

Gereben Áron–Mák István: Külföldi nem állami forintkötvény-kibocsátások lehetőségei és korlátai*

A cikk a külföldiek által kibocsátott forintkötvényekkel foglalkozik. Bemutatjuk az ilyen kötvények jelentőségét a külső adósság hazai devizában történő finanszírozásában, valamint a kibocsátásához és az ezzel összefüggő kamatswapokhoz kapcsolódó tipikus pénzáramlásokat. A kiemelkedően jó minőségű, tipikusan nemzetközi szervezetek által kibocsátott, ún. euroforint-kötvények megvásárlásán keresztül a külföldi befektetők átvállalják a külső adósság árfolyamkockázatát, a hazai bankrendszer pedig fix kamat mellett jut hosszú lejáratú forintforráshoz. Új-Zélandon és Dél-Afrikában az elmúlt 10-15 évben az eurokötvény-piac számottevően hozzájárult ahhoz, hogy ezek az országok úgy tudják fizetésimérleg-hiányukat finanszírozni, hogy az ebből fakadó árfolyamkockázatot a belföldi szereplőknek nem kell vállalniuk. A forint esetében azonban viszonylag fejletlen maradt ennek az eszköznek a piaca.

A cikk második felében arra keressük a választ, hogy Dél-Afrika és Új-Zéland miért és hogyan tudta sikeresen kihasználni az eurokötvény-piacot, és hogy milyen feltételek teljesülése esetén számíthatunk az euroforint-kibocsátások hasonló felfutására. Arra a következtetésre jutunk, hogy az euroforint-kötvények piaca elsősorban azért nem fejlődött ki, mert a szűkös devizaliquiditással rendelkező magyar bankok a kötvénykibocsátók devizafinanszírozási igényét a kamatswapügyleteken keresztül nem képesek kielégíteni, így fix kamatozású forintforrást sem tudnak tőlük bevonni. Ennek az az oka, hogy a magyar bankok az elmúlt években kihelyezett devizahiteleket részben forintforrásból finanszírozzák, így árfolyam-kitettségük fedezéséhez a nemzetközi pénzpiacon devizakereslettel, illetve forintkínálattal lépnek fel. Az euroforint-kötvények ugyan megfelelő célpontot jelenthetnek egy bizonyos befektetői kör számára, kamataik azonban nem versenyképesek a devizapiaci spekuláción elérhető hozamokkal.

BEVEZETÉS

Magyarországon az elmúlt évek során felfutott devizahitelezés, és a részben ennek nyomán felhalmozódott jelentős nettó külső adósság a belföldi gazdasági szereplők – különösen a háztartások – körében jelentős nyitott, forint melletti devizapozíció kialakulásához vezetett. Ez a nyitott devizapozíció az elmúlt két év során számottevően hozzájárult az ország pénzügyi sebezhetőségéhez, és szűkítette a gazdaságpolitika mozgásterét. A forintárfolyam gyengülése a nettó export növekedése irányába hatna, a nominális árfolyam leértékelődése viszont a devizában eladósodott, devizabevétellel nem rendelkező vállalatok és lakosság adósságterheit is megemeli, így a beruházások és a fogyasztás csökkenésén keresztül kontrakciós hatású lehet (Krekó és Endrész, 2010).

A hasonló mértékű külső adósságot felhalmozó országokat vizsgálva azt találtuk, hogy a belföldi szektorok (háztartások és nem pénzügyi vállalatok) tartós és jelentős külső

finanszírozási igénye nem minden esetben jár együtt devizaárfolyam-kitettségük növekedésével. Ez úgy valósulhat meg, hogy a belföldi bankok nem devizában, hanem hazai fizetőeszközben denominált forrást vonnak be külföldről, tehát az árfolyamkockázatot a külföldi befektetők viselik. Ez akkor lehetséges, ha létezik olyan hazai devizában denominált eszköz, amely kockázat és hozam alapján egy széles, külföldieket is magában foglaló befektetői kör portfóliódöntéseinél érdemben figyelembe vehető. Tipikusan ilyen eszköz a forintban denominált magyar állampapír, az MNB-kötvény és az FX-swap. A mérsékeltebb kockázatvállalási képességgel rendelkező külföldi befektetők számára alkalmas pénzügyi eszköz lehet a külföldi, nem állami intézmény által kibocsátott forintkötvény, amelyet *euroforint-kötvénynek* neveznek.¹

A következőkben először áttekintést adunk az eurokötvény-piacok gazdaságfinanszírozási jelentőségéről, és az adott deviza szempontjából külföldiek által külföldiek számára

* Jelen cikk a szerzők nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

¹ Az elnevezés az 1990-es évek közepe óta a befektetők körében nagy népszerűségnek örvendő új-zélandi dollárkötvények nyomán alakult ki. Ezeket *eurokiwi-kötvényeknek* nevezik, ami a külföldi kibocsátású, dollárban denominált (eurodollár) kötvények és az új-zélandi dollár devizapiacra elterjedt elnevezéséből (kiwi) alakult ki. Kauri kötvényeknek nevezik a nem rezidensek által új-zélandi dollárban Új-Zélandon kibocsátott kötvényeket. Ezek azért tarthatnak számot a befektetők érdeklődésére, mert az új-zélandi jegybank repoműveletei során fedezetként elfogadják őket. Utóbbiakkal ebben a cikkben nem foglalkozunk.

kibocsátott kötvények piacáról. Bemutatjuk a kibocsátók és a befektetők motivációit, megvizsgáljuk, hogy a *carry trade* stratégia² szempontjából más pénzügyi eszközökkel összehasonlítva mennyire vonzó célpontot jelenthetnek ezek a kötvények. Az elmúlt évek mennyiségi és áradatai alapján megpróbáljuk azonosítani azokat az okokat, amelyek ahhoz vezettek, hogy egyes devizák tartósan nagy népszerűségnek örvendenek, míg mások csak marginális szerepet töltenek be ezen a piacon.

AZ EUROKÖTVÉNY-PIAC MAKROGAZDASÁGI JELENTŐSÉGE

A magas fizetésimérleg-hiánnyal, és emiatt nagymértékű külső adóssággal küzdő kis, nyitott gazdaságok túlnyomó része, így hazánk is, saját devizában nem vagy csak kismértékben képes eladósodni a külföld felé. Az állam a legtöbb esetben bizonyos mértékig ugyan képes saját devizában (azaz forintban) forrást bevonni külföldről – a forintban kibocsátott magyar állampapírok 20-25 százaléka ugyanis külföldi befektetők kezében van –, azonban a magánszektor külső adósságának túlnyomó része ezekben az országokban valamely globális devizában (dollár, euro, jen) áll fenn. Mindez azt is jelenti, hogy ezen országokban az eladósodott gazdasági szereplők számottevő árfolyamkockázatot futnak: devizájuk leértékelődésekor adósságuk saját devizában mért értéke megemelkedik, ami számottevő gazdaságpolitikai kockázatot hordoz magában.

Azt a jelenséget, hogy a kis, nyitott, feltörekvő gazdaságok jellemzően nem tudják külső adósságukat saját devizában finanszírozni, „eredendő bűnnek” (*original sin*) nevezi a közgazdasági irodalom (Eichengreen–Hausmann, 1999). Ha a külföldi befektetők hajlandóak is az adott ország hazai devizájában (esetünkben például forintban) denominált eszközöket vásárolni, általában az állam az egyetlen belföldi szereplő, amely megfelelő hitelkockázattal rendelkezik, illetve elegendően nagy kibocsátási mennyiséggel jelenik meg a piacon ahhoz, hogy vonzó, alacsony kockázatú és likvid eszközt tudjon kínálni a külföldi befektetők számára. A magánszféra szereplői, beleértve a bankrendszert is, túlságosan kockázatosak, kibocsátónként viszonylag alacsony forrásigényűek, és nem eléggé ismertek ahhoz, hogy saját devizában hitelképesnek minősüljenek a külföldi befektetők számára, így legtöbbször csak külföldi devizában tudnak külső forrást bevonni.

