

BALOGH CSABA–GÁBRIEL PÉTER

BANKKÖZI PÉNZPIACOK FEJLŐDÉSÉNEK
TRENDJEI

2003. november
MNB Műhelytanulmányok
(28)

A „Műhelytanulmányok” sorozatban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, és nem feltétlenül tükrözik a Magyar Nemzeti Bank vezető testületének álláspontját.

Írta: **Balogh Csaba–Gábrriel Péter**

Kiadja a **Magyar Nemzeti Bank**
Felelős kiadó: **Antalffy Krisztina**
1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1216-9293

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 politikához, hiszen a jegybanksi lépések hatása e területen mutatkozik meg először. 2003 májusában az MNB 11 hazai kereskedelmi bank körében kérdőíves felmérést végzett a magyar pénzpiacról.* 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 részt vevő bankok: CIB Bank, Citibank, Commerzbank, Deutsche Bank, ERSTE Bank, HVB, ING, K&H, OTP Bank, Takarékbank, WestLB Hungária Bank. Közreműködésüket ezúton is szeretnénk megköszönni.

Tartalomjegyzék

Összefoglaló	7
Bevezetés	11
Az ügylettípusok áttekintése	11
1. A pénzpiacok összetétele és tendenciái az eurózónában	13
2. A magyarországi pénzpiac alakulása	18
3. Az európai repópiacok fejlődése	28
3.1 Partnerkör	28
3.2 Lejárat	29
3.3 Fedezetek, ügyletméret	30
3.4 Repótípusok	31
4. A magyar repópiac alakulása és összevetése az európai repópiacokkal	32
4.1 Partnerkör	33
4.2 Lejárat	34
4.3 Fedezetek, ügyletméret	34
4.4 Repótípusok	35
4.5 A repópiac további fejlődésének főbb tényezői	36
4.6 Repópiacok ország szerinti sajátosságai	37
5. Euró FX-swap piac	39
6. Hazai FX-swap piac	41
7. Az eurócsatlakozás hatása a hazai pénzpiacra	48
Irodalomjegyzék	50
Melléklet	51

Összefoglaló

Tanulmányunkban a bankközi pénzpiac három szegmensének: a fedezetlen bankközi hitel-betét ügyletek, a visszavásárlási megállapodások (repóügyletek) és a devizák közötti csereügyletek (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 kettő. 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 eltörlődik a másik két szegmens mellett. A vételi és eladási árfolyamok különbözetében (bid-ask spread) mindegyik piacon jelentős az eltérés az európiacokhoz képest, ám a különbség az euró magyarországi bevezetését követően várhatóan jelentősen csökken.

A devizaliberalizáció után a hazai folyamatokban a legszembetűnőbb a likvid és rugalmas FX-swap piac kialakulása. 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 éltek a bankközi ügyletek helyett a jegybankkal végzett tranzakciókkal. Az MNB-nél elhelyezett egynapos betétek állománya átlagosan a bankközi kihelyezések egyharmadára tehető. A devizaliberalizációt követően elterjedtek a külföldi bankokkal kötött fedezetlen ügyletek is, a hazai bankok a fedezetlen ügyletek 15-20 százalékát kötik külföldi szereplőkkel. A repópiacok fejletlensége a csatlakozó országokról rendelkezésre álló információk alapján régióinkban általánosan jellemző, a másik két szegmens pedig nagyságrendileg hasonló.

Mind a hazai, mind az euró pénzpiacon az 1 hónapnál rövidebb ügyletek a jellemzők. A fedezetlen betéteknél és hiteleknél az 1 napos futamidő teszi ki az összes ügylet 80-90 százalékát, az egy hónapon túliak aránya elenyésző. A repóügyleteknél az eurózónában kissé magasabb az O/N futamidő aránya, de az összes egy hónap alatti ügylet már hasonló arányt mutat, mint a magyar piacon. Az FX-swap tranzakciónál a hazai piacon valamivel nagyobb a rövidebb (egy hónapon belüli) lejáratú üzletkötések aránya.

A határon átnyúló tranzakciók aránya eltérő a magyar és az euró pénzpiacra. 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 eurózónában lévőkénél, a repópiacra pedig különösen kevés szereplő vesz részt. Az egyedüli kivétel az FX-swap szegmens, amelynek koncentrációja bár magasabb az eurózónáénál, nagyságrendileg nem tér el attól. Mindegyik szegmensre jellemző, hogy lényegesen kevesebb szereplő van jelen a piac kis méretéből adódóan, ami részben magyarázza a magasabb koncentrációt. A magyar adatok semmiképpen nem ütnek el a többi csatlakozó ország értékeitől, az aktív piaci szereplők száma megközelítőleg egyforma. Magyarországon a jegybanki ügyletek igénybevételének döntő többsége lényegesen kevesebb számú, nagy szereplőre esik, mint az eurózónában. A hazai piacon inkább a hitelfelvevői oldal koncentráltabb, ami a bankrendszer általános likviditástöbbletéből adódik, mert a forráshiányos szereplő kevesebb, mint a forrásbőséggel rendelkező. Az aktív oldali jegybanki szabályozásra való áttérés után, amikor az egész bankrendszer likviditástöbblete likviditáshiánnyá alakul, a magasabb koncentráció valószínűleg a betéti oldalon jelenik meg.

A hazai és az eurózóna országainak repópiacai között az az alapvető eltérés, hogy Magyarországon a bankok jellemzően a nem banki ügyfelekkel kötik az ügyleteket, az európai piacokon viszont az egymás közöttiek vannak többségben (70-80 százalék). Az eurózónában a határon átnyúló repó az összes tranzakció közel kétharmadát teszi ki, ezzel szemben a magyar bankok ilyen típusú tranzakcióinak aránya minimális. A hazai repópiacra jellemző átlagos ügyletméret messze alatta marad az európiacénak. Magyarországon a repóügyleteknél egyelőre csak állampapírt használnak fedezetként, igaz, az euró repópiacra is alacsony az egyéb papírok aránya. Az MNB felmérése szerint a repótípusokon 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. Ugyancsak nehezíti a forgalom növekedését, hogy a bankoknál lévő konszolidációs állampapír-állomány csak korlátozottan for-

galomképes, illetve az is, hogy a külföldiek többsége „buy and hold” típusú befektető, akik általában nem szándékoznak repóügyletbe bocsátkozni. A repóügyletek tartalékmentessé tétele ugyan kedvezően hatott a piac fejlődésére, de a tartalékolás költségének mérséklődésével e szempontnak csökkent a jelentősége. A bankrendszer likviditásbőségének fokozatos leépülése és az ÁKK piaci részvétele újabb lendületet adhat a repópiacnak, amely az állampapírpiac további fejlődéséhez járulhat hozzá.

Az FX-swap piacok dollárdominanciája mind a magyar, mind a többi piacon egyértelmű. A Magyarországon kötött swaptranzakciók ismerete nem ad teljes képet az FX-swap ügyletekről, mivel London valószínűleg a forintügyletekben is jelentős forgalmat bonyolít le. A hazai FX-swap piac folyamatosan növekvő forgalma a lényegében automatizált üzletkötés mellett annak köszönhető, hogy a swapügyletek segítségével az árfolyamkockázat nélküli állampapír-vásárlástól kezdve a szintetikus határidős ügyletekig többfajta stratégiát meg lehet valósítani. A swappiac erős dominanciája viszont gyakran a többi származékos vagy azonnali piac fejlődésének gátját jelenti.

Az euróövezeti 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 kötik majd. A konvergenciafolyamat befejeződésével a kamatspekuláció intenzitása is csökken, s eszköze sem FX-swap, hanem elsősorban a kamatswap lehet. A várhatóan növekedő termékválaszték mellett az FX-swap visszaesése közvetett módon elősegítheti a repópiac fellendülését is.

Bevezetés

Tanulmányunkban a bankközi pénzpiac három fő szegmensét: a fedezetlen bankközi hitel-betét tranzakciókat, a visszavásárlási megállapodásokat (repóügyletek) és a devizák közötti csereügyleteket (FX-swap) elemezzük. Az egyes ügylettípusok rövid ismertetését követően az eurózóna, majd a magyar pénzpiacok jellemzőit mutatjuk be. Ezt követően a legjelentősebb eltérést mutató repópiacokat 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 hitelbetét ügyleteit értjük, amelyekben az előre megállapított ügyféllimitek erejéig nyújtanak likviditást egymásnak.

Az FX-swap ügylet lényegében egy devizafedezet mellett felvett hitel, mivel az azonnali devizaeladással az egyik fél hazai devizához 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 magyar piacon a forint és a külföldi deviza hozamkülönbözetéből adódik), másrészt a külföldi deviza forrásköltségéből áll. Az FX-swaptól megkülönböztetjük a devizaswapot, ami alatt nem egy, hanem több jövőbeli időpontban történő, eltérő devizanemekben fennálló pénzáramlás cseréjét értjük (idetartozik 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 repóügylet határai az előbbiekhöz képest kevésbé egyértelműek. A következőkben tágabb értelemben vett repónak, azaz visszavásárlási megállapodásnak tekint-

¹ A kamatswap ügyletek egy előre meghatározott névértékre vonatkozó, rögzített időszakon keresztüli, fix periódusonként kifizetendő 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.

jük a klasszikus repóügyletet, az eladási-visszavásárlási (E/V ügylet, sell/buy back) tranzakciót és az értékpapír-kölcsönzést is.²

