kötött swapok esetén is, jellemzően az egy héten belüli ügyletek teszik ki az összes tranzakció kétharmadát. Az egy hétnél hosszabb lejáratú ügyletek esetén tud a dollárral szemben a font 10 százalék körüli részesedést kiszakítani az euró swap-piacból.

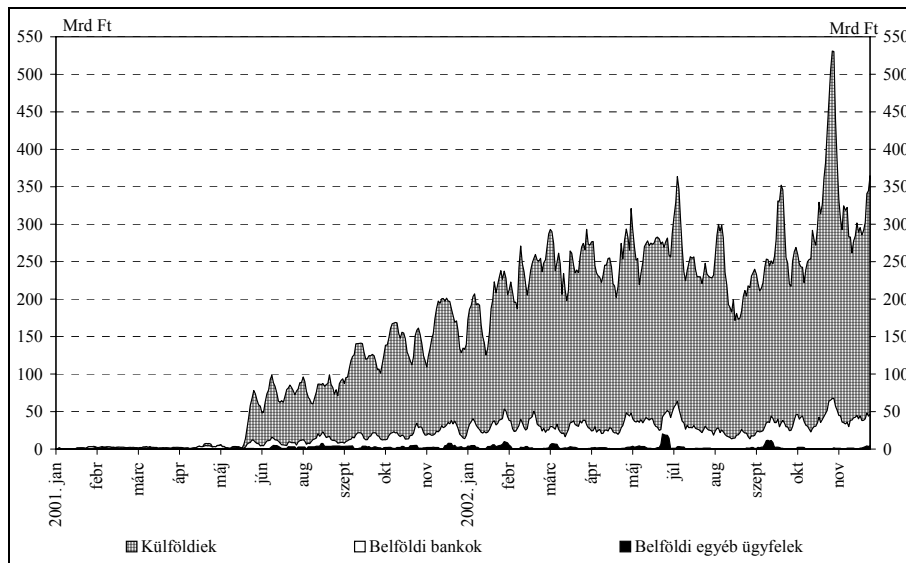
Az FX swap ügyletek **földrajzi megoszlásában** sincs lényeges eltérés a devizák között. A határon átnyúló, euró részvételű swapok kétharmados aránya csak árnyalatnyival nagyobb, mint a többi főbb devizában kötött swap esetén. A **partnerek** közül a bankok és értékpapírcégek a legfontosabbak, őket pedig az egyéb pénzügyi intézmények (befektetési alapok, biztosítók) és a nem pénzügyi vállalatok követik. A nem pénzügyi vállalatok esetén a dollár részesedése alacsonyabb, aminek következtében a jen és a font is 10 százalékos arányt tud elérni ezen a szegmensen. A nem pénzügyi vállalatokkal kötött ügyleteknél a jellemzően erős helyi bankkapcsolatokból adódik, hogy a határon átnyúló ügyletek aránya mindössze egyharmados. 2001-ben az euró ügyletek leggyakrabban Nagy Britanniában kötöttek (34 százalék), amit az Egyesült Államok piacai (16 százalék) és a német piac követ (9 százalék). Ez, illetve Nagy Britanniának a dollár alapú deviza ügyleteken belüli hasonló aránya alátámasztja Londonnak a devizapiacra betöltött vezető szerepét. Az eurózóna előretörését jelzi, hogy a devizapiaci visszaesés ellenére a német piac növelni tudta forgalmát.

Az euró FX swap piacon az árjegyzők száma csökkenőben van, de ennek ellenére a piaci szereplők hatékony piacnak tekintik.

Hazai FX swap piac

A magyar pénzpiac másik sajátossága az FX swap ügyletek volumenének megugrása, amely egyértelműen a devizaliberalizációhoz köthető. Ezen a piacon kiemelkedő a külföldiek szerepe (12. ábra).

12. ábra: Az FX swap piac forgalma ügyféltípusok szerint (kizárólag deviza-forint ügyletek, 5 napos mozgóátlag)



A swapforgalmon belül komoly súlya van a dollár/forint swapoknak, ami részben a dollár alapon kalkuláló befektetők súlyát mutatja, részben pedig annak köszönhető, hogy a dollár szerepe az FX swap ügyletekben nemzetközi szinten is meghatározó. A liberalizációt követően fellendült piacon a dollár ügyletek napi átlagos forgalma adta az összes ügylet több mint 90 százalékát (2002-ben 93 százalékát), a maradékot pedig az euró ügyletek jelentették, ami megfelel az euró swap piacnál tapasztaltaknak. A többi devizában kötött ügyletek elhanyagolhatók.