Az eurokötvény-piacok létezése lehetővé teszi, hogy az adott ország gazdasági szereplőitől a külső forrásbevonás során közvetlenül olyan befektetői kör vegye át a keletkező külső

adósság árfolyamkockázatát, akik erre egyébként nem lennének hajlandóak. Ezen a piacon magas, gyakran AAA minősítésű, tőkeerős kibocsátók – nemzetközi (szupranacionális) pénzügyi intézmények (Világbank, Európai Beruházási Bank, Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank), nemzeti fejlesztési intézetek, globális bankok – bocsátanak ki kis, nyitott gazdaságok devizáiban denominált kötvényeket. A kibocsátók jó hírneve és kitűnő hitelminősítése olyan végbefektetők számára is vonzóvá teszi ezeket az értékpapírokat, amelyek amúgy az adott ország saját kibocsátói által jegyzett, saját devizában denominált kötvényeket nem vásárolnák meg. A magas minősítésű kibocsátó által bevont, az adott ország saját devizájában denominált forrás – a következő alfejezetekben részletezett pénzügyi tranzakciókon keresztül – eljut az adott ország pénzügyi közvetítőrendszeréhez, így végső soron lehetővé téve, hogy az adott kis, nyitott ország külső forrásbevonásával keletkező árfolyamkockázatot külföldi szereplő, a kötvény tulajdonosa vállalja. Az eurokötvény-piacok makrogazdasági jelentősége tehát abban áll, hogy – a fizetési mérleg hiányát adottságként feltételezve – lehetővé teszik az adott ország számára, hogy a külső hiányt külföldi fizetőeszköz helyett saját devizában finanszírozza. Az eurokötvény-piac végső soron egy lehetséges kiutat jelent az „eredendő bűnből”.

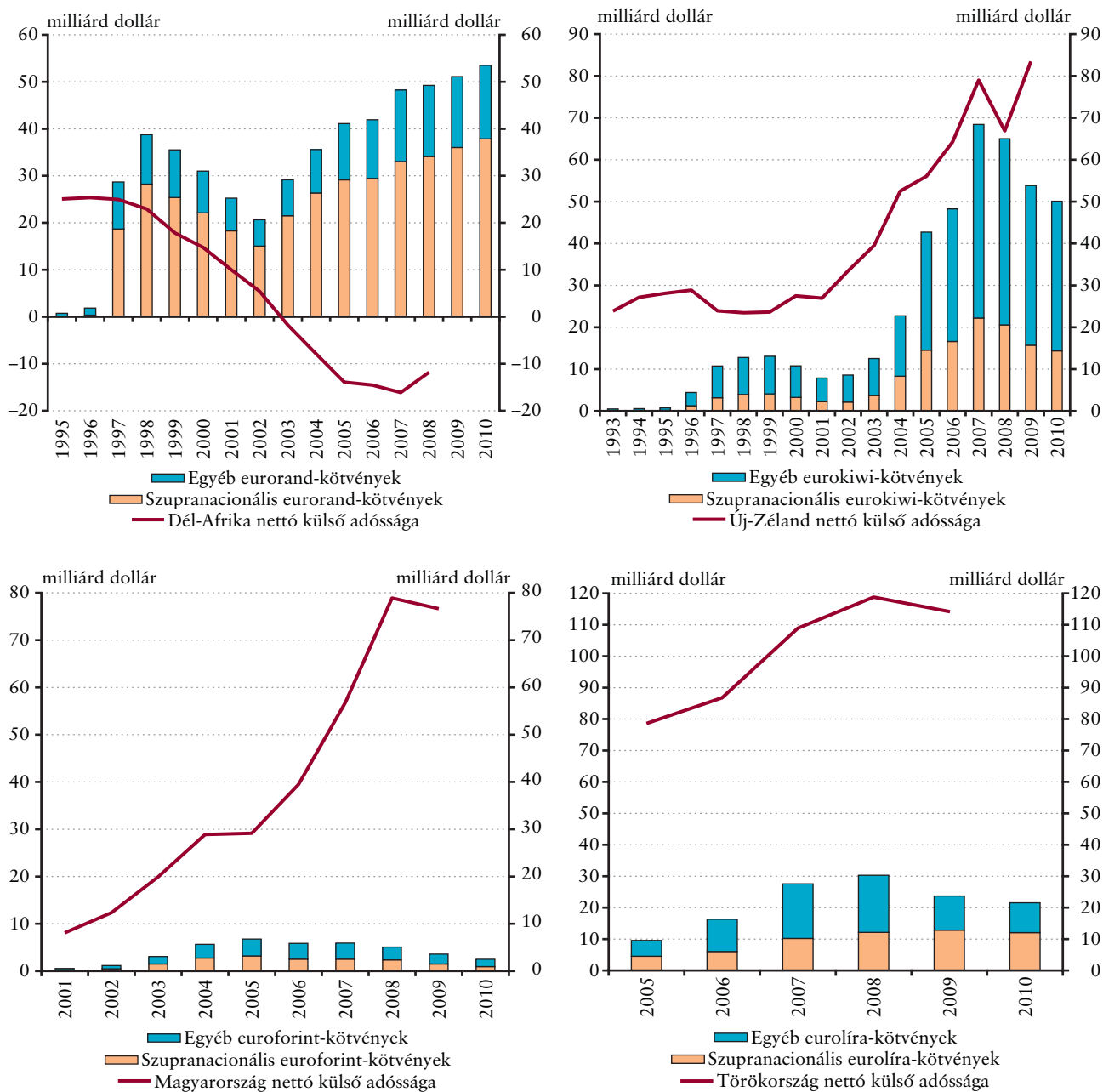
A pénzügyi piacok integrációjának 1990-es évek közepe óta tapasztalható elmélyülése lehetővé tette, hogy a korábban említett intézmények egyre nagyobb összegben bocsássanak ki feltörekvő országok devizáiban denominált kötvényeket. Ennek ellenére a legtöbb feltörekvő ország devizájában kibocsátott eurokötvények össz mennyisége eltörpül az adott ország nettó külső adósságához képest. Néhány ország – például Új-Zéland, Ausztrália vagy Dél-Afrika – esetében azonban olyan mértékű érték el az eurokötvény-jellegű kibocsátások, hogy számottevően hozzá tudnak járulni az adott ország nettó külső adósságának külföldi szereplők általi finanszírozásához. Ezzel párhuzamosan a belföldi vállalatok és háztartások hazai devizában adósodnak el, és ennek kamata alacsonyabb, mint amekkora az eurokötvények kibocsátása nélkül lenne.