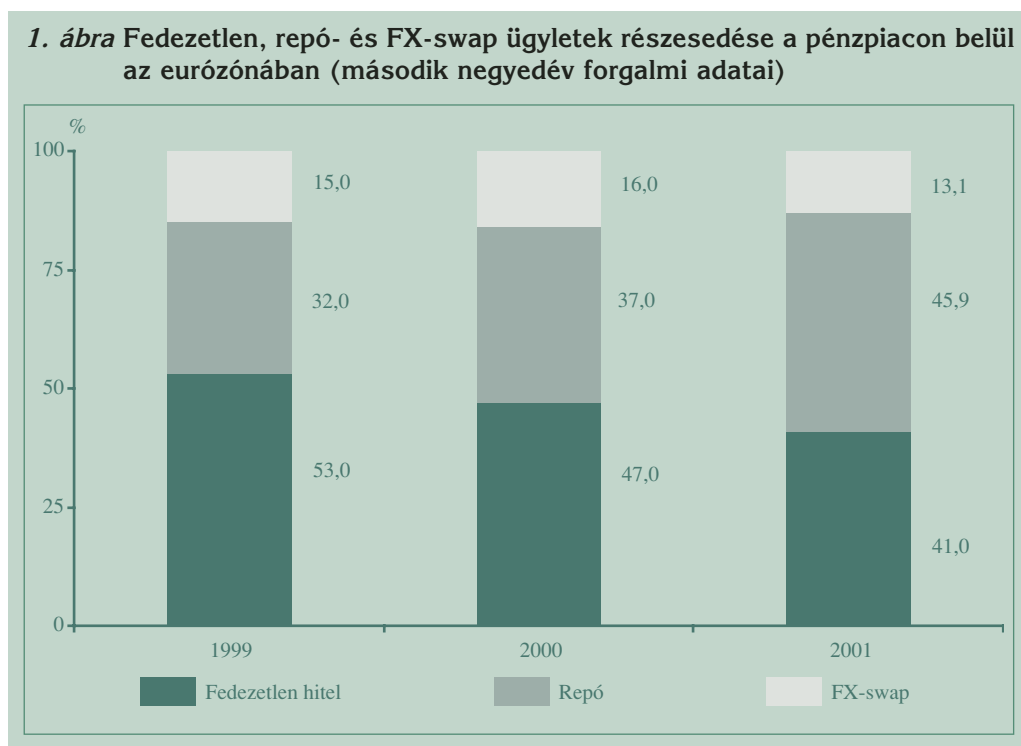
- Klasszikus repóügylet: egy szerződésben szereplő eladási és visszavásárlási ügylet. A felek (az ügylet eladója, illetve vevője) egy időpontban megállapodnak az értékpapír azonnali eladásában (vételésben) és jövőbeli – jellemzően előre rögzített időpontú – visszavásárlásában (eladásában).³ Megkülönböztetünk pénz- és értékpapír-indíttatású repót. Az első esetében 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. Szállítós repó esetén a tulajdonjog átszáll az értékpapír vevőjére, óvadéki repónál viszont a tulajdonjog az eladónál marad, az értékpapírt letéti számlán zárolják.
- Az E/V ügylet két szerződésben rögzíti a klasszikus repó két tranzakcióját. Ennek oka lehet az egyszerűbb könyvelés, a napi fedezetértékelés szükségletelensége, az egyszerűbb jogi folyamat, továbbá ezzel a konstrukcióval az esetleges tartalékolási kötelezettséget is el lehet kerülni.
- Az értékpapír-kölcsönzés hasonlít az értékpapír-indíttatású klasszikus repóügyletre, a keresett papírt a tulajdonos kölcsönadja, cserébe díjat kap, és fedettként másik értékpapírt, készpénzt vagy más biztosítékot. A fedezet tulajdonjoga nem minden esetben száll át automatikusan a kölcsönadóra, a speciális papíré viszont jellemzően átszáll a kölcsönvevőre.

² Az egyes repójellegű ügyletek részletes ismertetését, definiálását lásd Szakály-Tóth (1999).

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

1. A pénzpiacok összetétele és tendenciái az eurózónában

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



A pénzpiacok **összes forgalma** 2000–2001-ben mérsékelt, évi 10-15 százalékos növekedést mutatott. A *repópiac részarányának* két év alatt lejajlott jelentős növekedése a forgalom éves átlagban több mint 30 százalékos emelkedésének és a *fedezetlen bankközi hitelforgalom* stagnálásának volt köszönhető. A *swappiac* meg-

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)].

lehetősen vegyes képet mutatott, 2000-ben még 15 százalékot meghaladó mértékben bővült, ami jelzi, hogy a nemzeti valuták eltűnése miatt 1999-ben bekövetkezett erőteljes visszaesés után ez a piaci szegmens erőre kapott, 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 bővült a kereslet a határon átnyúló ügyletek iránt.

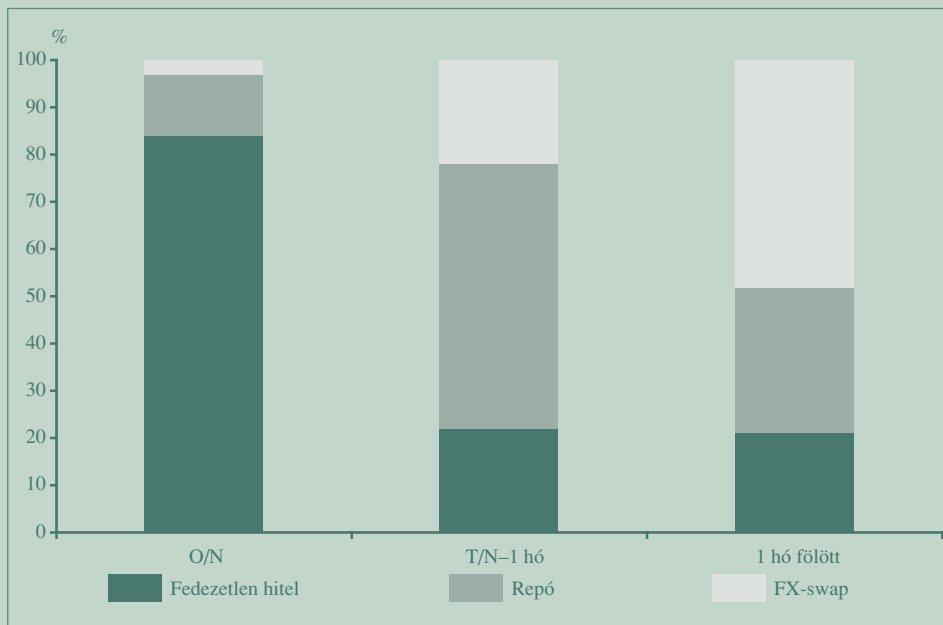
A pénzügyi ügyletek enyhén eltolódtak a rövidebb **lejáratok** felé, és összességében már több mint 90 százalék az egy hónapon belüli ügyletek aránya (1. táblázat). Az egy hónapnál rövidebb lejáratú ügyleteken belül az overnight ügyletek döntő többségét a fedezetlenek adják, szerény repórészesedés mellett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

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

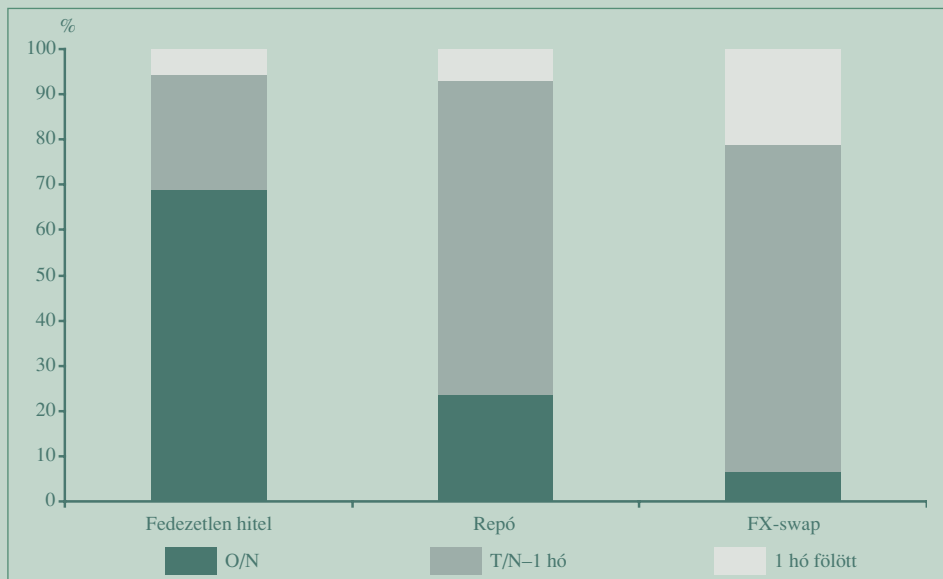
	1 hó alatt	1 hó fölött
1999	90%	10%
2000	93%	7%
2001	93%	7%

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

2. ábra Az eurózána pénzpiaci lejáratú szegmenseinek ügyletek szerinti megoszlása 2000-ben (forgalmi adatok)



3. ábra Az eurózána 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 részesedése, ez a *repó* piacon is már 60 százalék körüli, ami elsősorban az eurózónán belüli kereskedés növekedésének következménye. A felmérés szerint az *FX-swap ügyletek* kétharmadát kötötték 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 piac* (2. táblázat). A hitelfelvevői és a betételhelyezői oldal koncentrációját tekintve a két szegmensben fordított a sorrend: a fedezetlen ügyleteknél a likviditást kihelyezők, a fedezett piacon pedig a hitelfelvevők koncentráltabbak. Az *FX-swap piac* még kevesebb jelentős szereplővel működik, a felmérésben megkérdezett 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*	Fedezetlen		Repó		FX-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 spread** (a vételi és eladási árfolyamok különbsége) 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 swappiac fedezettségéből adódó mérsékelt hitelkockázat, másrészt a swappiacon a kevesebb szereplő hosszabb távú kapcsolatából adódó kisebb kockázat.

Görögország példája azt mutatja, hogy a bankközi piacon az eurózónához való csatlakozást követően a különbség látványosan szűkül (esetükben 40-50-ről 6-10 bázispontra). 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 pénzpiac legfontosabb szegmensét, egyharmadában pedig az *FX-swap ügyletek*. Magyarország a kisebb csoportba tartozik, amelynek tagjai várhatóan gyarapodnak a devizaliberalizáció többi országban való kiteljesedését követően. A *repópiac* mindenhol a legfejlettebb szegmens, három ország egyáltalán nem jelezte, hogy van működő repópiaca.

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

A pénzpiac mérete hasonló a környező országokban: a kisebbekben 4-5, a közepesekben 9-10, a lengyel pénzpiacra pedig 16 aktív szereplőt regisztráltak.

