

Farkas Richárd, Mosolygó Zsuzsa, Páles Judit:

A kamatswap-piac hazai perspektívái adósságkezelési megközelítésből

Az Államadósság Kezelő Központ Rt. elemzői összefoglaló tanulmányt készítettek a kamatswap-piac hazai perspektíváiról. Az alábbiakban a tanulmány portfolio.hu által bemutatott rövidített változatát közöljük. A teljes elemzés a decemberi Hitelintézeti Szemlében olvasható majd.

A származékos piacok fejlődése, a termékkála bővülése a hazai szereplőknek - bankoknak, vállalatoknak, intézményi befektetőknek - is egyre nagyobb teret nyújt részben a kockázatkezelési, részben a spekulációs tevékenység kiterjesztésére is. A kamatswapok, vagy magyarul kamatcsere ügyletek egyre nagyobb népszerűségnek illetve likviditásnak örvendenek ebben a piaci szegmensben. Az első kamatswap ügyletet 1981-ben kötötték, hazánkban az egyik legfontosabb ösztönző elem a 2001-es devizaliberalizáció volt, mely lehetővé tette a külföldiek aktív jelenlétét a származékos piacon is. A látványos növekedés összefüggésben állt a markáns külföldi befektetésekkel a hazai állampapír-piacon.

A portfolio.hu által közölt részek a következők:

- I. A kamatswap piac működése
- II. A swap spreadek
- III. Swap ügyletek adósságkezelési megközelítésből
- IV. A kamatswap piac lehetőségei a hazai adósságkezelés számára.

I. A kamatswap piac működése - Mire jó a swap (kamatcsere)?

Kamatswap-ügylet (IRS) kötésével a fix kamatozású pénzáramlást változó kamatozásúvá lehet konvertálni, vagy épp fordítva: változó kamatozású pénzáramlást fix kamatozásúra lehet cserélni, de kamatswap ügyletekről beszélünk akkor is, ha két, más-más piacon kialakult változó kamatozású eszköz pénzáramlásainak cseréjéről beszélünk. A kamatswap-kontraktus általában nem tartalmaz tőkerészlettel kapcsolatos kifizetéseket, hanem egy névleges összegre vetítve fogalmaz meg fizetési kötelezettségeket. A swap önmagában nem egy hitelviszonyt megtestesítő eszköz, csupán egy származtatott termék, mely segítségével az adott hitelinstrumentum által szolgáltatott cash-flow pénzáramlásait lehet az igények szerint módosítani, átcserelni. A kamatlábswapok (swap) fontos szerepet töltenek be számos derivatív stratégia kialakításában.

A kamatláb-swap alapesetében az egyik partner fix kamatfizetési kötelezettséget vállal (Payer, Buyer), a másik fél pedig változó kamatot fizet ugyanazon időszak alatt (Receiver, Seller).



A swap értéke a kötés pillanatában nulla, vagyis a két pénzáramlás nettó jelenértékének a különbsége nulla, hiszen csak ekkor racionális az ügyletkötés mindkét fél részéről. A változó kamat, s a **hozamgörbe azonban az idők során módosulhat, s ezért a swap értéke is változhat**. Az adott ügylet értéke minden időpillanatban felírható két kötvény árfolyamának különbségeként, pontosabban a kötéskor megállapított, a

fiktív névleges értékre vetített fix kamatok és a névérték spot hozamgörbe szerint diszkontált jelenértékének és a változó kamatozású kötvény jelenértékének különbözeteként. A változó kamatozású kötvény árfolyama a kötés pillanatában és közvetlenül a kamatfizetéseket követően a névértékkel egyezik meg (egyébként: névérték + felhalmozott kamat). A változó kamatokért fizetendő fix kamatot tehát úgy határozzuk meg, hogy a fix kamatozású kötvény jelenlegi hozamgörbe alapján számolt jelenértéke a kötés pillanatában a változó kamatozású kötvény jelenértékével legyen egyenlő (ami a kötéskor a névértékkel egyezik meg.). **A swap hozamgörbe az ügyletben szereplő fix kamatokat tartalmazza.**

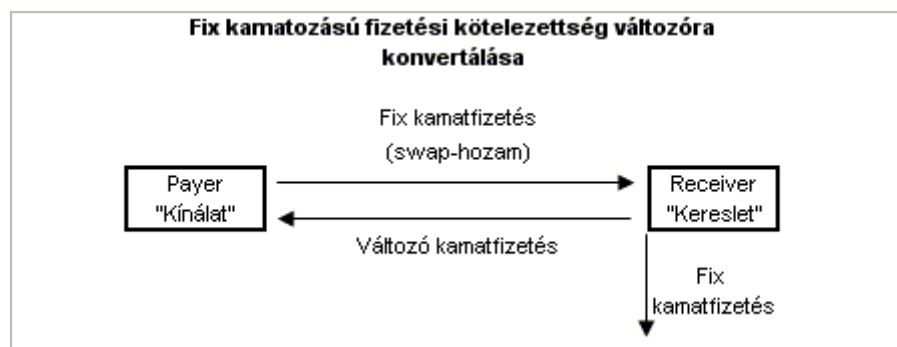
A swap ügyletek kockázatai

A swap-ügyletek alkalmazásából több **kockázat** is származik.