Dél-Afrikában és Új-Zélandon a nettó külső adósság árfolyamkockázatát jelentős részben fedezi az eurokötvények állománya (1. ábra). A kötvények népszerűségéhez hozzájárulhatott, hogy mindkét ország devizája a *carry trade* célpontja volt az elmúlt évtizedekben. Habár mindkét ország esetében hasonló a kötvényállomány nagysága (40-50 milliárd dollár), tehát azt feltételezhetjük, hogy a befektetők számára a két piac könnyen elérhető, a külső adósságokhoz viszonyítva számottevő a különbség. Fontos kiemelni, hogy

² A tágan értelmezett *carry trade* azt jelenti, hogy a befektető egy alacsony kamatozású devizában vesz fel hitelt, amit egy (másik devizában denominált) magas hozamú eszközbe fektet. A pozitív hozamkülönbséget elérése érdekében a befektető minden esetben árfolyamkockázatot vállal. A témáról részletesen ír Kisgergely (2010).

1. ábra

Új-Zéland, Dél Afrika, Magyarország és Törökország nettó külső adóssága³ és eurokötvények állománya



Új-Zélandon a vizsgált időszakban az államháztartás nettó finanszírozási igénye alacsony volt, így az új-zélandi dollárban pozíciót felvenni készülő befektetők számára felértékelődtek az államkötvényeknél nem sokkal kevésbé likvid, ám kockázatmentes új-zélandi eszközök.

Összehasonlításképpen két másik, hasonlóan magas kamatozású devizával rendelkező ország (Törökország és Magyarország) esetében mind a kibocsátások összegei, mind azok

külső adóssághoz viszonyított aránya elmaradnak az Új-Zélandon és Dél-Afrikában tapasztalt mértéktől.

A KIBOCSÁTÁS MENETE SZUPRANACIONÁLIS KIBOCSÁTÓ ESETÉN

Ahhoz, hogy az eurokötvények valóban betöltsék a fent leírt reálgazdasági szerepüket, azaz hogy a nemzetközi pénzügyi intézmény által az adott devizában bevont forrás eljusson az

³ A nettó külső adósságok a speciális célú vállalatok nélkül értendők.

adott gazdaság hitelfelvevőjéhez, általában további pénzügyi eszközökre is szükség van. Előfordul, hogy a kibocsátó nemzetközi intézmény közvetlenül továbbhitelezi a bevont forrást az adott ország hitelintézetei számára. Ez azonban ritka. A legtöbb esetben a kibocsátó végső soron euro- vagy dollárforráshoz szeretne jutni, és származékos ügyleteket használ a bevont forrás konvertálásához.

Ezt az esetet mutatjuk be az alábbi példán. Feltételezzük, hogy egy nemzetközi pénzügyi intézmény forintban denominált eurokötvényt (euroforint-kötvényt) bocsátott ki. Valójában azonban hosszú lejáratú (változó kamatú), euróban denominált forráshoz szeretne jutni. Ez a kamatkockázati és devizális ellentmondás swapügyletek segítségével oldható fel.

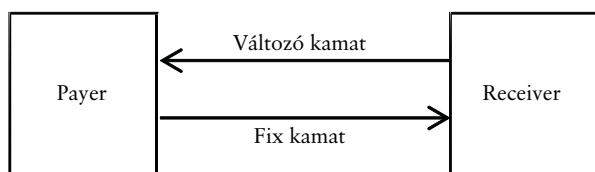
A kibocsátónak ehhez két – a kötvény lejáratával megegyező futamidejű – swapügyletet kell kötnie egy másik pénzügyi intézménnyel, legtöbbször a kibocsátást szervező befektetési bankkal. Az első, kamatswap (*interest rate swap, IRS*) típusú ügylet során a kibocsátó egyrészt fix forintkamatot kap, ami-

vel a kötvénykibocsátásból származó fix kamatfizetési kötelezettségét fedezi, másrészt, változó forintkamatot (általában 3 vagy 6 hónapos BUBOR-t) fizet. Ha a kötvény hozama⁴ alacsonyabb, mint a piaci swapjegyzés, a különbözet a kibocsátó számára egy kvázi díj jellegű bevételként értelmezhető, amit a kibocsátó a jó hírnevéért és AAA-minősítéséért kap.

A második ügylet egy ún. bázisswap (*cross currency basis swap*), melynek során az immár változó forintkamat-fizetési kötelezettséggel rendelkező kibocsátó ezt a kamatot egy díj fizetése (bázisswapszpred) ellenében változó eurokamatra cseréli. Az, hogy ezt a díjat a kibocsátó fizeti-e, vagy ő kapja, attól függ, hogy az adott devizapár esetében a bázisswapszpred pozitív vagy negatív értéket vesz-e fel. Így nettó értelemben fix forintkamatot kap és változó eurokamatot fizet. A forint kamatswapügylet másik oldalán álló bank ezzel párhuzamosan változó forintkamatot kap a kötvénykibocsátótól, amiért fix kamatot fizet. A bázisswapügylet másik oldalán álló bank pedig változó forintkamatot fizet, és változó eurokamatot kap.

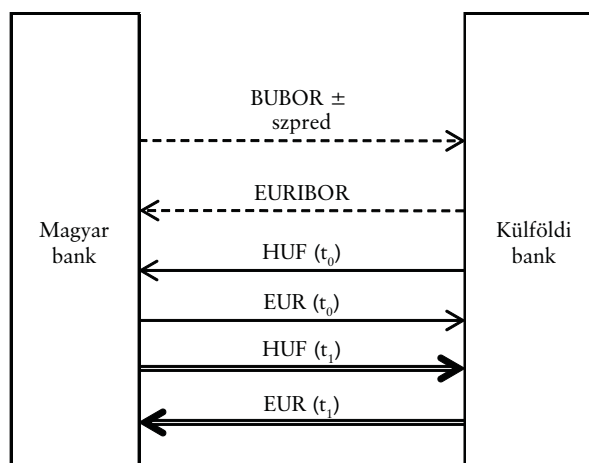
A kamatswap és a bázisswap fogalma

A kamatswapügylet (*interest rate swap*) során a felek egy adott devizában fennálló kamatfizetési kötelezettségeiket cserélik el egymással. A swap futamideje alatt az egyik fél változó kamatot (általában egy rövid lejáratú bankközi referenciahozam, pl. 3 hónapos LIBOR, és egy előre meghatározott felár⁵ összegét) fizeti a másik félnek, aki ezzel szemben fix kamatot fizet. Az ügylet megkötésekor a swap alapjául szolgáló névérték összegét nem cserélik el egymással, a gyakorlatban csak a kamatfizetések különbözete kerül jóváírásra. A fix kamatot fizető fél (*payer*) akkor nyer, ha a rövid lejáratú referenciakamat emelkedni fog, míg a fix kamatot kapó fél (*receiver*) akkor, ha csökkenni.



A többdevizás bázisswapügylet (*cross currency basis swap*) során az ügylet megkötésekor elcserélik az alapul szolgáló forint- és devizaösszegeket az aktuális azonnali árfolyamon. Az egyik fél a rövid lejáratú bankközi referenciakamatot fizeti „A” devizában a másik félnek, aki ezzel szemben „B” devizában fizeti a megfelelő lejáratú bankközi kamatot. Az ügylet megkötésekor a felek megállapítanak egy fix (évesített) díjat, melyet az egyik fél kamatfizetések alkalmával az ügylet másik szereplőjének fizet. Ez a díj a bázisswapszpred, melynek mértékét bázispontban fejezik ki, és a változó devizában (pl. EUR/HUF

ügylet esetében HUF) fizetett kamathoz adják hozzá. A szpred mértéke egyrészt a partnerkockázattól, másrészt a devizák iránti relatív kereslettől függ. Ha a forintkamatot fizető fél kockázatosabb, akkor a felár növekszik. Abban az esetben, ha a magyar bankok részéről relatíve nagy kereslet mutatkozik forintra, a külföldi bankok felárat várnak el azért, hogy ezt a forintkeresletet a bázisswapon keresztül kielégítsék. Ha a magyar bankok részéről a külfölddel szemben relatíve nagyobb kereslet mutatkozik euróra, mint forintra, a bázisswapszpred negatív lesz. A forint bázisswapszprednek évek óta negatívok, ami konzisztens azzal, hogy a magyar bankok a devizahitelek finanszírozásához szívesebben vonnának be devizát, forintkeresletet azonban nem támasztanak.