2. A magyarországi pénzpiac alakulása

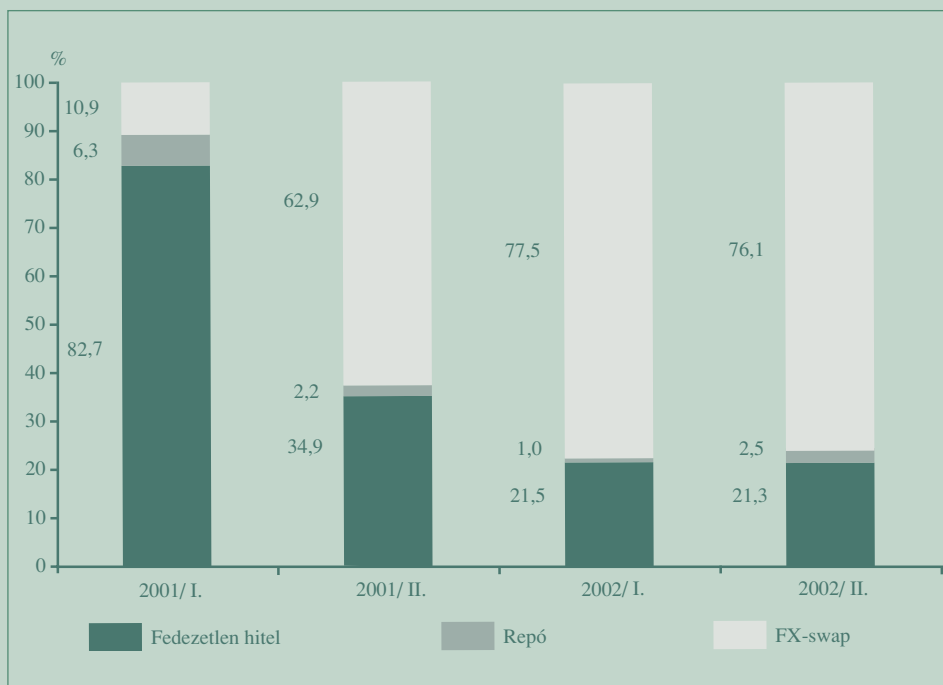
Az euró pénzpiacon megfigyelt helyzettől eltérően a magyar **bankközi pénzpiacot** alapvetően a *fedezetlen bankközi hitelek* részarányának erőteljes csökkenése jellemezte, amely nem a repópiac, hanem az *FX-swap ügyletek* – a 2001 nyarán kiteljesedett devizaliberalizációnak köszönhető – jelentős felfutásából adódott. A *repók és fedezetlen hitelek* forgalma 2002 első félévében abszolút értelemben is csökkent. 2002 végére azonban megindult a repópiac felfutása (háromszorosára nőtt a fél-éves forgalom), amit a fedezetlen hitelek és a swapügyletek szerényebb (valamivel 15 százalék fölötti) növekedése kísért. A repóforgalom emelkedésében döntő fontosságú volt, hogy az MNB 2002 szeptemberében a repóügyletekből származó forrásokat mentesítette a kötelező tartalék alól. Ezzel együtt is azonban a repóügyletek 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 milliárd forintról 2002 második félévére 358 milliárd forintra nőtt. A devizaliberalizáció a swapügyletek felfutása miatt nagy ugrást eredményezett, 2001 második félévére két és félszeresére 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 milliárd, a *repó-ügyleteké* 9 milliárd, a *swapügyleteké* pedig 272 milliárd forintot tett ki. 2001 második félévével összehasonlítva ez a *fedezetlen ügyletek* alacsony (7,5 százalékos) növekedését, valamint a *repó-* és a *swappiac* megugrását jelentette (az előző 97, az utóbbi 113 százalékkal nőtt).

A 2003 májusában elvégzett kérdőíves felmérésből származó, aggregált információk szerint 2002 egészére az *FX-swap ügyletek* forgalma elérte a fedezetlen bankközi ügyletek kétszeresét. Ez kissé alulmúlja a teljes bankrendszer adatán alapuló becslést, aminek az lehet az oka, hogy a rendszeres adatszolgáltatásból származó 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).

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



Az **állományok** alapján még inkább egyértelmű az FX-swap vezető szerepe. A forgalmi adatokból becsült állományoknál 89 százalék a swap, 8 százalék a fedezetlen és 3 százalék a repó 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 szinten maradtak. A leghosszabb lejáratú szegmensben enyhe emelkedés volt megfigyelhető (3. táblázat).

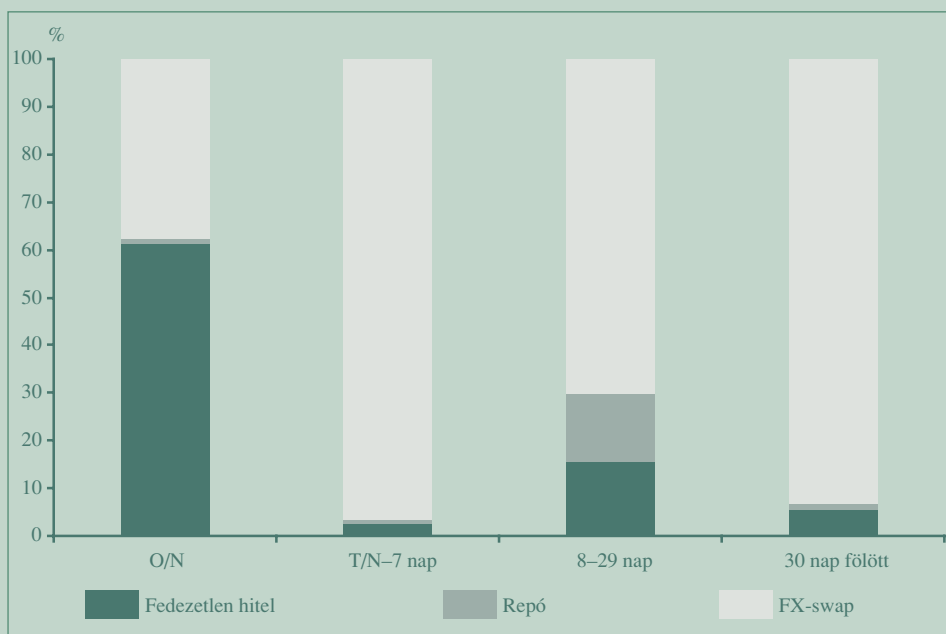
⁵ A fedezetlen ügyleteknél csak a belföldi bankok egymás közötti ügyleteit vettük figyelembe.

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 is több mint egyharmados részesedéssel bír. A hosszabb lejáratokon az *FX-swapok* erőteljesen háttérbe szorítják a másik két típust. A *repók* részesedése egy futamidőn sem domináns, egyedül az egy héten túli, de hónapon belüli lejáratú tranzakciónál érik el a fedezetlen hitel arányát (5. ábra).

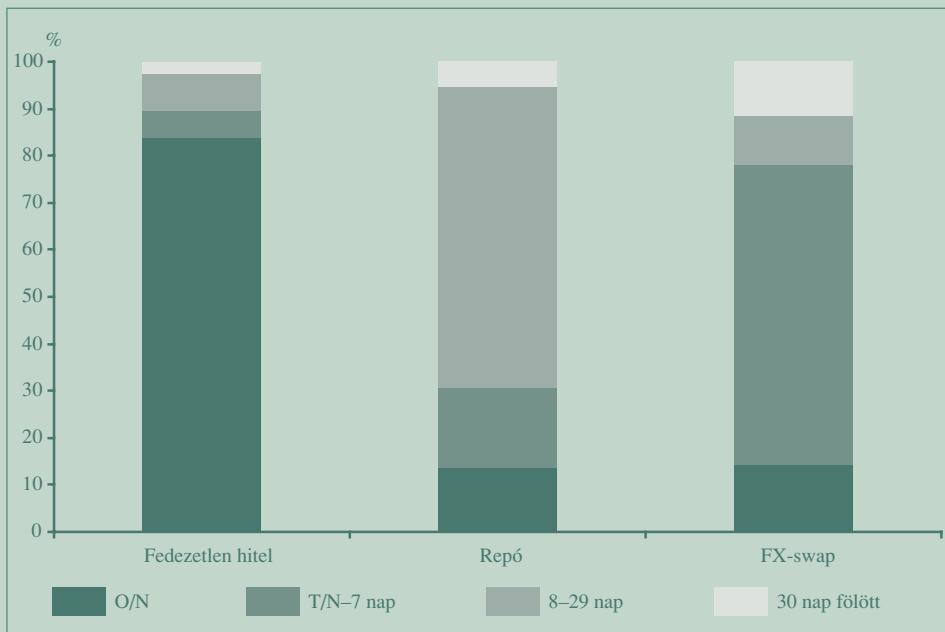
5. ábra A forint pénzügyi ügyletek megoszlása lejáratok szerint (2002. II. félév)



A fedezetlen ügyleteken belül az O/N futamidő adja a forgalom 84 százalékát, az egy hónapon túliak pedig elenyészők. (Ezen a szegmensen, a jegybanki irányadó betét kéthetes lejáratára miatt az O/N-nál hosszabb, de két héten belüli ügyletek

szerepe a fontos, arányuk nem egész 15 százalékos.) A swap- és a repópiac nagyon hasonló lejárat szerkezetet 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 lejáratúak aránya a swapnál magasabb (6. ábra).

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



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

⁶ A $\pm 1\%$ -os folyosó csak a 2003. január közepi eseményeket követő nagymértékű likviditásbővülés visszazorításáig változott ideiglenesen $\pm 3\%$ -ra, február végén visszaállt a korábbi szűkebb folyosó.

A szűkítés hatására a bankok átmenetileg ugyan többször helyeztek el a jegybanknál egynapos betétet, de 2003 tavaszától már megközelítőleg ugyanannyiszor, mint a szélesebb kamatfolyosó fennállásakor. Ha a három leggyakoribb betételhelyező bankot nem számítjuk, akkor a ± 2 százalékpontos kamatfolyosó időszakában a munkanapok 31 százalékában fordultak a jegybankhoz a bankok, 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 igénybe vett napok aránya csupán 2003-ban csökkent kisebb mértékben. Az átlagos betétnagyság az összes bankot nézve a korábbi összeg kétszeresére-háromszorosára emelkedett (4. táblázat).⁷

4. táblázat Jegybanki eszközök igénybevételének gyakorisága és nagysága

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

Megjegyzés: Zárójelben a három leggyakoribb O/N betételhelyező intézmény nélkül számolt értékek szerepelnek.