A swap ügylet a külföldi ügyfelek számára azért is vonzóbb, mert a hazai bankok így szerzett forrásuk nem tartalékkötelesek, emiatt kedvezőbb hozam érhető el mint, a hagyományos fedezetlen bakközi ügyletekkel.

A forgalmi adatok szerint az O/N ügyleten kívüli, egy hétnél rövidebb lejáratú swapok a leggyakoribbak (az összes tranzakció 64 százaléka). Ennek oka, hogy az azonnali devizapiaci ügyletek T+2-es teljesítésűek, azaz az üzletkötés napját követő második napon kell rendelkezni a megfelelő pénzügyi fedezettel. A külföldi ügyfelek előszeretettel kötik meg már egy nappal (T+1-dik napon) azt a swap ügyletüket, amivel az azonnali ügylet fedezetét megteremtik. Emiatt számukra a T/N lejáratú swap az ideális, amely a T+2-dik napra biztosítja a fedezetet. Egy konkrét példával szemléltetve, tegyük fel, hogy a külföldi befektető forintot vesz az 1. napon (üzletkötés napja). Ekkor a 3. napon (T+2) fizeti a devizát és kapja a forintot. De ha nem akar tényleges fizetést, csak hosszú forint pozíciót akart kialakítani, akkor a 2. napon (T+1) megköt egy T/N swap ügyletet, amelyből egy nap múlva (T+2) kapná a devizát és adná a forintot. Ezzel semlegesítette a T+2-ik napi pozícióját, tehát nem lesz szükség pénzmozgásra. Amennyiben hosszabb ideig fent akarja tartani a forint hosszú pozícióját, akkor akár minden nap újra kötheti a T/N swapokat.

A többi lejáratú szegmens nagyjából hasonló nagyságrendben részesedik, az O/N ügyletek 14 százalékkal, az egy héten túli és az egy hónapon túli ügyletek 10-10 százalékkal.

A T/N ügyleteknél előfordulhat, hogy a jegybanki O/N kamatfolyosóból kilépnek az FX swap ügyletekből számítható implikált hozamok (az azonnali és a határidős láb különbségéből számítható hozam). Ugyanis a T/N ügyletek lényegében határidős kamatügyletnek felelnek meg, amelyek jegybanki kamatlépésre vonatkozó erős

várakozások kiépülésekor nagy elmozdulásokra képesek. (2003 elején a jegybanki forinteladás időszakában gyakran a kamatfolyosó aljánál lényegesen alacsonyabb hozamok voltak megfigyelhetők az FX swap piacon.)

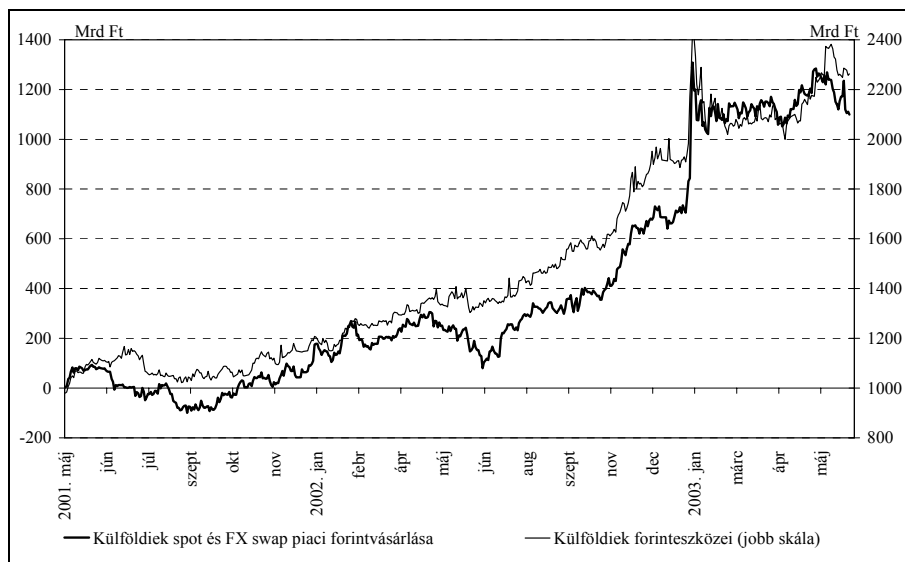
A swap piac a fedezetlen bankközi piacnál és a repó piacnál is lényegesen likvidebb, a bid-ask szpred alacsonyabb. A swap használatának a népszerűsége abban rejlik, hogy több célra is használható:

➤ Devizafedezet mellett nyújtott forinthitel – hitelkockázat kezelése

A külföldi forintpiaci befektető az állampapírügyletei során bizonyos ideig forintbetétekben is tarthatja az épp felszabaduló pénzeszközeit. Ha jelentősebb összegről van szó, akkor a korlátos partnerlimitje miatt kezelnie kell azt a kockázatot, hogy egy banknál tart nagyobb összeget forintbetétben. Erre az FX swap kiváló megoldást nyújt, amennyiben a külföldi adja el a forintot, és veszi a devizát a swap ügylet spot lábán. A külföldi befektető így gyakorlatilag devizafedezet mellett nyújt rövid futamidejű hitelt a belföldi banknak, ezért nem futja a hitelkockázatot. A 2003 január közepi intervenciót követően a külföldi szereplők a megszerzett deviza csak valamivel több mint harmadát helyezték el rövid távú bankbetétbe. A konverzió szerzett forintjuk nagyobb része FX swap ügyleten keresztül fedezett betétbe került. Ehhez a megszerzett forintjukat eladták a swap ügylet azonnali lábán, a határidős lábón pedig visszavették (ezzel összességében már határidős forint pozíciót vettek föl, lásd a következő stratégiát).¹⁵

A forintpiaci befektetések esetén a hitelkockázat kezelésének fontosságát az mutatja, hogy a külföldi szereplőknek nyújtott fedezetlen hitelekkel nem épült fel tartós állomány, csak a külföldiek rövidtávú forint forrásigényének kielégítésére szolgáltak. Hosszabb távon a külföldiek a spot devizapiacra, illetve az FX swap piacon szerzett forrásaikból finanszírozták a forintbefektetéseiket (13. ábra).

13. ábra: A külföldiek forint eszközei és devizaeladásból származó forrásai (2001. májustól kumulálva)



➤ Szintetikus határidős pozíció spekulatív vagy fedezeti céllal

¹⁵ A spot ügylet megkötésekor a befektető még valószínűleg nagyon rövid távú árfolyamspekulációs ügyletet szándékoztak nyitni, aminek sikertelensége miatt később, a megszerzett forintot swap-okon keresztül fektette be.

Amennyiben a befektető összekapcsol egy swap és egy azonnali ügyletet, akkor egy szintetikus határidős pozíciót állíthat elő. Ez azért lehet előnyösebb a sima határidős ügyletnél, mert az azonnali devizapiac és a swappiac lényegesen likvidebb a határidős devizapiacnál. Szintetikus pozíció létrehozása akkor is történhet, ha a külföldi befektető úgy érzi, hogy a megnövekedett árfolyamvolatilitás miatt fedeznie kell az állampapír-vásárlásainak árfolyamkockázatát. Ebben az esetben tehát a szintetikus pozíció létrehozásának a célja nem spekuláció, hanem az árfolyamkockázat fedezése.