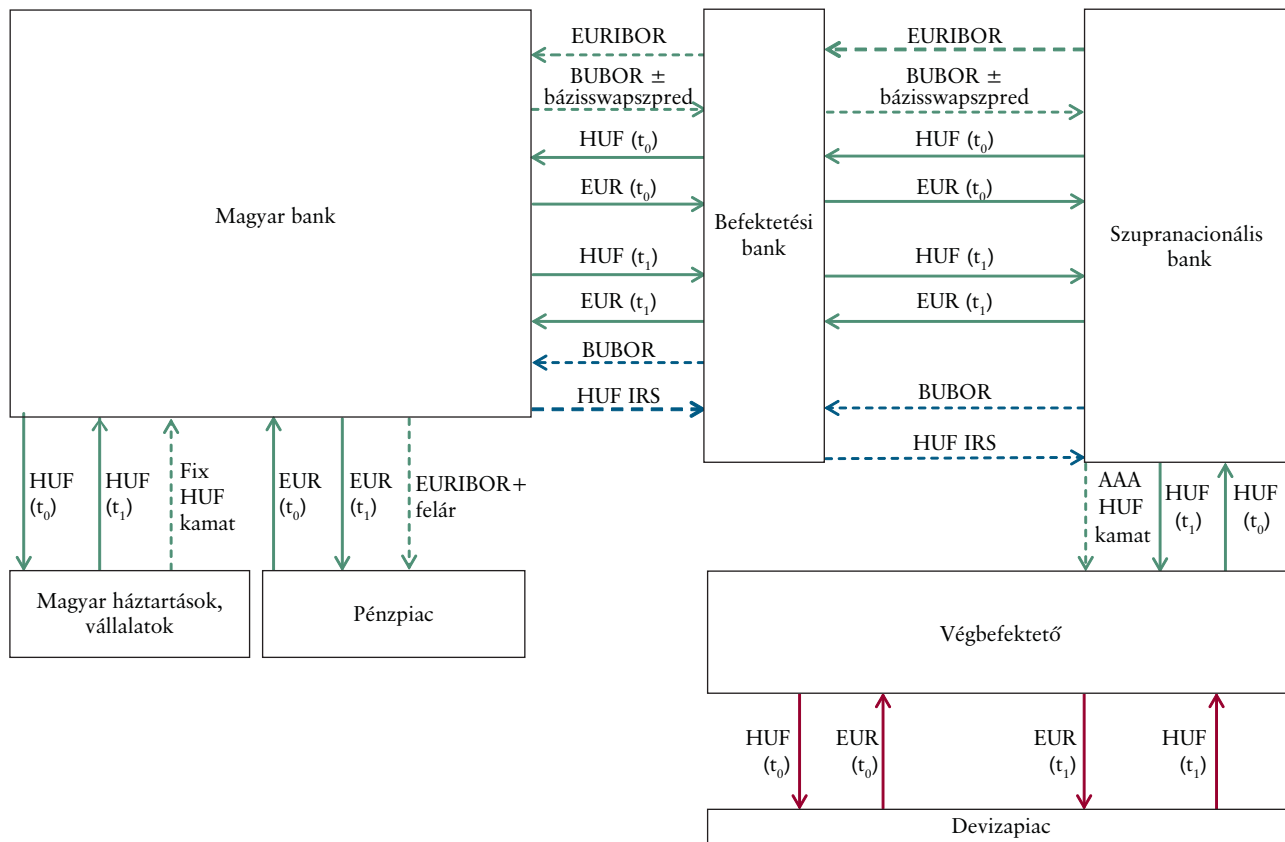


⁴ A szupranacionális kibocsátók kötvényei azért viszonylag alacsony hozamúak, mert jó a hitelminősítésük, megfelelően nagy összegű sorozatokból állnak és az európai klíringházak befogadják őket.

⁵ A kamatswapokat a bankközi piacon általában „LIBOR-flat” módon jegyzik, azaz a LIBOR feletti felárat és a fix kamatlábat nettósítják.

2. ábra

Az euroforintkötvény-kibocsátás tipikus pénzáramlásai



Ha feltételezzük, hogy a kibocsátó magyar bankokkal köti meg mindkét swapügyletet, akkor a magyar bankrendszer egy lehetséges külső forrásbevonási módszeréhez jutunk. A magyar bank ebben az esetben fix forintkamatot fizet a kamatswap során, a kapott változó forintkamatot pedig a bázisswappal változó eurokamat bevételekre cseréli. Ilyen módon, ha a magyar bank a bankközi piacról változó kamatozású eurohitelt vett fel, a swap euro fizetési lábával ezt finanszírozza, és nettó értelemben csak fix forintkamat-fizetési kötelezettsége és a BUBOR-hoz és az EURIBOR-hoz tartozó felárak összegének fizetési kötelezettsége marad. A swapok segítségével a hazai bank tehát úgy jutott végső soron hosszú lejáratú, fix kamatozású forintkötelezettséghez, hogy finanszírozási szempontból egy számára jóval könnyebben elérhető, változó kamatozású eurohitelt vett fel külföldről.

Az immár fix forintforrással rendelkező magyar bank hitelezési tevékenysége az ügylet következtében a forinthitelek nyújtása felé tolódhat el. A háztartások, vállalatok hazai devizában, fix kamat mellett szeretnének eladósodni, amihez a hazai bank fix kamatozású hiteltermékeket nyújthat. Ehhez a banknak hazai devizában denominált forrásra van szüksége, amiért ő is fix kamatot fizet annak érdekében, hogy a kamatlábkockázatot minimalizálja.

Érdemes megjegyezni, hogy a bevont forintforrás nemcsak fix kamatozású forinthitel-kihelyezések finanszírozására alkalmas, hanem más forinteszközök, például állampapírok árfolyamkockázat nélküli megvásárlását is lehetővé teheti.

A kötvényt megvásárló befektetési alapok a kötvényvásárláshoz szükséges devizát az azonnali devizapiacra szerzik meg. Ezek jellemzően olyan befektetők, amelyek magas kamatozású devizában szeretnének kettős kifizetést felvenni, tehát *carry trade* stratégiát követnek, ugyanakkor kockázatkezelési szabályaik vagy egyéb okok miatt nem tarthatnak magas kockázatú eszközöket (pl. feltörekvő piaci állampapírokat) a portfóliójukban.

A 2. ábra segítségével leírt modell egy konkrét példán bemutatva a következőképpen néz ki. A szupranacionális kibocsátó 5 százalékos hozam mellett tud 3 éves forintkötvényt kibocsátani. Ebben az időpontban a megfelelő lejáratú forint kamatswap fix lába 6 százalék, a forint-euro bázisswapszpredje pedig -175 bázispont. A kibocsátó számára a 5 és a 6 százalék közötti különbség évi 1 százalékos kamatnyereséget jelent, amivel szemben a bázisswapból eredő évi 175 bázispontos kamatkiadás áll, így ezekkel a feltételekkel a kötvénykibocsátás és az ahhoz kapcsolódó tranzakciók évi 75 bázispontos veszteséget jelentene.

nek. Ha a bázisswapspread –40 bázispontra csökkenne, az ügylettel 60 bázispontos nyereséget érhetne el a kibocsátó.