A hitelfelvételi napok gyakorisága duplájára nőtt, az igénybevételkor lehívott összeg nagysága ugyanakkor harmadára-negyedére csökkent. Mindez azt jelenti, hogy a

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

bankok már kevésbé óvatosan kezelték a likviditási helyzetüket. Néhány alkalommal (leginkább a kamatfolyosó-szűkítés után) 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.

A bankközi piacon a szélesebb kamatfolyosó mellett leggyakrabban az irányadó kamatláb közelében mozogtak a bankközi kamatok, a szűkebb kamatfolyosónál viszont a rendelkezésre álló mozgástér egészét kihasználva ingadoztak. A szűkítést követően a bankközi kamatok a jegybanki hitel kamatlábat néhány esetben 50 bázisponttal is meghaladták, míg korábban csak ritkán és mindössze néhány bázisponttal lépték át a folyosó tetejét (7. ábra). (Likviditáshiányos környezetben a jegybanki fedezett hitel kamatlábat meghaladó bankközi piaci kamatok azért fordulhatnak elő, mert a bankok a bankközi piacon fedezet nélkül köthetnek üzleteket, igaz, ezt magasabb kamat kompenzálja.) 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

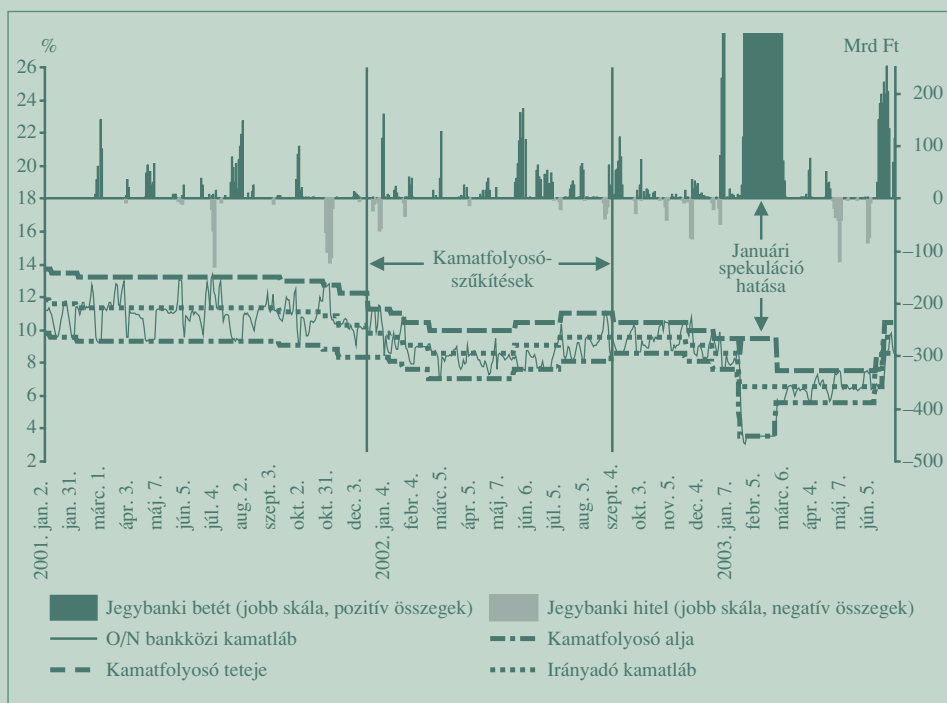
	Abszolút szórás	Relatív szórás
±2%-os kamatfolyosó, 2001. jún.–2001. dec.	0,95%	0,45%
±1,5%-os kamatfolyosó, 2001. dec.–2002. aug.	0,90%	0,48%
±1%-os kamatfolyosó I., 2002. szept.–2002. dec.	0,73%	0,69%
±1%-os kamatfolyosó II., 2003. márc.–2003. jún.	0,84%	0,57%

A jegybanki egynapos rendelkezésre állás részben kiszoríthatja a bankközi ügyleteket, amennyiben a jegybankkal kötött ügyletek egyszerűbbek és alacsony hozamvesztéssel járnak. Az O/N futamidejű betételhelyezés intenzitását jól jellemzi, hogy 2002-ben a napi átlagos jegybanki betételhelyezés elérte a bankközi kihelyezések 30

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

százalékát. A képet árnyalja, hogy a bankközi tranzakciók közül csak a belföldi bankok egymás közötti ügyleteiről rendelkezünk információkkal. A devizaliberalizáció után megnőtt a külföldi szereplőkkel kötött fedezetlen ügyletek forgalma, ami csökkenti az MNB-vel kötött ügyletek arányát. 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 A 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 többi tranzakció nagyjából egyenlő arányban oszlik meg a belföldi egyéb pénzügyi közvetítők, a nem pénzügyi vállalatok és a külföld között. A *repóügyletek* 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 *swapügyletek* döntő többségét viszont (2002-ben 88 százalékát) külföldi partnerekkel kötik.

Koncentráció tekintetében a hazai bankközi piacot jellemezhetjük egyrészt a három piac, másrészt a jegybanki eszközök, illetve források igénybevételének koncentrált-ságával is, mivel ez utóbbi jól tükrözi az egyes szereplők likviditási feleslegének vagy hiányának tartósságát. A mutatószámok alapján megállapíthatjuk, hogy a *jegybanki O/N futamidejű eszköz és forrás* igénybevétele jóval koncentráltabb, mint a *bankközi fedezetlen ügyleteké* (6. táblázat). A tíz legnagyobb intézmény részese-dése rendre meghaladja az európaiac értékeit, ami a magyar piac magasabb kon-centrációját jelzi. A betételhelyezés mind a jegybanknál, mind a többi banknál a hitelfelvételnél kiegyensúlyozottabb. Míg az elhelyezői oldalon számos szereplő található, addig a hitelfelvevői kört csak néhány nagy szereplő alkotja. Ez éppen el-ellentés az eurózóna tapasztalatával, ahol a betételhelyezés szereplői koncentráltab-bak. Erre magyarázattal szolgálhat, hogy a magyar piacon a bankok strukturális likviditási pozíciója (többlete) ellentés az eurózónai bankrendszerével (hiányá-val). Ebből származik, hogy a magyar bankok inkább a betételhelyezői oldalon ver-sengenek erősebben egymással. Az eurózóna-csatlakozáshoz közeledve a bankrend-szerbeli likviditási hiány kialakulása várhatóan megváltoztatja a magyar piacot is, és kisebbségbe kerülnek a fölös forrással rendelkező bankok. Emiatt várhatóan a betételhelyezésnél növekszik a koncentráció.

A *swappiac* értékei szintén magasnak tekinthetők, bár nagyságrendileg nem térnek el lényegesen az eurózónabeli adattól. A *repóügyletek* esetén szélsőségesen kon-centrált piacot találtunk, az 5 legnagyobb szereplő kötötte lényegében az összes ügyletet. Ennek oka a repó iránti általános piaci érdektelenség, amelynek indokait a repópiacról szóló részben elemezzük.

A szereplők száma nagyrészt megmagyarázza az európiacoknál magasabb értéke-ket, hiszen jóval kevesebb bank vesz részt az egyes eszközök-források piacán, emi-att könnyebb nagyobb piaci részesedést kihasítani. Abból viszont, hogy a bankkö-zi betét esetében a szereplők számában meglévő hasonló eltérés mellett lényegesen kisebb a koncentráció különbsége, arra következtethetünk, hogy a koncentrált-ság nem egyedül a piac kis méretéből adódik.

A szereplők megoszlása mind a jegybanki eszközök, mind a bankközi fedezetlen ügyletek esetében hasonló abból a szempontból, hogy a bankok fele mind hitelfel-

6. táblázat Koncentráció 2002 második félévében a hazai pénzpiacon

	Jegybanki			Fedezetlen		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 repóügyletek koncentrációs értékét banki szintű forgalmi adatok hiányában a bankok által napi rendszerességgel jelentett penziós ügyletek állományából számítottuk.

vevői, mind pedig hitelnyújtói oldalon szerepel. Másik 50 százalékuk viszont csak az ügyletek egyik oldalán jelenik meg általában. A tíz legjelentősebb jegybanki betételhelyező bankból nyolc egyben a bankközi piacon is a legnagyobb hitelnyújtó volt. A jegybanki és bankközi hitelfelvétel esetén tízből hét ez az arány.

A **bid-ask spread** jó mutatója lehet annak, hogy a piac milyennek ítéli az adott szegmens likviditását. A kérdőíves felmérés alapján a *fedezetlen ügyletek* esetén a lejáratnál párhuzamosan a különbözetek kismértékű növekedése figyelhető meg. Az O/N ügyletek 20 bázispont körüli különbözete az egy hónapnál hosszabb lejáratnál már 30 bázispont fölött van. A *repóügyleteknél* a különbözetek átlagosan magasabbak és jóval nagyobb szórást mutatnak: 20 bázisponttól egészen a 100 bázispont fölötti értékeket is alkalmaznak a bankok. A fedezetlen ügyletekkel ellentétben a különbözet nem nő a lejáratú idővel párhuzamosan. A *swapok* esetén pedig a hosszabb lejáratúhoz néhány bázisponttal alacsonyabb spread tartozik. A három termék közül a különbözetek alapján a swappiac tűnik a leginkább likvidnek és alacsony kockázatúnak, itt 20 bázispont alatti értékek szerepelnek. Ezt követi a fedezetlen bank-

közi ügylet és végül a repóügylet. Mindez megerősíti azt, hogy a repópiac egyelőre messze nem éri el a másik két piac fejlettségét.

Az egyes ügyletek választásánál elméletileg fontos szerepet játszhat a **partnerlimitek** kihasználtsága. A felállított limitek az intézmények saját döntésén, illetve a kötelező felügyeleti előírásokon alapulnak. A felmérésünkben szereplő bankok mindegyike alkalmaz limiteket a szóban forgó ügyletekre. Az egyes ügyletek beszámítása a limitbe bankonként eltérő: a *repónál* 1–10 százalék, a *swapnál* 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 oka a repóügyletek későbbiekben ismertetett hátránya (pl. értékpapírhiány, felügyeleti díj, érdektelenség). A limit kimerülésekor előfordul, hogy a még limittel rendelkező harmadik félen keresztül sikerül lebonyolítani az eredeti ügyletet (switch).