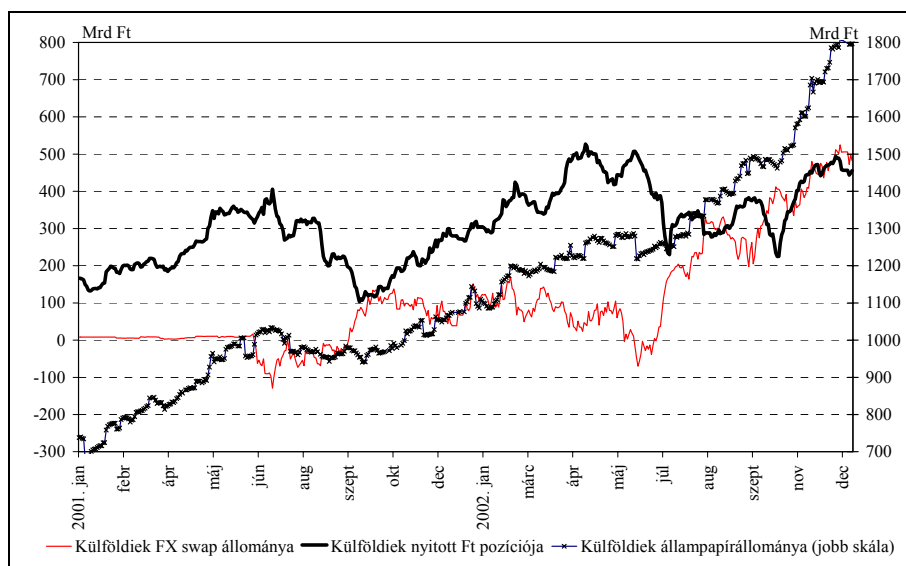
A szintetikus határidős pozíció kiépítését több időszakban is megfigyelhettük, a 2001. szeptember 11-i eseményeket követően a külföldi befektetők leépítették azonnali forint pozíciójukat (eladtak forintot) és nyitották a swap pozíciójukat (14. ábra). Ezzel vagy a meglévő állampapír-állományuk devizakockázatát fedezték vagy a forint gyengülésére spekuláltak rövid forint határidős pozícióval. Hasonló üzletkötések történtek 2002. június-július hónapjaiban, amikor a lengyel jegybank és pénzügyminisztérium körüli bonyodalmak miatt megrendült a bizalom a régió devizáival szemben.

➤ **Árfolyamkockázat nélküli állampapír-vásárlás**

A külföldi befektető FX swapokon keresztül forintforráshoz juthat, amiből állampapír-vásárlást finanszírozhat. A jellemzően rövid futamidejű swapok után a befektető forintkamatot fizet, így a teljes ügyleten akkor nyerhet, ha hosszú forinthatamok csökkennek. Ennek a befektetési stratégiának a célja alapvetően a kamatspekuláció.

Szintén található 2001-2002-ben erre a stratégiára is példa: 2001 végén a második argentin válságot követően és a 2002 őszi ír népszavazás kedvező eredményét követően a külföldiek állampapír-állományának növekedését a swap állomány emelkedése kísérte (14. ábra).

14. ábra: Külföldiek FX swap és forint állampapír állománya, és nyitott forint pozíciója

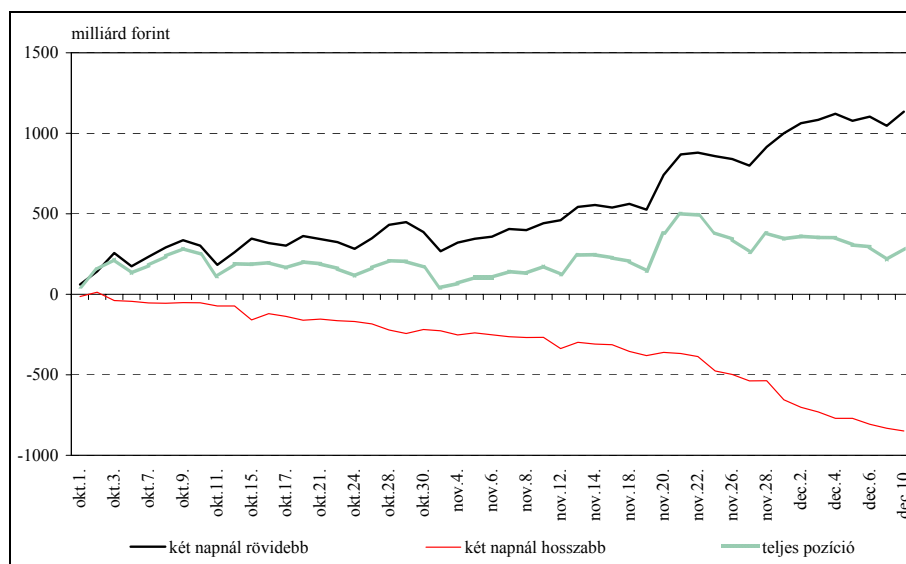


➤ **Rövidtávú kamatspekuláció**

Fx swap ügyletek kombinációjából össze lehet állítani rövid távú kamatspekulációra alkalmas pozíciót is. A stratégia lényege jegybanki kamatláb-

csökkentési várakozások esetén egy olyan rövidlejáratú FX swap kötése, amelynek spot lábán devizát cserélnek forintra, a termin lábán pedig visszacserélik azt; illetve egy hosszabb lejáratú ezzel ellentétes swap pozíció felvétele. A befektetők a rövid lejáratú FX swap pozíción, amit folyamatosan megújítva görgetnek, változó kamatot fizetnek, a hosszú lejáratú swapon pedig fix kamatot kapnak.