Ha a kibocsátás az előbbi feltételek alapján megvalósul, akkor a végeredmény az alábbiak szerint alakul:

- *A belföldi háztartások, vállalatok* fix kamatozású (vagy legalábbis hosszú kamatperiódusú), saját devizában denominált hiteleket tudnak felvenni, amelyek árazása kedvezőbb lehet, mint egyébként.
- *A helyi bank* hosszú kamatperiódusú, saját devizában denominált jelzáloghitelt helyezhet ki, forrásköltsége pedig a swaphozammal, valamint az EURIBOR-on felül fizetett felár és a bázisswapspread összegével egyezik meg, így a kettő különbözete lesz a kamatmarzs. A bank külföldi devizából is finanszírozhatná a hazai devizában denominált jelzáloghitelt, de ebben az esetben nyitott árfolyam-pozíciója keletkezne. A fent leírt tranzakció során azonban az árfolyamkockázatot a végső befektetők vállalják.
- *A nemzetközi pénzügyi intézmény* dollár- vagy euroforráshoz jut, ami után változó kamatot fizet. Ezenkívül egy díjleggel bevételként (amit értelmezhetünk a jó hírnév/hitelminősítés díjaként) a kötvény hozama és az adott deviza megfelelő lejáratú swaphozama közötti különbséget is megkapja.
- *A külföldi végbefektetők* olyan kötvények tulajdonosaivá válnak, melyek fix, a feltörekvő piaci állampapírokhoz hasonló mértékű hozamot biztosítanak, azonban – mivel kibocsátójuk egy AAA minősítésű bank – gyakorlatilag

kockázatmentesek. Emellett hosszú árfolyam-pozíciót is felvesznek az adott devizában.

AZ EUROFORINT-KÖTVÉNYEK PIACÁNAK FEJLŐDÉSE A NEMZETKÖZI TRENDEKHEZ KÉPEST

Az 1990-es évek második felében világszerte felfutottak a magas kamatozású devizákban denominált eurokötvények kibocsátásai. A legnagyobb összegű kibocsátásokra a török líra, a dél-afrikai rand, valamint az ausztrál és az új-zélandi dollár esetében került sor. Mind a négy devizáról elmondható, hogy a kötvénykibocsátók között a szupranacionális bankok dominálnak. Ezek az intézmények jelenleg mintegy 700 milliárd dollár értékű kötvényállománnyal rendelkeznek, amelynek 70 százalékát a fejlett országok alacsony kamatozású devizáiban bocsátották ki. A forgalomban lévő kötvények fennmaradó részét a magas kamatozású fejlett és feltörekvő devizák adják. Ezek közül a továbbiakban Új-Zélanddal és Dél-Afrikával foglalkozunk részletesebben.

A magas kamatozású eurokötvények közül az új-zélandi dollárban kibocsátott értékpapírok piaca tekinthet vissza a legnagyobb múltra, jelenleg is az ún. *eurokiwi-kötvények* (lásd 1. lábjegyzet) piaca szolgál az értékpapírtípus referenciájaként. Az első kibocsátásokra az 1980-as évek végén került sor, az azóta eltelt évtizedekben a kibocsátások két nagyobb hullámban zajlottak: az 1990-es évek második felében, illetve az ezredfordulót követő években az évente kibocsátott mennyiség megközelítette a 10 milliárd új-zélandi dollárt. A kibocsátott kötvények átlagos futamideje 3 és 4 év között volt. A kibocsátási döntések mögött meghúzódó megfontolásokat jól mutatja, hogy a kibocsátott mennyiségek a 2 és 3 éves

1. táblázat

Szupranacionális intézmények⁶ által kibocsátott kötvények devizális összetétele

(2010. augusztus)

Fejlett országok devizái		Feltörekvő országok devizái	
EUR	37,5%	ZAR	2,97%
USD	33,6%	TRY	1,18%
AUD	6,26%	BRL	1,04%
GBP	6,1%	RUB	0,54%
JPY	4,4%	PLN	0,28%
CHF	1,7%	MXN	0,23%
NZD	1,18%	CZK	0,20%
CAD	0,95%	HUF	0,09%
Egyéb	1,58%	Egyéb	0,13%

Forrás: Bloomberg.

⁶ EBRD, EIB, Világbank.

kamatswapszpredekkel mutattak – nem túl szoros – együttmozgást, azaz olyankor került sor nagymértékű kibocsátásokra, amikor a potenciális kibocsátók számottevő bevételre számíthattak a kötvény kamata és a kamatswapon befolyt bevétel különbözetéből. A kibocsátók a bevont új-zélandi dollár likviditását – kamatswapokon keresztül – jellemzően új-zélandi bankok finanszírozására használták (Drage et al., 2005).

Dél-Afrika esetében 1995 végén kezdődtek az *eurorand*-kibocsátások. 1997-ig a piac viszonylag mérsékelten bővült, 1996-ban 1 milliárd USA-dollár értékben bocsátottak ki kötvényeket. Az áttörésre 1997-ben került sor, ebben az évben 15 milliárd dollár értékben bocsátottak ki *eurorand*-kötvényeket, köztük 10 és 30 éves lejáratú értékpapírokat (IMF, 1997). A kibocsátók a bevont randot dél-afrikai eszközök (állampapírok) vásárlására használhatták fel. Az elmúlt években az *eurorand*piac fejlődése folytatódott, jelenleg a forgalomban lévő kötvényállomány meghaladja az új-zélandi dollárban kibocsátott kötvények értékét.

Ezekhez az országokhoz viszonyítva az euroforint-kötvények piaca csak elhanyagolható mértékben fejlődött az elmúlt 10 évben. A külföldi gazdasági szereplők által külföldön kibocsátott, forintban denominált kötvények állománya 2010. március végén összesen mintegy 520 milliárd forintot tett ki. Mintegy 70 százalékban klasszikus kötvényekről van szó, ezekenkívül ABS-ek, CDO-kat és különböző indexekhez kötött értékpapírokat bocsátottak ki. A kibocsátók tekintetében alapvetően három csoport különíthető el: nemzetközi szervezetek, Magyarországon működő leányvállalattal rendelkező pénzügyi intézmények, illetve Magyarországtól független üzleti tevékenységet folytató bankok.

Az euroforint-kötvények esetében 10 százalékot képviselnek a Magyarországon működő leányvállalattal rendelkező pénzügyi intézmények. Utóbbiak (pl. Erste, Citigroup, KBC, Unicredit) esetében feltételezhetjük, hogy a kibocsátások az eszközoldali forintkitettséggel (anyabanki hitel) fedezésére szolgálhatnak.

A kibocsátott kötvények lejáratát átlagosan 3 év, az egyes sorozatok átlagos mennyisége pedig 7 milliárd forint, amittől a szupranacionális bankok kismértékben felfelé, a többi kibocsátó lefelé tér el. A szupranacionális pénzügyi intézmények kibocsátásai a forintkötvények esetében a teljes piac mintegy 55 százalékát teszik ki. Ez az arány lényegében megegyezik a többi feltörekvő deviza esetében tapasztalattal. Azt feltételezhetjük, hogy a szupranacionális kibocsátások megjelenése a többi vizsgált országhoz hasonlóan Magyarországon esetében is élénkítene a piacot.