3. 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 felmérést.¹⁰

3.1 Partnerkör

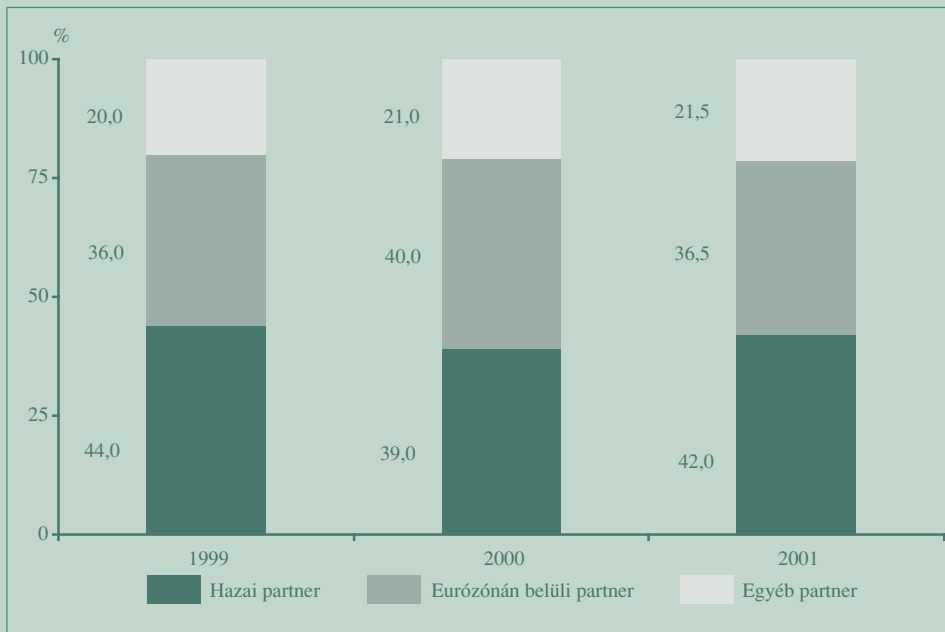
Az eurózónában az állományi adatok alapján a repóügyletek fele országon kívüli partnerrel kötött (ez egyenlő arányban oszlott meg az eurózónán belüli és kívüli partnerek között), 40-50 százaléka belföldiekkel, a maradék pedig anonim ügyfelekkel (automatikus kereskedési rendszereken keresztül). Ez a korábbi 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 volt euró, a többi pénznem közül a font és a dollár volt még jelentős.

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 jelentős túlsúlyban az országon belüli tranzakciók (7. táblázat). A határon átnyúló ügyletek átlagosan 60 százalékát a bankok egyesült királyságbeli székhelyű partnerrel kötötték. Ez az érték magasnak tűnhet, ugyanakkor azt jelzi, hogy az eurózónában jelentősen megnőtt a zónán belüli tranzakciók aránya, hiszen néhány évvel korábban még jóval magasabb lett volna a londoni partnerekkel kötött ügyletek aránya. A belföldi ügyleteknél a német, a francia, az olasz és a spanyol bankok a forgalmuk 15-20 százalékát nem banki ügyfelekkel (alapok, vállalatok stb.) bonyolítják le. A Benelux államokbeli és az angol bankoknál ez kevésbé jellemző, viszont

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



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

	Benelux	Németo.	Franciao.	Olaszo.	E. Királyság	Spanyolo.
Határon átnyúló	78	72	60	52	55	15
Hazai	22	28	40	48	45	85

Forrás: Ciampolini-Rohde (2000)

az angol bankok a határon átnyúló tranzakciónál, a többi országgal ellentétben, viszonylag magas, több mint 25 százalékos arányban repóznak nem banki partnerekkel.

3.2 Lejárat

A repópiacra 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 további

részt. A 2000 és 2002 közötti időszakban az egy héten belüli lejáráttal szemben fokozatosan növekedett az egy hónapnál rövidebb futamidejű ügyletek részesedése. A forgalmi adatok alapján még koncentráltabb a lejárat megoszlása, az egy hónapon belüli lejáratra összpontosul 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, míg a németeknél 73 százalék. Jelentős eltérés mutatkozik a lejáratban aszerint, 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 belföldiek.

3.3 Fedezetek, ügyletméret

A **fedezetek** között a német, az olasz, a brit, a francia, a spanyol és a belga értékpapírok szerepeltek leggyakrabban. Az összes fedezet közül mintegy 75 százalékot az eurózónában bocsátottak ki. A fedezetek különbözősége mutatja, hogy az elemzett európai országok repópiaca még nem egységes, inkább a nemzeti piacok szerinti megoszlás a jellemző. Van, ahol az általános fedezetű (GC, general collateral) repókkal folyik aktív kereskedés (legkedveltebb a belga és az olasz piacon), míg más nemzeti piacokon (például Németországban) a speciális fedezetű (special repo, értékpapír-indíttatású) ügyletek adják a többséget. A speciális fedezetű repók esetén nem a betét-hitel ügylet, hanem az értékpapír tulajdonságai a dominánsak. Az átlagos **ügylet mérete** eltér a kétféle repónál. Míg az általános fedezetűnél az átlagos kötés 100 millió eurós, addig a speciális fedezetűnél ez az érték mindössze 20-50 millió euró. A piacokon fedettként az adott nemzeti piac papírjai uralkodnak, az ügyletek mintegy 60-70 százalékban ezeket használják. A fedezetek 90 százalékát az állampapírok adják, bár Németországban a jelzáloglevelekkel végzett repóforgalom (Pfandbrief repo) 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 dolgoznak (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 (ezek aránya 50-60 százalék a belföldi és 15-20 százalék a határon átnyúló ügyleteknél). A szigetországi bankok pedig döntően 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.

3.4 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, mivel ezeken a 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 fennmaradó részt a klasszikus repó teszi ki, az értékpapír-kölcsönzés aránya elenyésző. A többi országban a klasszikus repó adja 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, ez elsősorban a francia piacon terjedt el. A fennmaradó 10 százalékot az ún. nyitott kamatozású repók adták.

4. A magyar repópiac alakulása és összevetése az európai repópiacokkal

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

A repó elterjedését korábban jogi problémák is gátolták. Ezek egy részét azonban a tőkepiaci törvény megoldotta. A jogszabály meghatározta 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 gyakorlatban viszont nehéz az ügyfeleket meggyőzni a nettósítási megállapodások előnyeiről, ezért azok megkötése nem általános. A hitelező számára minimális kockázatot jelent továbbá, hogy egyelőre a gyakorlatban nettósítási megállapodás jogi érvényesítésére még nem került sor.

A repóügyletek elterjedését nehezíti a hozzájuk kapcsolódó magasabb tranzakciós költség, amit részben egy általánosan is elfogadott szerződés minta (pl. GMRA) hiánya okoz. A szerződő feleknek így kétoldalú megállapodásokban kell előírniuk a jogi feltételeket (pl. a nettósítási megállapodást).

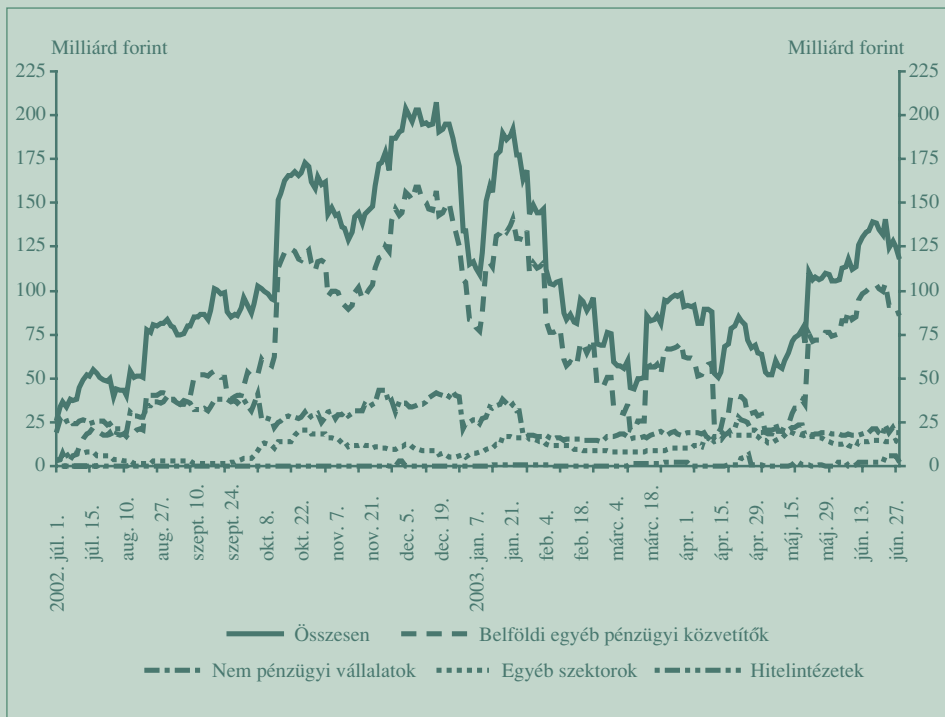
A kérdőívre adott válaszok alapján a bankok a hazai repópiac fejlődését hátráltató tényezőnek tartják a 2002-től érvényes új felügyeleti díjat. Ez futamidőtől független (az eladási ügylet értékének 0,04 ezreléke), és a korábbi szabályozással szemben nem maximálja az egy vállalkozás által évente fizetett 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 jelentősen megemeli a vállalati és egyéb ügyfelekkel (beleértve az ebbe a két csoportba tartozó külföldieket is) kötött rövid lejáratú repóügyletek költségét. (A 0,04 ezrelékes felügyeleti díj egynapos repó esetén mintegy 150, egyhetes ügylet esetén 20, egy hónapos repó esetén pedig 5 bázispontnak

megfelelő, éves szintre vetített kamatköltséget jelent az értékpapír eladójának.) Szentén nehéz a piaci szereplők szerint eldönteni, hogy mi számít likviditáskezelési ügyletnek (a repóügyletek egyik gyakori célja a rövid értékpapír-pozíció fedezése, ami nagy valószínűséggel nem esik a díjmentes kategóriába). Az új szabály tehát a rövid lejáratú repóügyletek egy részének éves szintre számított költségét olyan mértékben növeli, hogy már nem versenyképes a többi pénzügyi ügylettel.