- A hozamgörbe, s így a változó kamat jövőbeni alakulása miatt keletkező kockázatot **báziskockázatnak** hívjuk: a hozamgörbe jövőbeni alakjától függően változhat az ügylet értéke. Amennyiben a kötést követően emelkedik a hozamszint, az a fél nyer a csereügyletből, aki a fix kamatot fizeti. Csökkenő kamatszintnél pedig a változó kamatot fizető nyer.
- **Partnerkockázatról beszélünk**, ha a swap-partner nemfizetési kockázatát vesszük számításba. Az IRS ügyleteknél a partnerkockázat azonban meglehetősen csekély, mivel "csupán" a kamattételekre és nem a tőkére vonatkozik.
- **Lejárat meg nem felelés kockázata** merül fel abban az esetben, ha a swap időtartama hosszabb vagy rövidebb az azzal fedezni kívánt eszköz időtartamánál.

Fix kamatozású fizetési kötelezettség változóra konvertálása

Az alábbiakban nyomon követhető, a swap-ügyleteket miként lehet és mikor ésszerű arra használni, hogy a fix kamatozású kötelezettségeket, eszközöket változó kamatozásúra konvertáljuk, vagy épp fordítva; a változó kamatozású eszközöket, kötelezettségeket fix kamatozásúra cseréljük.



Az ábra azt az esetet mutatja, amikor a Receiver fix kamatozású kötvényt bocsát ki, s a swap ügylet révén változó kifizetésekké konvertálja ezt a kötelezettségét. A Receiver pénzáramlása a következő:

- + *Fix kamatbevétel a swap-ból*
 - *Változó kamatfizetés a swapra*
 - *Fix kamatfizetés a kötvényre*
- Nettó szintetikus változó kamatfizetés**

A swap-ügylet csökkentheti a fix kamatfizetési kötelezettséggel rendelkező Receiver tartozásainak durációját, hiszen a változó kamatozású kötvény átlagideje a következő kamatfizetésig hátralevő idő, míg a csere ellenértékét képező fix kamatozású kötvény átlagideje ezt az időtávot meghaladja. Ez azt jelenti, hogy a

swap-ügylettel tartozásai árfolyamának hozamszint-érzékenysége mérsékelhető. Ugyanakkor a **cash-flow kockázat jelentősen növekedhet, s a változó kamat fizetése miatt a kamatkiadások tervezhetősége csökken.**

A fix kamatozású kötelezettségekkel rendelkező **Receiver tehát több okból is alkalmazhat swap-ügyleteket:**

- a hozamszint csökkenésére számít,
- a változó kamatozású eszközeit változó kamatozású kötelezettségekkel kívánja fedezni, de költségmegtakarítási szempontok miatt inkább a szintetikus előállítást választja, mint a közvetlen változó kamatozású hitelfelvételt ,
- tartozásainak durationjét csökkenteni kívánja a futamidő változatlan szinten tartása mellett, vagyis az optimális "portfóliószerkezet" előállításához szükséges eszközöket próbálja megtalálni.
- az árfolyam-kockázat mérséklésére nagyobb hangsúlyt fektet, mint a cash-flow kockázat csökkentésére; a változó kamatozású hitelek esetén ugyanis a pénzáramlás bizonytalan.
- Jelenleg a hazai adósságkezelő főként Receiver-ként, vagyis a keresleti oldalon jelenhet meg. Az ÁKK elsősorban fix kamatozású forrást tud biztosítani, így lényegében a változó kamatozású kötelezettség közvetlen kibocsátása helyett annak swap-ügyletekkel történő szintetikus előállítását is választhatja, amennyiben a változó kamatozású kötelezettségek arányát növelni kívánja a portfólión belül.