15. ábra: A külföldiek nettó swap állományának lejárat szerinti alakulása 2002 végén



Az euró-övezetben a rövid távú kamatspekuláció legfontosabb eszköze az EONIA kamatswap. A kamatsökkentésre spekuláló befektetők olyan pozíciót vesznek fel, amiben overnight kamatot fizetnek és egy előre rögzített fix kamatot kapnak. Mivel ez a piac forintra még nem létezik, a külföldiek swap ügyletekkel tudják céljukat legegyszerűbben elérni. A külföldiek rövid lejáratú nettó FX swap állományának erőteljes növekedése és a hosszú lejáratú nettó swap állomány csökkenése fokozódó kamatsökkentési várakozásokat jelezhet. Ez volt megfigyelhető volt 2002 végén (15. ábra).

Az FX swap jegyzése

Az FX swap elméleti költségét a fedezett kamatparitás és az arbitrázsmentesség elvét alkalmazva számíthatjuk ki. Az FX swap ügylet ugyanis előállítható szintetikusán, két, különböző devizában nyújtott hitelügylet eredőjeként. Az FX swapokat swappontokban jegyzik, ami a két hitelre fizetett kamat különbözetéből és a spreadből adódik össze, és négy tizedesjegyre kerekítik. A hitelügyletek bid-offer spread-jeiből az alábbi képletek segítségével megkaphatjuk a swappiaci árjegyző által alkalmazandó bid és offer swappontokat:

$$\text{bid swappontok} = \text{spot árfolyam} \frac{1 + \frac{(\text{betéti kamat a spoton vásárolt devizában} * \text{napok száma})}{360}}{1 + \frac{(\text{hitelfelvételi kamat a spoton eladott devizában} * \text{napok száma})}{360}} - \text{spot árfolyam}$$

$$\text{offer swappontok} = \text{spot árfolyam} \frac{1 + \frac{(\text{hitelfelvételi kamat a spoton eladott devizában} * \text{napok száma})}{360}}{1 + \frac{(\text{betéti kamat a spoton vásárolt devizában} * \text{napok száma})}{360}} - \text{spot árfolyam}$$

A swapügylet határidős lábánál alkalmazott árfolyam a spot árfolyam és a swappontok összegeként adódik.

A fentieket egy két hónapos futamidejű, dollár/forint FX swap árazásán keresztül is szemléltetjük. A swappontok számításánál a következő feltételezésekkel élünk: a spot árfolyam 230 Ft/\$, a forint bid és offer kamatláb 9,25-9,5 százalék és a dollár bid és offer kamatláb 1,00-1,25 százalék.

a) az árjegyző bank spoton dollárt ad el és forintot vásárol

$$\text{bid swappontok} = 230 \frac{1 + \frac{(0,0925 * 60)}{360}}{1 + \frac{(0,0125 * 60)}{360}} - 230 = 3,060$$

b) az árjegyző bank spoton forintot ad el és dollárt vásárol

$$\text{offer swappontok} = 230 \frac{1 + \frac{(0,095 * 60)}{360}}{1 + \frac{(0,01 * 60)}{360}} - 230 = 3,253$$

A bid és az offer swappontok tehát 3060 és 3253. Az ezekhez tartozó határidős árfolyamok pedig 233,06 és 233,253. Mivel a számításnál fedezetlen hitelkamatokat vettünk figyelembe, így a tényleges spread a számítottnál kisebb.