4.1 Partnerkör

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

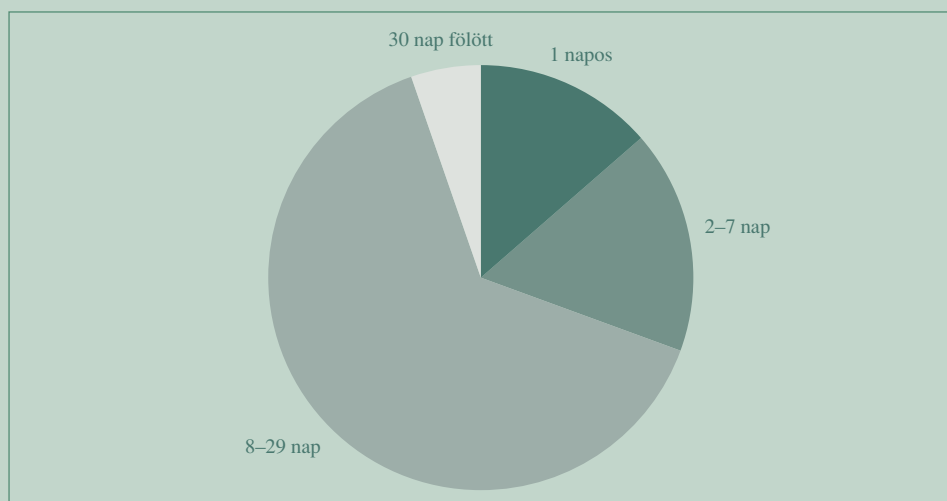
9. ábra A bankok forrásai közötti repóállomány alakulása



4.2 Lejárat

A kérdőíves felmérés megmutatta, hogy a bankok a 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 eszkozoldalinak. A lejáratokból az egynapos, valamint az egy és két héten belüli futamidők nagyjából egyenlő arányban részesültek, az ügyletek legnagyobb hányada viszont két hét és egy hónap közötti lejáratral köttetett. Az egy hónapon túli ügyletek mindössze 5 százalékos súlyt képviselnek (10. ábra).

10. ábra A repóforgalom lejárat szerinti megoszlása



4.3 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 repóügyletekben. A vállalati kötvények tartását és repózási célú felhasználását nehezíti, hogy a hazai kötvényekre a bankok nem rendelkeznek kibocsátói limittel. Ennek jellemző oka, hogy ezek az ügyfelek egyben hitelfelvevők is, és hiteleikkel már kimerítik a nagykockázat-vállalási korlátot. Az értékpapír-kölcsönzés várható felfutásával az eddig jellemző általános fedezet mellett az értékpapír-indíttatású (speciális fedezetű) ügyletek is megjelenhetnek.

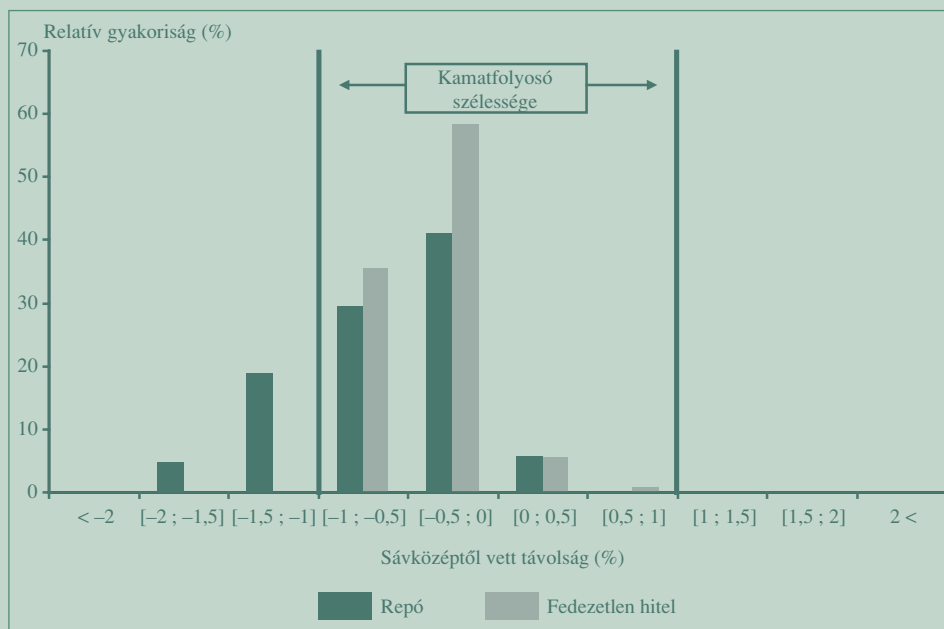
Az átlagos **ügylet mérete** 800 millió forint körüli, amely nagyjából 3-3,5 millió eurónak felel meg, tehát lényegesen alacsonyabb az eurózónában szokásos ügyletnagyságnál. Ez a szereplők méretével és a piaci szegmens fejletlenségével magyarázható.

4.4 Repótípusok

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

A repópiac fejlettségét szemléltethetjük a **repókamatok** eloszlásával is (11. ábra).

11. ábra Az O/N repó- és az O/N fedezetlen hitelügyletek kamatainak eltérése a jegybanki kamatfolyosó közepétől



Az ábrán együtt ábrázoltuk a bankközi O/N hitelek és az O/N repóügyletek kamatainak eloszlását.¹¹ A bankközi hiteleknek a sávszélek tényleges határt szabnak, míg ez nem áll fenn a repóügyletek esetében. Ez arra is utalhat, hogy a repók kö-

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

zött számos olyan ügylet van, amelyeknél az árazás nem piaci alapon zajlik. 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.

4.5 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. A magyar bankok mérlegében nagy volumenben szereplő konszolidációs kötvényeket az ügyfelek a likvid piac hiánya miatt repóügylet keretében csak nagyon korlátozottan fogadják el. A változó kamatozású állampapírok is jelentős arányt képviselnek az összes állampapír-állományon belül, de ezek kevésbé használhatók a klasszikus repóügyletekben.

Úgyancsak hátráltatja a repópiac felfutását, hogy a külföldi kézben levő tekintélyes állampapír-állomány túlnyomó többségét „buy and hold” típusú befektetők tartják, akik nem vesznek részt értékpapírcsere-ügyletekben.

Mivel a bankok általános likviditásfeleslege fokozatosan csökken – közeledve az aktív oldali szabályozáshoz –, tovább fokozódhat az igény a repópiac erősítése iránt. A fejletlenségből adódóan a repópiacon szélesek a különbözetek, továbbá 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. A bankok jelenleg jellemzően a saját maguk által kidolgozott szerződéseket használják az ügyleteknél, inkább csak a jelentősebb, külföldi ügyféllel kötött üzletnél alkalmaznak nemzetközi szerződésmintát (pl. GMRA).

Az Államadósság-kezelő Központ (ÁKK) az államháztartási törvény 2003 júliusában életbe lépő módosításával jogosulttá vált másodpiaci ügyletek végzésére, így repók és értékpapír-kölcsönzési megállapodások kötésére. Az ÁKK várhatóan az elsődleges forgalmazókkal közvetlenül fog repóügyleteket és keretszerződést kötni,

amely a hazai piacon megoldhatja a szerződés minta hiányának problémáját. Ugyanakkor a forintalapú, határon átnyúló repóügyletek esetén továbbra is fennmarad az egységes szerződés minta iránti igény. Az ÁKK repóügyletei mellett, hogy előmozdíthatják az értékpapírpiac fejlődését, alkalmasak lesznek 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 áll majd kapcsolatban a piaci szereplőkkel, csak a KELER Rt.-vel. Az értékpapír-kölcsönzés a rövid távú elszámolási problémák áthidalásával szintén hozzájárulhat az értékpapírpiac 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 különbözettel fogják jegyezni a kevésbé likvid papírokat is.

4.6 Repópiacok ország szerinti sajátosságai

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

A magyar repópiac a legtöbb ismérv szerint a dél-európai modellhez hasonlít. Alacsony a határon átnyúló és magas a rövid lejáratú ügyletek aránya. Jellemzően ál-

talános fedezetet fogadnak el, amely többségében hazai állampapír. Egyedül a repótípusok alapján áll inkább a Benelux államokhoz közel.

8. táblázat Az egyes európai országok repópiacának főbb jellemzői

	Német-ország	Benelux államok	Francia-ország	Nagy-Britannia	Olasz-ország	Spanyol-ország	Magyar-ország
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. – jel- záloglev.	Ált., H és K Áp.	Ált., H és K Áp.	Ált. K Áp.	Ált., H Áp.	Ált., H Áp.	Ált. H Áp.
Típusmegoszlás							
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 nemfizetés esetén a fedezetek elvonhatósága), a nettózási szabályok eltérése, az elszámolási rendszerek sokfélesége és a repóügyletekhez kapcsolódó sajátos adóelőírások.

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 repóügyletek kamatadó alóli időleges mentessége volt, hiszen ennek megszűntekor jelentősen visszaesett a forgalom.