Felmerül a kérdés, hogy az euroforint-kötvények piaca az eurokiwi-, *eurorand*-piacokhoz képest miért maradt

viszonylag fejletlen. Ennek okai közül érdemes kiemelni, hogy a fent leírt ügyletek közül a *cross currency basis swap* Magyarországon csak a devizaliberalizációt követően vált elérhetővé. Másrészt, mint azt a későbbiekben látni fogjuk, az azóta eltelt időszakban finanszírozási modellben szereplő kamatswapok árazása egyrészt csak ritkán tett lehetővé nyereséges kötvénykibocsátást a potenciális kibocsátók számára, másrészt a már megkötött kamatswapok a rövid lejáratú forint- és eurokamatok későbbi alakulása miatt veszteségesse váltak a szervező bankoknak.

A KIBOCSÁTÓK MOTIVÁCIÓJA

A szupranacionális bankok forrásgyűjtő tevékenysége a bankközi hitelfelvételen kívül a fent leírt többdevizás kamatswapügylettel is kiegészül. Utóbbi során jellemzően nem egy előre meghatározott kibocsátási terv alapján, és nem egy bizonyos devizális összetételt megcélözva bocsátanak ki kötvényeket.

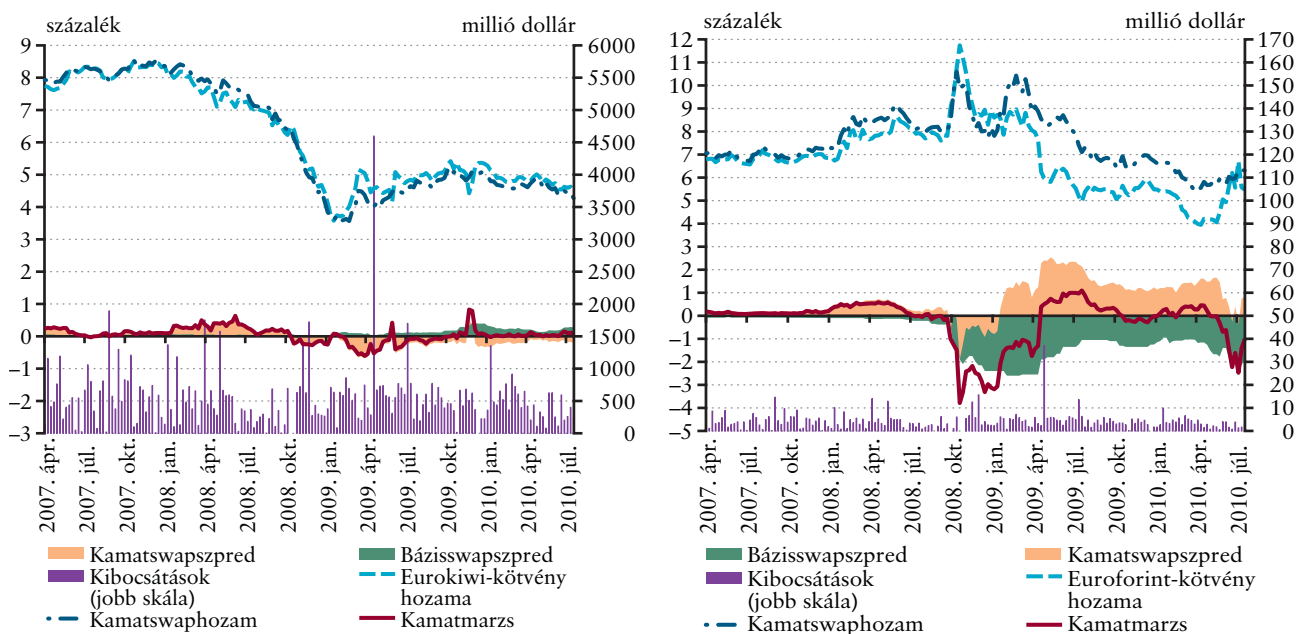
A kibocsátásokat alapvetően a kereslet, azaz a végső kötvénybefektetők igényei határozzák meg. A banknak akkor érdemes magas kamatozású devizában denominált kötvényt kibocsátania, ha az ehhez kapcsolódó ügyletekkel elért finanszírozási költség alacsonyabb, mint az alternatív rövid lejáratú dollár-, illetve eurofinanszírozás kamata. A többdevizás kamatswapügylet keretében a szupranacionális kibocsátó az új-zélandi kamatswap fix lábát kapja, és a 3 hónapos USD LIBOR-t fizeti. A kamatswap fix lába és a kötvényhozam közötti különbözetet a bázisswapszpreddel korrigálva egy fix összeggel csökkenti a bank forrásköltségét, ami jelen esetben a 3 hónapos USD LIBOR-ral egyezik meg.

Ha ezeknek a pénzáramlásoknak az egyenlege nagyobb, mint a kibocsátott kötvény után fizetett kamat, akkor pozitív lesz a marzs. A kibocsátáskor a döntési helyzet úgy is megfogalmazható, hogy a 3 hónapos USD LIBOR és a kötvényhozam összege meghaladja-e az új-zélandi kamatswaphozam és a kihelyezett – LIBOR-hoz kötött – hitel kamatát. A Lehman-csődöt megelőző időszakban megvalósult 3 éves lejáratú kötvénykibocsátások során a kamatswapügylet az új-zélandi dollár esetében átlagosan évi 20 bázisponttal csökkentette a forrásköltséget (3. ábra).

Ez a mérték elmarad az 1990-es évek második felében – az eurokiwi-kibocsátások felfutásának időszakában – jellemző 30–60 bázisponttól, a kibocsátások azonban nem csökkentek érdemben. A 2008 októbere óta tartó időszak nagy részében negatív volt a szpred, ami a kibocsátások visszaesésével járt együtt. A forintkibocsátások esetében az elmúlt három évben lényegesen magasabb, 2007–2008-ban átlagosan 35–40, 2009 második negyedévéétől ez a szpred alacsonyabb volt: 0 bázispont körül alakult. Mindazonáltal a

3. ábra

Új-zélandi dollárban (balra) és forintban (jobbra) kibocsátott 3 éves kötvény hozama és a kamatswaphozamok, valamint a kötvénykibocsátások alakulása



Forrás: Bloomberg.

forintban denominált kötvények esetében ritkábban és kisebb összegben került sor kibocsátásokra, mint az eurokiwinél. A negatív kamatmarzs effektív korlátot jelentett a kibocsátók számára, azokban az időszakokban azonban, amikor a pozitív marzs ellenére sem növekedtek a kibocsátások, a tranzakciók viszonylagos népszerűtlenségének oka a keresleti oldalon keresendő.

A MAGYAR BANKOK MOTIVÁCIÓJA

A magyar bankrendszerben – még ha a belföldi vállalatok és háztartások támasztanának is rá igényt – jelenleg nem adtak a feltételek a külföldről történő fix kamatozású forintforrás-bevonásra. A jelen cikkben leírt forintforrás-bevonás megvalósításához a magyar bankoknak jelentős többletdevizalikviditással kellene rendelkezniük, illetve képesnek kellene lenniük arra, hogy ezt nemzetközi bankközi piacról bevonják. A magyar bankok többsége jelenleg éppen ezzel ellentétes pozícióban van.