Az euró-csatlakozás hatása a pénzpiacra

Az euró-övezethez való csatlakozás várhatóan jelentős hatással lesz a pénzpiac mindegyik szegmensére. A legközvetlenebb hatást a swappiacra gyakorolhat. A forint megszűnésével a forgalom jelentősen csökkenhet. A swapügyletek jelentős része forint/dollár ügylet, ami a csatlakozás után euró/dollár ügyletté alakul át. Valószínűsíthető, hogy ezeket az ügyleteket a befektetők már nem a magyar

bankokkal fogják kötni, hanem valamelyik pénzügyi központban. A konvergencia folyamat befejeződésével a kamatspekuláció intenzitása is csökkenni fog, s az eszköze sem az FX swap, hanem elsősorban kamatswap lehet. Amennyiben az FX swap piac forgalma jelentősen visszaesne, úgy csökkenhet a vonzereje, hogy a piaci szereplők fedezet hitel nyújtására is ezt vegyék igénybe. Ez közvetett módon elősegítheti a repópiac fejlődését.

Hasonló folyamatok zajlottak le az euró-övezet tagállamaiban is. A tagállamok tapasztalatai közül a portugál folyamatokat vizsgáltuk részletesebben. A portugál jegybank évente, kereskedelmi bankoknak kiküldött kérdőívekből nyert adatok alapján elemzi a devizapiaci változásokat. A kérdőív adatai alapján az euró 1999. január 1-i bevezetése a portugál piacon jelentős változásokat okozott.

9. táblázat *A portugál spot deviza és FX swap piac átlagos napi forgalma (millió dollár)*

	1997. április	1998. április	1999. április	2000. április	2001. április	2002. április
spot	1957	1834	1151	925	917	1014
FX swap	1304	2227	693	868	688	438

Portugáliában a legnagyobb mértékben az FX swap piac forgalma esett vissza, mintegy 70 százalékkal (lásd 9. táblázat). A drasztikus csökkenés részben annak köszönhető, hogy az euró bevezetése előtt a swappiacnak fontos szerepe volt az értékpapír-befektetések finanszírozásában és a likviditás menedzselésében. Az euró bevezetése után a forrásszerző funkció jelentősége lényegesen csökkent, a likviditás menedzselésében a bankok pedig egyre inkább a hagyományos fedezetlen bankközi piacra támaszkodtak. Portugáliában az euró bevezetése előtt a konvergencia-spekulációval összefüggésben a kamatderivatívoknak élénk piaca alakult ki. Az euró bevezetésének hatására a kamatderivatívok forgalma 47 százalékkal esett vissza. Ezen belül a nagyobb jelentőséggel bíró FRA-k forgalma csökkent drámaian, 57 százalékkal, míg a kamatswapok forgalma enyhén emelkedett.

Az euró bevezetésének várható pénzügyi hatása felveti a kérdést, hogy milyen lépések megtétele szükséges a zökkenőmentes csatlakozás érdekében. A csatlakozás a legnagyobb problémát amiatt okozhatja, hogy épp a legfejlettebb pénzügyi szegmens, az FX swap piac forgalma fog a legnagyobb mértékben visszaesni. A csatlakozás időpontjában optimális lenne, ha biztosítva lennének a feltételek az euró régióban nagyobb jelentőséggel bíró piaci szegmensek (elsősorban a repópiac) felfutásának. A piac fejlődése természetesen elsősorban a piaci szereplők aktivitásán múlik, a jegybanknak elsősorban a problémák felvetésében lehet szerepe.

Irodalomjegyzék

- BIS (1999):** *Implications of repo markets for central banks*, Committee on the Global Financial System, Basle, March 1999
- BIS (2001):** *Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivatives market activity in 2001*, Bank for International Settlements, March 2002
- Ciampolini, Massimo – Rohde, Brend (2000):** *Money Market Integration: A Market Perspective*, Paper for ECB Conference, Frankfurt, May 2000
- EC (1999):** *EU Repo Markets: Opportunities for Change*, Report of the Giovanni Group, European Commission, Brussels, October 1999
- EKB (2002a):** *The Euro Money Market*, European Central Bank, December 2002
- EKB (2002b):** *Main features of the repo market in the euro area*, European Central Bank, Monthly Bulletin, October 2002
- EKB (2001):** *The Euro Money Market*, European Central Bank, July 2001
- Galati, Gabriele – Tsatsaronis, Kostas (2001):** *The impact of the euro on Europe's financial markets*, BIS Working Papers No 100, July 2001
- Gereben Áron (1999):** *A bankközi forintpiac Magyarországon*, Magyar Nemzeti Bank Műhelytanulmányok 20, 1999
- International Securities Market Association, ISMA (2003):** *European repo market survey*, Number 4, March 2003
- ISMA (2003):** *European repo market survey*, Number 4, March 2003
- ISMA (2002a):** *European repo market survey*, Number 3, September 2002
- ISMA (2002b):** *European repo market survey*, Number 2, January 2002
- ISMA (2001):** *European repo market survey*, Number 1, Septemberr 2001
- Jeanneau, Serge(2002):** *Derivatives markets*, BIS Quarterly Review, December 2002
- Szakály Dániel – Tóth Henrik (1999):** *A repópiacok áttekintése, magyarországi tapasztalatok*, Magyar Nemzeti Bank Műhelytanulmányok 17, 1999
- Wooldridge, Philip D. (2002):** *The international banking market*, BIS Quarterly Review, September 2002