5. Euró FX-swap piac

Az euró FX-swap piac az összes euró swappiac legnagyobb szegmensét adta még 2001-ben is.¹² Az azonnali – spot – piac mérséklődése miatt a 2000-es év forgalom-bővülését 2001-ben már az FX-swap ügyletek 8 százalékos visszaesése követte. Emiatt a többi swapderivatívval – különösen az OIS-üggyellett (egynapos kamatra vonatkozó kamatswap ügylet) – szembeni előnye erősen csökkent. Az OIS-ok közül az EONIA-swap a legelterjedtebb az eurózónában. A hagyományos kamatswapoktól abban tér el, hogy változó kamatú oldala naponta módosul, viszont jellemzően csak lejáratkor, kamatos kamattal történik az elszámolás. Felhasználásával könnyen lehet az EKB kamatdöntéseire spekulálni vagy fedezeti pozíciókat létesíteni. Az EONIA-swap képes arra, hogy a különböző kamattermék és deviza-termék-piacokat összekapcsolja, itt tudnak megütközni legegyszerűbben az árfolyam- és kamatvárakozások. Az eurózóna-csatlakozásunkat 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 azonnaliak aránya egyharmadra csökkent. Az euró-devizapiacon 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 „swapolt” deviza harmadannyi tranzakcióval. Ezeket a jen és a font követi, 20, illetve 15 százalékkal. Az euró swapügyletek 90 százalékát dollárral szemben kötik, a maradék forgalmat lényegében a fonttal és a jennel szembeni swapok teszik ki.

¹² Az EKB (2002a) a következő ügyleteket érti swappiac alatt: IRS (kamatswap), 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 FX-swap ügyletek között az **egy hónapon belüliek** teszik ki a döntő többséget (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 belüliek adják az összes tranzakció két-harmadát. Az egy hétnél hosszabb lejáratú ügyletek esetén tud a dollárral szemben a font 10 százalék körüli részesedést kiszakítani az euró swappiacból.

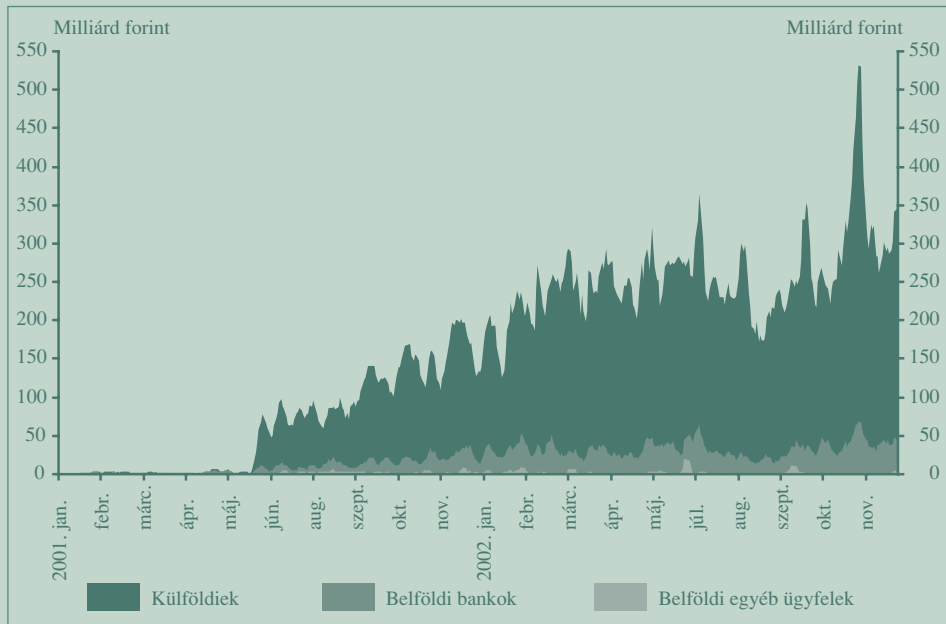
Az FX-swap ügyletek **földrajzi megoszlásában** sincs lényeges eltérés a devizák között. A határon átnyúló, eurórészvételű swapok kétharmados aránya csak árnyalatnyival nagyobb, mint a többi főbb devizában kötött swap esetén. A **partnerek** közül a bankok és értékpapírcégek a legfontosabbak, őket pedig 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 euróügyletek leggyakrabban Nagy-Britanniában kötöttek (34 százalék), amit az Egyesült Államok piaci (16 százalék) és a német piac követ (9 százalék). Ez, illetve Nagy-Britanniának a dolláralapú devizaügyleteken 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 szereplők hatékony piacnak tekintik.

6. Hazai FX-swap piac

A repópiac fejletlensége mellett 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 dolláralapon 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 dollárügyletek napi átlagos forgalma adta az összes ügylet több mint 90 százalékát (2002-ben 93 százalékát), a maradékot pedig az euróügyletek jelentették, ami megfelel az euró swappiacnál tapasztaltaknak. A többi devizában kötött ügyletek elhanyagolhatók.

A swapügylet a külföldi ügyfelek számára azért is vonzóbb, mert a hazai bankok így szerzett forrása nem tartalékköteles, emiatt kedvezőbb hozam érhető el, mint a hagyományos fedezetlen bankközi ügyletekkel. A külföldi anyabankkal rendelkező hazai bankok számára a swapügylet további előnye, hogy a repóhoz szükséges ér-

tékpapírnál jóval egyszerűbben tudnak devizához jutni, így annak fedezete mellett könnyebben vonhatnak be forrást.

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 korábban (T+1-dik napon) azt a swapügyletüket, 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 pénzáramlás nélkül akar hosszú forintpozíciót kialakítani, akkor a 2. napon (T+1) megköt egy T/N swapügyletet, amelyből egy nap múlva (T+2) kapná a devizát és adná a forintot. Ezzel semlegesítette a T+2-dik napi pozícióját, tehát nem lesz szükség pénzmozgásra. Amennyiben hosszabb ideig fent akarja tartani a forint hosszú pozícióját, akkor akár mindennap újrakötheti 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 swappiac a fedezetlen bankközi piacnál és a repópiacnál is lényegesen likvidebb, a bid-ask spread alacsonyabb. Az üzletkötés a repó- és a fedezetlen ügyleteknél sokkal egyszerűbb, lényegében automatizált. 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 pénzeszközait. 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 megoldás.

dást nyújt, amennyiben a külföldi adja el a forintot, és veszi a devizát a swapügylet spotlábán. 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 swapügylet azonnali lábán, a határidős lábbon pedig visszavették (ezzel összességében már határidős forintpozíciót vettek föl, lásd a következő stratégiát).¹⁵

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

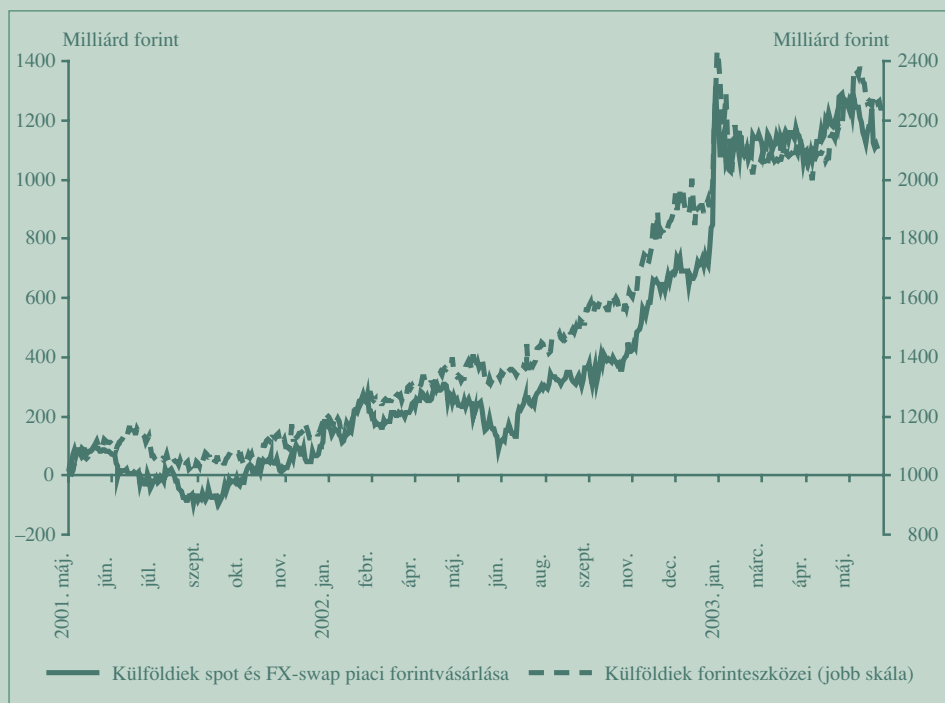
Szintetikus határidős pozíció spekulatív vagy fedezeti céllal

Amennyiben a befektető összekapcsol egy azonnali és egy swapügyletet, akkor egy szintetikus határidős pozíciót állíthat elő. Ez azért lehet előnyösebb az egyszerű 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 érzékeli, hogy a megnövekedett árfolyam-volatilitás 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 forintpozíciójukat (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.

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

13. ábra A külföldiek forintszközei és devizaeladásból származó forrásai (2001. májustól kumulálva)



Árfolyamkockázat nélküli állampapír-vásárlás

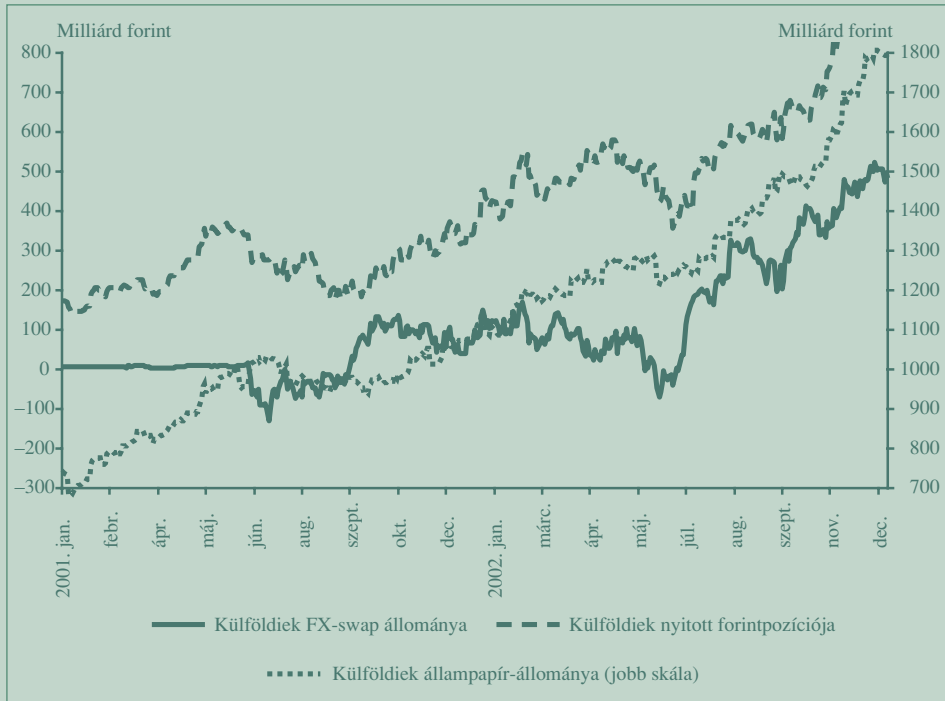
A külföldi befektető FX-swapokon keresztül forintforráshoz juthat, amiből állampapír-vásárlást finanszírozhat. A jellemzően rövid futamidejű swapok után a befektető forintkamatot fizet, így a teljes ügyleten akkor nyerhet, ha a hosszú forinthozamok csökkennek. Ennek a befektetési stratégiának a célja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