A magyar bankrendszer mérlegében az eszközök és a források devizális összetételében eltérés figyelhető meg, ami az elmúlt évek során azért alakult ki, mert a felfutó devizahitel-kihelyezésekkel szemben a forrásoldalon jelentős részben forintbetétek állnak. A hazai bankoknak a mérlegen belül így forinttal szembeni kitettsége (long deviza, short forint pozíciója) keletkezik. A teljes nyitott pozíció zárását FX-swap-ügyletek biztosítják. Az FX-swap mérlegen kívüli

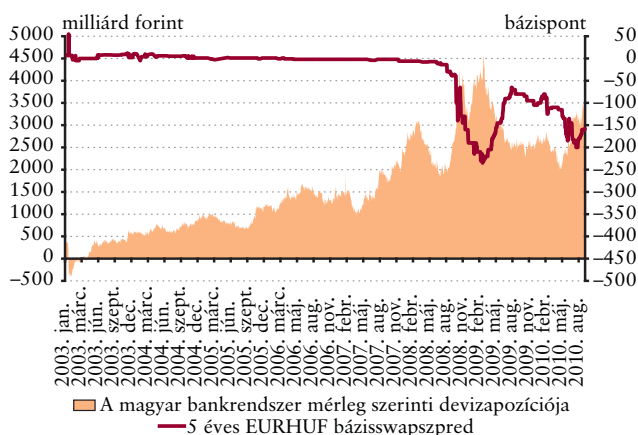
tételként megjelenő határidős lába azonban a bank szempontjából devizatartozást és ezzel egyidejű forintkövetelést jelent, ezért ez a teljes (mérleg szerinti és mérlegen kívüli) nyitott devizapozíció zárását eredményezi.

A devizapiacra a magyar bankok tehát az FX-swap ügyletek alkalmazásával növekvő mértékű devizakereslettel jelentek meg az elmúlt években (4. ábra). Ez a nagymértékű devizakereslet, illetve forintkínálat, ami 2008 októbere óta – a visszaeső bankközi eurolikviditás, majd a magyar bankrendszerrel szembeni lecsökkent kockázatvállalási limitek hatására – a bázisswapszpredék alakulásában is látványosan tükröződött. A negatív bázisswapszpred azt fejezi ki, hogy a magyar bank, amelynek forintlikviditása nagy, a bázisswapügylet során a kapott forintért alacsonyabb kamatot fizet, mint a rövid lejáratú bankközi kamat. Ez úgy is megfogalmazható, hogy a szűkös devizalikviditással rendelkező magyar bank csak akkor nyújtana eurohitelt egy külföldi banknak, ha ezért megkapná a rövid lejáratú EURIBOR-kamatot, az ügylet során kedvező kamattal bevont forintforrás pedig többletjövédelmet biztosítana számára az eurolikviditásról való lemondás fejében.

A magyar bankrendszer akkor lenne képes ezt az ügyletet beépíteni „A kibocsátás menete szupranacionális kibocsátó esetén” című fejezetben leírt finanszírozási modellbe, ha a mérlegében fennálló nyitott devizapozíció a devizahitelek

4. ábra

A magyar bankok devizakereslete és a bázisswapszpred alakulása



Forrás: Bloomberg, Reuters, MNB.

leépülésével, vagy a devizaforrások növekedésével számottevően csökkenne. Ez rövid távon nem lehetséges, hosszabb távon azonban a devizahitelek állományának fokozatos csökkenésével nagy valószínűséggel elhárul ez az akadály.

A BEFEKTETŐK MOTIVÁCIÓJA

Anekdotikus információink szerint az eurokötvények vásárlói egyrészt konzervatív kockázati profillal rendelkező intézményi befektetők, másrészt fejlett országok kisbefektetői. Jellemzőjük, hogy hitelkockázatot nem vagy csak kismértékben hajlandók vállalni, ugyanakkor a magasabb kamat elérése érdekében az árfolyamkockázattól nem riadnak vissza. Elsősorban olyan devizák iránt támasztanak keresletet, melyek mögött hiteles, kiszámítható gazdaságpolitika áll, ami csökkenti a hirtelen árfolyamgyengülések lehetőségét. További előnyt jelent, ha valamely jól körülírható árfolyam-befolyásoló tényező, például a nyersanyagárak alakulása, hosszabb távon a felértékelődés esélyét hordozza magában az adott deviza számára.

A továbbiakban a szupranacionális bankok által kibocsátott eurokiwi jellegű kötvények közül három devizát vizsgálunk meg részletesen. A számunkra releváns forint mellett a tradicionálisnak tekinthető új-zélandi dollár és a számottevő mennyiségben kibocsátott dél-afrikai rand alapú kötvényeket hasonlítjuk össze. Arra keressük a választ, hogy mi magyarázhatja a három deviza iránti eltérő befektetői érdeklődést.

Összevetjük a szupranacionális bankok által kibocsátott kötvényekből, illetve az országok államkötvényeiből álló portfóliók, valamint a vizsgált devizák esetében felvett *carry trade* pozíció teljesítményét és kockázatosságát. A három deviza esetében követett három befektetési stratégiát a 2007. január és 2010. augusztus közötti időszakban havi frekvenciájú adatokon amerikai dollárban elszámolva szimuláljuk. Az eurokiwi jellegű kötvényekkel szembeni befektetői attitűdöt három magyarázat tükrében mutatjuk be. Első hipotézisünk, hogy a kötvényvásárlók számára a magas kamatozású, de viszonylag stabil árfolyamú devizákban kibocsátott kötvények lehetnek vonzóak. Második feltételezésünk az, hogy a kockázatosabb állampapírokkal rendelkező országok devizájában kibocsátott AAA-besorolású kötvényekre nagyobb lehet a kereslet, mint azon országok esetében, ahol az állampapír minősítése közelebb esik az AAA-kategóriához. Ezt azért gondoljuk, mert azok a befektetők, akik csak alacsony kockázatú (pl. AA és annál jobb minősítésű) értékpapírokat tarthatnak, új-zélandi dollárban fel tudnak venni kitétséget állampapír-vásárlással, míg forint-kitétséget csak alacsony kockázatú euroforint-kötvényen keresztül vehetnek fel. Így az euroforint-kötvény nagyobb határhasznot jelenthet számukra, mint az eurokiwi-kötvény. Ezekon kívül azt is feltételezzük, hogy az említett két tényezőtől függetlenül az eurokötvények között erősebb preferenciát élvez a magasabb Sharpe-rátával⁷ rendelkező értékpapír.

A befektetők motivációit és alternatív befektetési lehetőségeit az említett három stratégiát vizsgálva térképezzük fel. Az eredmények alapján az első feltételezésünk csak részben igazolódott be. Az eurokiwi-kötvények Sharpe-rátája volt a legmagasabb (2. táblázat), ami konzisztens azzal, hogy a kibocsátások gyakorisága és összege alapján ezek esetében tapasztalható a legélénkebb befektetői érdeklődés. A kibocsátott mennyiségek alapján azt vártuk, hogy az eurorand-kötvények a kockázatosságukhoz képest kedvezőbb hozamot biztosítanak, mint az euroforint-kötvények. Ez a várakozásunk nem igazolódott be, ami utalhat arra, hogy az eurorand-kötvények iránti számottevő keresletben jelentős részben olyan tényezők is szerepet játszanak, amelyeket kvantitatív módszerekkel nem tudunk megragadni. Ezenkívül azt a következtetést is levonhatjuk, hogy az eurorand-kötvények iránti keresletet olyan szereplők támasztják, akik a hozam árfolyamváltozásból eredő részét le tudják fedezni. Ezek a befektetők dél-afrikai rezidensek lehetnek.