Melléklet

Kérdőív a magyarországi pénzügyi piacról

Magyar Nemzeti Bank, 2003. Május

Összesítés

Megkérdezett bankok száma: 11

- 1) Az MNB-vel 2002-ben kötött O/N fedezett hitelügyletek esetén milyen gyakran fordult elő, hogy nehézséget okozott az állampapírfedezet biztosítása?

Választ adó bankok száma: 11

egyáltalán nem	8
ritkán	2
többször előfordult	1
gyakran	

- 2) Milyen volt a forintban kötött bankközi ügyletek %-os megoszlása 2002-ben az átlagos napi forgalom szerint?

Választ adó bankok száma: 11

	Fedezetlen	Fedezett	
		FX-swap	repó
Számtani átlag	34,2	63,2	2,7
Jegybanki adatok alapján súlyozott átlag	28,6	69,4	2,1

- 3) Mekkora volt a forintban denominált repóügyletek átlagos napi forgalma (milliárd forint) 2002-ben forrásgyűjtés, illetve kihelyezés szerint?

Választ adó bankok száma: 9

	Forrás-gyűjtés	Kihelyezés
Számtani átlag	1,0	0,2

- 4) Kérjük, adja meg, hogy mekkora volt a különböző futamidejű repóügyletek (ideértve a külföldiekkel kötött ügyleteket is) átlagos napi forgalma 2002-ben!

Választ adó bankok száma: 9

	O/N	1 - 7 nap	1 - 2 hét	2 hét - 1 hónap	1 - 6 hónap
Összes (Mrd FT)	2,07	2,00	1,94	5,27	0,20
Megoszlás	18,0%	17,4%	16,9%	45,9%	1,8%

- 5) Kérjük, sorolja fel a táblázatban szereplő ügylettípusok, illetve futamidők esetén jellemzően mekkora BID-ASK spreadekkel szembesült 2002-ben forintban kötött bankközi ügyletei során! (bp)

	O/N	1 - 7 nap	1 - 2 hét	2 hét - 1 hónap	1 - 6 hónap
Fedezetlen ügyletek					
Válaszolók száma: 10					
Számtani átlag	21,4	23,1	24,8	26,3	31,4
Repó					
Válaszolók száma: 5					
Számtani átlag	64,4	64,4	57,5	53,5	29,2
A 4 legnagyobb repózó átlaga	43,8	43,8	39,2	32,5	33,8
Fx swap (bp)					
Válaszolók száma: 10					
Számtani átlag	19,3	16,3	16,8	16,8	15,8

- 6) Alkalmaznak-e limiteket a felsorolt típusú bankközi hitelügyletek esetén? Az egyes ügylettípusok értékének hány %-át veszik figyelembe a partnerekkel szembeni limitek meghatározásakor?

Választ adó bankok száma: 11

		Limitet terheli (%)
Fedezetlen kihelyezés	Igen	100%
Repó	Igen	1-10%
FX swap	Igen	4-10%, de futamidőtől függően akár 100% is

- 7) A felsorolt ügylettípusok megközelítőleg hány %-át kötötték 2002-ben az egyes ügylettípusokkal?

Választ adó bankok száma: 9

Fedezetlen ügyletek	Számtani átlag
Belföldi bankokkal	51%
Belföldi egyéb pénzügyi közvetítőkkel	14%
Egyéb belföldi szereplőkkel	17%
Külföldi szereplőkkel	17%

Választ adó bankok száma: 6

Repó	Számtani átlag	A 4 legnagyobb repózó átlaga	Repó-forgalommal súlyozott átlag
Belföldi bankokkal	13%	14%	2%
Belföldi egyéb pénzügyi közvetítőkkel	53%	59%	70%
Egyéb belföldi szereplőkkel	24%	21%	26%
Külföldi szereplőkkel	11%	6%	1%

- 8)

Hitelintézte 2002-ben milyen %-os megoszlásban kötött a felsorolásban szereplő repótípusú ügyleteket?