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

Rövid távú kamatspekuláció

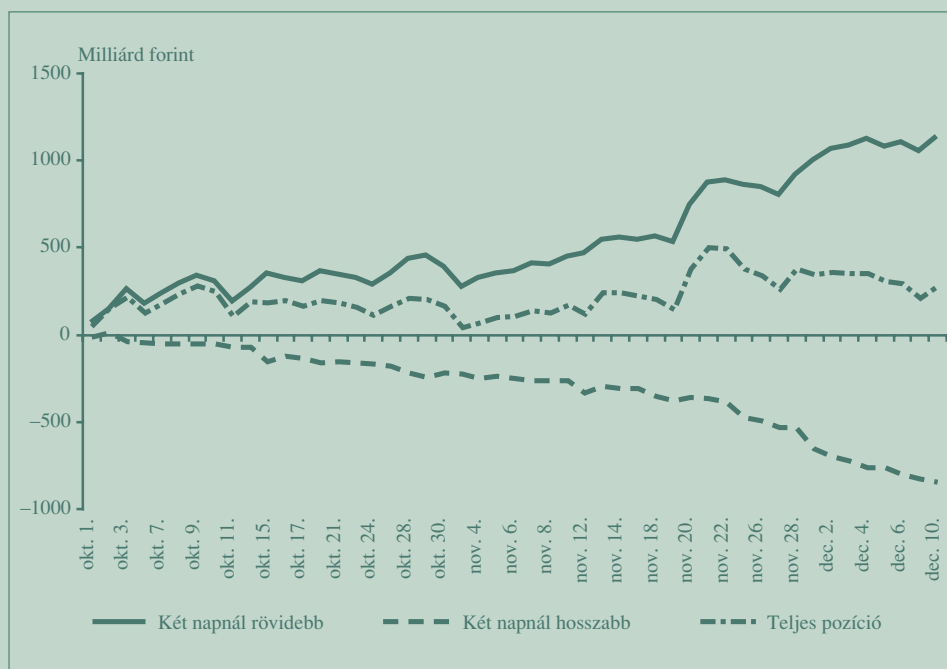
FX-swap ügyletek kombinációjából össze lehet állítani rövid távú kamatspekulációra alkalmas pozíciót is. A stratégia lényege jegybanki kamatláb-csökkenési várakozások esetén egy olyan rövid lejáratú FX-swap kötése, amelynek

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



spotlában devizát cserélnek forintra, a terminlábon pedig visszacserélik azt; illetve egy hosszabb lejáratú ezzel ellentétes swappozíció felvétele. A befektetők a rövid lejáratú FX-swap pozíción, amit folyamatosan megújítva görgetnek, változó kamatot fizetnek, a hosszú lejáratú swapon pedig fix kamatot kapnak. Az euróövezetben 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 swapügyletekkel tudják céljukat legegyszerűbben elérni. A külföldiek rövid lejáratú nettó FX-swap állományának erőteljes növekedése és a hosszú lejáratú nettó swapállomány csökkenése fokozódó kamatsökkentési várakozásokat jelezhet. Ez megfigyelhető volt 2002 végén (15. ábra).

15. ábra A külföldiek nettó swapállományának lejárat szerinti alakulása 2002 végén



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. A swapokat swappontokban jegyzik, ami a két hitelre fizetett kamat különbözetéből és a spreadből adódik össze, két tizedesjegyre kerekítve. A hitelügyletek bid-offer spread-jeiből az alábbi képletek segítségével megkaphatjuk a swappiaci árjegyző által alkalmazandó bid és offer swappontokat:

$$\text{bid swappontok} = \left(\text{spotárfolyam} \frac{1 + \frac{(\text{betéti kamat a spoton vásárolt devizában} \times \text{napok száma})}{360}}{1 + \frac{(\text{hitelfelvételi kamat a spoton eladott devizában} \times \text{napok száma})}{360}} - \text{spotárfolyam} \right) 100$$

$$\text{offer swappontok} = \left(\text{spotárfolyam} \frac{1 + \frac{(\text{hitelfelvételi kamat a spoton eladott devizában} \times \text{napok száma})}{360}}{1 + \frac{(\text{betéti kamat a spoton vásárolt devizában} \times \text{napok száma})}{360}} - \text{spotárfolyam} \right) 100$$

A swapügylet határidős lábánál alkalmazott árfolyam a spotárfolyam 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 spotárfolyam 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

$$\text{bid swappontok} = \left(230 \frac{1 + \frac{(0,0925 \times 60)}{360}}{1 + \frac{(0,0125 \times 60)}{360}} - 230 \right) 100 = 306$$

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

$$\text{offer swappontok} = \left(230 \frac{1 + \frac{(0,0925 \times 60)}{360}}{1 + \frac{(0,01 \times 60)}{360}} - 230 \right) 100 = 325$$

A bid és az offer swappontok tehát 306 és 325. Az ezekhez tartozó határidős árfolyamok pedig 233,06 és 233,25. Mivel a számításnál fedezetlen hitelkamatokat vettünk figyelembe, így a tényleges spread a számítottnál kisebb.

7. Az eurócsatlakozás hatása a hazai pénzpiacra

Az euróövezethez való csatlakozás várhatóan jelentős hatással lesz a magyar pénzpiac valamennyi szegmensére. A legközvetlenebb hatást a swappiacra gyakorolhatja, mivel a forint megszűnésével a forgalom jelentősen csökkenhet. A swapügyletek jelentős része forint/dollár ügylet, ami a csatlakozás után euró/dollár ügyletté alakulhat át. Valószínűsíthető, hogy ezeket az ügyleteket a befektetők már nem a magyar bankokkal fogják kötni, hanem valamelyik pénzügyi központban. A konvergenciafolyamat befejeződésével a kamatspekuláció intenzitása is csökkenni fog, s 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 fedezett hitel nyújtására is ezt vegyék igénybe. Ez közvetett módon elősegítheti a repópiac fejlődését.

Hasonló folyamatok zajlottak le az euróövezet tagállamaiban is. A tapasztalatok 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-jei bevezetése a portugál piacon jelentős változásokat okozott.

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

	1997. ápr.	1998. ápr.	1999. ápr.	2000. ápr.	2001. ápr.	2002. ápr.
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 konvergenciaspekulációval 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 esik vissza a legnagyobb mértékben. A csatlakozás időpontjában optimális lenne, ha meglennének a feltételei az eurórégióban nagyobb jelentőséggel bíró piaci szegmensek (elsősorban a repópiac) felfutásának. A piac fejlődése természetesen elsősorban a piaci szereplők aktivitásán múlik, a jegybanknak főként 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, September 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

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 állampapír-fedezet biztosítása?

Választ adó bankok száma: 11

Egyáltalán nem	8
Ritkán	2
Többször előfordult	1
Gyakran	

- 2) Milyen volt a forintban kötött bankközi ügyletek százalékos 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

	Forrásgyűjtés	Kihelyezés
Számtani átlag	1,0	0,2

- 4) Kérjük, adja meg, hogy mekkora volt a különböző futamidejű repóügyleteik (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
Megosztás	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! (bázispont)

	O/N	1-7 nap	1-2 hét	2 hét-1 hónap	1-6 hónap
Fedezetlen ügyletek Válaszoló bankok: 10 Számítási átlag	21,4	23,1	24,8	26,3	31,4
Repó Válaszoló bankok: 5 Számítási 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 Válaszoló bankok: 10 Számítási 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 százalékát 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 százalékát kötötték 2002-ben az egyes ügyféltípusokkal?

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	Repóforgalommal 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) Hitelintézete 2002-ben milyen százalékos megoszlásban kötött a felsorolásban szereplő repótípusú ügyleteket?

Választ adó bankok száma: 8

		Számtani átlag	A 4 legnagyobb repózó átlaga	Repóforgalommal súlyozott átlag
Klasszikus repó	Szállítási	33%	58%	53%
	Óvadéki	39%	36%	40%
Ép. kölcsönzés	Ép. kölcsönvét	13%	7%	1%
	Ép. kölcsönad	4%	6%	0%
Eladási/visszavásárlási (B/S) ügylet		15%	3%	6%

9) Kérjük, válaszoljon röviden az alábbi kérdésekre!

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

Választ adó bankok száma: 9

Saját	7
GMRA	3
Keler repófacilitás	1

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

Választ adó bankok száma: 11

Szükséges?		11
Akadályok:	Piac mérete, illikvid, széles spread	4
	Likviditásfelesleg	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 4	nem 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 százalékának megfelelő ügylet hiúsul meg emiatt? Az ilyen esetekben mi az akadály a fedezett ügyletek megkötésének?

Választ adó bankok száma: 11

Akadály fedezetlen	igen 10	Nem 1
Meghiúsuló ügylet	számtani átlag:	16,4%

Fedezett ügyletek akadálya:	Banki limit	3
	Repólimit hiánya	1
	Értékpapírhány	2
	Pénzforgalom nehezítése	1
	PSZÁF-díj	1
	Inkább switch	1
	A forward és a fix desk nincs összekapcsolva, 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
Brókerek	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	Bróker	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
Depolimiték	2
Tartalékkötelezettség (FX-swap olcsóbb)	2
Külföldiek elzártsága az MNB-től	1

Nyomdai előkészítés:
ICONOS Reklámügynökség
1022 Budapest, Bogár u. 29.