Az a várakozásunk, hogy a kötvényeket megvásárló befektetők a magasabb kamatozású, de stabil árfolyammal rendel-

⁷ A Sharpe-ráta azt mutatja meg, hogy a kockázatos eszköz egy egységnyi volatilitásért mekkora többlethozamot biztosít. Ez azt jelenti, hogy az azonos volatilitású (azonos kockázatú) befektetések közül a legmagasabb hozamú rendelkezik a legnagyobb Sharpe-rátával, a befektetőket tehát ez jutalmazza a legnagyobb mértékben a kockázattalalásért. A negatív Sharpe-ráta azt fejezi ki, hogy az adott befektetés a kockázatmentes hozamnál alacsonyabb hozamot biztosít.

2. táblázat

A befektetési stratégiák összehasonlítása a három vizsgált deviza esetében

	AAA-minősítésű eurokötvény-befektetés		Állampapír-befektetés		Devizapiaci carry trade	
	Évesített hozam	Sharpe-ráta	Évesített hozam	Sharpe-ráta	Évesített hozam	Sharpe-ráta
Új-zélandi dollár	2,34%	0,10	5,85%	0,29	8,36%	0,41
Forint	1,17%	0,05	2,69%	0,10	5,38%	0,30
Dél-afrikai rand	-6,27%	-0,27	-0,97%	-0,05	9,65%	0,47

Forrás: Bloomberg, Datastream.

kező devizákat preferálják, nem igazolódott be. A carry trade stratégiát követő befektetés hozama ugyanis lényegesen magasabb volt, mint az eurokötvény-befektetés hozama. Ez arra utalhat, hogy a kamatkülönbözetet kihasználó befektetések vélhetően sokkal nagyobb arányban valósulnak meg a devizapiacra, mint az eurokötvények piacán.

Az a várakozásunk, hogy a gyengébb minősítésű állampapírokat kibocsátó országok esetében a befektetők érdeklődése az eurokötvények irányába mozdulhat el, az eredmények alapján igaznak tűnik. A vizsgált időszakban az új-zélandi államkötvények minősítése „AAA”, a dél-afrikai állampapíroké pedig „A+” volt, miközben a magyar állampapírok minősítése „BBB+”-ról „BBB-”-ra romlott. Ebben az időszakban a három állampapír-portfólió közül a forint és az új-zélandi dollár esetében pozitív hozamot lehetett realizálni, míg a dél-afrikai állampapírok tartása veszteséges volt. Azon befektetők számára, akiknek a kockázatkezelési irányelveik alapján a hitelminősítés nem jelentett effektív korlátot, mindhárom deviza esetében jobban megérte állampapírt vásárolni, mint eurokötvényt. Ez azt jelenti, hogy azok a befektetők, akik számára a hitelminősítés effektív korlátot jelentett, csak AAA-minősítésű eurokötvényeket vásárolhattak, portfóliójuk teljesítménye azonban érdemben nem tért el az állampapír-portfóliókéétól.

KÖVETKEZTETÉSEK

Az eurokiwi jellegű kötvények a kibocsátók kis száma ellenére viszonylag likvid piaccal rendelkeznek. Ezen a piacon keresztül a külső adósság árfolyamkockázatának fedezése elméletileg lehetséges a belföldi szektorok számára, ennek gyakorlati megvalósítására a kis, nyitott gazdaságokban azonban csak kevés példát találtunk. Azon országok esetében, ahol a kibocsátók az elmúlt években pozitív kamatmarzsot realizálhattak az ügylet során, a forgalomban lévő kötvényállomány viszonylag magas. Habár Magyarország esetében a kibocsátandó kötvények és a megfelelő lejáratú forint kamatswapok hozama között számottevő pozitív különbség áll fenn, a bázisswapszpred mélyen negatív értéke veszteséges-

sé tenné a kötvénykibocsátásokat a kibocsátók számára. A bázisswapok Magyarország esetében – a bankrendszer jelentős devizaliquiditási-igényét és kockázatoságát tükrözve – évek óta negatív tartományban mozognak. Pozitív értékeket akkor figyelhetnénk meg, ha a háttérben meghúzódó fundamentális tényezők alapvetően megváltoznának, erre azonban rövid távon nem számíthatunk, mivel ahhoz a bankok mérleg szerinti nyitott pozíciójának előjelet kellene váltania, és erre a devizahitel-állomány leépülésével párhuzamosan kerülhet csak sor. Az, hogy Magyarországon az elmúlt években a devizahitelezés felfutása helyett miért nem ez a finanszírozási forma valósult meg, több okra vezethető vissza. Egyrészt a hitelfelvevők az árfolyamkockázat és a kamatszint összevetése után vonzóbbnak találták a devizahiteleket, mint a valamivel magasabb kamatú, de árfolyamkockázat nélküli forintbiteleket. Másrészt a nemzetközi pénzügyi piacokon a befektetők részéről visszafogott kereslet mutatkozott az euroforint-kötvények iránt, amihez érdemben hozzájárulhatott, hogy a forint melletti pozíciót felvenni szándékozó piaci szereplők jelentős mennyiségű magyar állampapír-kínálattal találkoztak. Így viszonylag szűk volt azoknak a befektetőknek a köre, akik – kockázatkezelési szabályok miatt – csak az euroforint-kötvényekből vásárolhattak. Ezenkívül a negatív meredekségű hozamgörbe is a rövidebb lejáratú FX-swapok igénybevételére készíti a forintpozíciót felvenni kívánó befektetőket.

Hosszú távon a magyar bankrendszer akkor lesz képes kihasználni az euroforint-piacból fakadó forrásbevonási lehetőségeket, és külföldről hosszú átárazódású forintforrást bevonni, ha a belföldi hitelfelvevők számára vonzóvá válik a forintban történő eladósodás, ugyanakkor a külföldi megtakarítók, befektetők szemében a makrogazdasági kilátások megfelelően kiszámíthatóvá és attraktívvá válnak ahhoz, hogy az árfolyamkockázatot felvállalják.

FELHASZNÁLT IRODALOM

ASZTALOS, G.–GOLOBOKOV SZ.–KURALI Z.–WOLF Z. (2003): A piac, amely majdnem működik. *Hitelintézet* Szemle 2003/4.

- BABA, N.–PACKER, F.–NAGANO, T. (2008): The spillover of money market turbulence to FX-swap and cross-currency swap markets. *BIS Quarterly Review*, March 2008.
- CSÁVÁS Cs.–VARGA L.–BALOGH Cs. (2007): A forint kamat-swappiac jellemzői és a swapszpredek mozgatórugói. *MNB-tanulmányok* 64.
- DRAGE, D.–MUNRO, A.–SLEEMAN, C. (2005): An update on Eurokiwi and Uridashi bonds. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, issue 68., number 3.
- ECKHOLD, K. (1998): Developments in the Eurokiwi bond market. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, issue 61., number 2.
- EICHENGREEN, B.–HAUSMANN, R. (1999): *Exchange rates and financial fragility*. Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 329–368.
- IMF (1997): *International Capital Markets. Developments, Prospects and Key Policy Issues*.
- KISGERGELY, K. (2010): A carry trade. *MNB-szemle*, 2010. június.
- KREKÓ, J.–ENDRÉSZ, M. (2010): A devizahitelezés szerepe az árfolyam reálgazdasági hatásában. *MNB-szemle*, 2010. március.
- REDDELL, M.–WOOLFORD, I.–COMBER, S. (2001): International capital flows, external debt, and New Zealand financial stability. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, issue 64., number 4.