Választ adó bankok száma: 8

		Számtani átlag	A 4 legnagyobb repózó átlaga	Repó-forgalommal súlyozott átlag
Klasszikus repó	Szállítósos	33%	58%	53%
	Óvadéki	39%	36%	40%
Ép. kölcsönzés	Ép. Kölcsönvét	13%	7%	1%
	Ép. Kölcsönad	4%	6%	0%
Eladás/visszavásárlási (B/S) ügylet		15%	3%	6%

- 9) Kérjük, válaszoljon röviden az alábbi kérdésekre!

- a) A repó ügyleteket milyen szerződések alapján kötik? A bank által kidolgozott, vagy valahonnan átvett szerződésminták alapján?

Választ adó bankok száma: 9

Saját	7
GMRA	3
KELER repó facilitás	1

- b) Szükségét látja-e egy hatékony repópiac kialakulásának? Miben látja a repópiac felfutásának fő akadályait? Elősegítené-e a piac fejlődését, ha létezne egy Master Agreement?

Választ adó bankok száma: 11

Szükséges?		11
Akadályok:	Piac mérete, illikvid, széles spread	4
	Likviditás felesleg	2
	Jogi háttér tisztázatlan bizonytalan	2
	Pszáf díj (külföldiek)	2
	Külföldiek swapolnak	1
	Kevés értékpapír a likviditáshiányos bankoknál	1
	Konzolidációs papírt tartó bankok előnye	1
Master Agreement segítene?	igen	nem
	4	1
Egyéb segítség:	ÁKK portfóliójának piaci részvétele	

- c) A partnerlimitek akadályozzák-e az üzletkötések megvalósulását? Ha igen, akkor a fedezetlen ügyletek esetén a napi forgalom hány %-ának megfelelő ügylet hiúsul meg emiatt? Az ilyen esetekben mi az akadály a fedezett ügyletek megkötésének?

Választ adó bankok száma: 11

Akadály fedezetlen	igen	nem
	10	1
Meghiúsuló ügylet (%)	számtani átlag:	16,4
Fedezett ügyletek akadályai:	Banki limit	3
	Repólimit hiánya	1
	Értékpapírhiány	2
	Pénzforgalom nehezítése	1
	PSZÁF díj	1
	Inkább switch	1
	A forward és a fix desk nincs össze-kapcsolva, nincs értékpapír a fwd-nál	1
	Érdektelenség	1
	Egyéb tartalékolás költsége csökkent	1

- d) A forint bankközi piac (repó, FX swap, bankközi fedezetlen ügyletek) mely szegmensein jegyez árat, milyen gyakorisággal ?

Választ adó bankok száma: 11

	rendszeres	eseti
repó	3	1
fx swap	11	
bankközi	11	

- e) Az árjegyzés milyen információs közvetítőn keresztül érhető el (pl. Reuters, Bloomberg, stb)?
Választ adó bankok száma: 11

Reuters	11
Bloomberg	4
Brokerek	6

- f) A forint bankközi piac különböző szegmensein (repó, FX swap, bankközi fedezetlen ügyletek) az üzletkötés jellemzően az árjegyzővel történik vagy a partner közvetlen telefonos megkeresésével?
Választ adó bankok száma: 10

	árjegyző	telefon	Reuters	broki	Bloomberg
repó	5	4	5	3	1
fx swap	3	1	4	4	
bankközi	3	1	4	4	

- g) Amennyiben több bankközi szegmensben is köt ügyleteket, Ön szerint mi befolyásolja az eltérő típusú, de azonos futamidejű ügyletek hozamai közötti különbséget (a fedezett ügyletek alacsonyabb kockázatán túl)?

Választ adó bankok száma: 11

Kockázat, volatilitás	2
Likviditás	9
Cash vs származékos	2
Hozzáférés a külföldi piacokhoz	1
Depo limitek	2
Tartalékkötelezettség (FX swap olcsóbb)	2
Külföldiek elzártsága az MNB-től	1