Változó kamatfizetési kötelezettség fix kamatfizetésre konvertálása

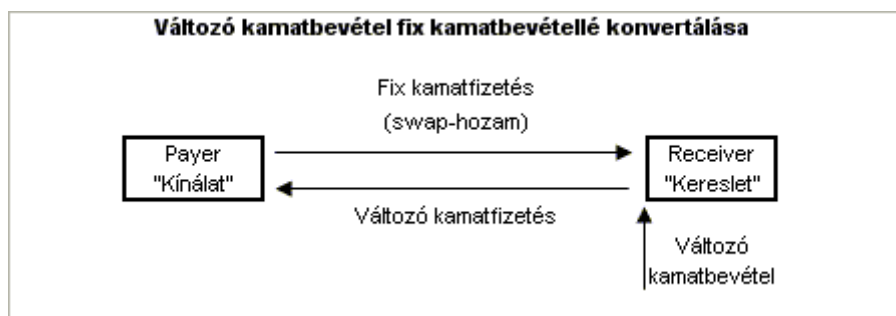


Ez az ábra azt az esetet illusztrálja, amikor a swap-ügylet során, a **Payer** -a fix kamatot fizető fél- változó kamatozású kötelezettségét fix kamatozásúra konvertálja a csereügylet segítségével. Erre többféle indítatásból is sor kerülhet: **nagy jelentőséget tulajdonít a cash-flow kockázatnak, a hozamgörbe emelkedésére számít,** fix jövedelmet biztosító eszközeihez kívánja igazítani portfólióját, vagy tartozásainak durationjét növelni kívánja az adott szereplő. A fenti Payer pénzáramlása a következő:

- + *Változó kamatbevétel a swap-ból*
 - *Fix kamatfizetés a swapra*
 - *Változó kamatfizetés a kötvényre*
- Nettó szintetikus fix kamatfizetés**

Ilyen szereplők lehetnek a változó kamatozású adóssággal rendelkező gazdasági alanyok, pl. a bankhitellel rendelkező vállalatok, vagy változó kamatozású ingatlan és fogyasztási hitellel rendelkezők, de az ilyen hitelt nyújtó bankok is elvégezhetik a fenti műveleteket az ügyfelek helyett, vagy azt megelőzően. **A Payer potenciális ügyfele lehet az ÁKK-nak a csereügylet során.**

Változó kamatbevétel fix kamatbevételé konvertálása



Ez az ábra azt az esetet illusztrálja, amikor a **Receiver** lebegő kamatozású értékpapírját fix kamatozásúra változtatja.

A változó kamatozású értékpapírral rendelkező Receiver pénzáramlása a következőképpen írható fel:

- + *Fix kamatbevétel a swap-ból*
- *Változó kamatfizetés a swapra*
- + *Változó kamatbevétel a kötvényből/hitelből*

Nettó szintetikus fix kamatbevétel

A változó kamatozású eszközzel rendelkező Receiver hasonló okokból vesz részt a swap-ügyletekben, mint a fix kamatozású kötelezettséggel rendelkezők.

Fix kamatbevétel változó kamatbevételé konvertálása



Ez az ábra azt az esetet illusztrálja, amikor a fix kamatozású eszközzel rendelkező Payer fix pénzáramlását változóra cseréli.

- + *Változó kamatbevétel a swap-ból*
- *Fix kamatfizetés a swapra*
- + *Fix kamatbevétel a kötvényből/hitelből*

Nettó szintetikus változó kamatbevétel

Hasonló indítástól vesz részt a swap ügyletben "kínálat" oldalon, mint a változó kamatozású kötelezettségekkel rendelkező Payer.

II. Swap spreadek: mitől függ, kelet-európai sajátosságok

A swap hozamok fejlett piacokon és az elmélet szerint is jellemzően az állampapírpiacon hozamok felett helyezkednek el, mivel a bankrendszer kockázatossága nagyobb, mint az államé. Ezért elvárható (lenne), hogy a swap görbe a megfelelő benchmark hozamgörbe felett helyezkedjen el, azaz a swap-spread pozitív legyen, az alapján, hogy az állam a legjobb adós. A swap-hozamgörbe ugyanis a bankrendszer működésének kockázatát tükrözi, mivel **a swap-hozam lényegében nem más, mint a bankközi kamatlábakból számított par kamatláb.**

A fejlett piacokon a swaptrend ezért általában pozitív (az EU-ban pl. 10 bázispont körüli). A KKE térségben azonban a helyzet korántsem egyértelmű. Az utóbbi térségben a swaptrend alakulása eltér a fejlett piaci helyzettől, s az elméleti alapképlettől is. A **swaptrendek gyakran az állampapír-hozamgörbe alatt helyezkednek el**, azaz a swap spread többször negatív.

Negatív swap felárak?

A továbbiakban arra próbálunk választ találni, milyen tényezők vezethettek ahhoz, hogy a fenti országokban a swap felárak igen alacsonyak, sőt gyakran negatívak.

Az egyik fontos és a fenti országokra általánosan jellemző a **piac fejletlensége**, a kevés szereplő, kis likviditás. Ebben az esetben a piac két szegmense - a swaptrend és az állampapírpiacon - izolált lehet egymástól, s a szokványos arbitrázs-mechanizmusok nem működnek, így előállhat a swap és benchmark hozamok nem szokásos helyzete.

A másik tényező a **konvergencia-folyamattal** és az eurózónához történő csatlakozással kapcsolatos. A hosszú hozamok esetében (pl. 10 éves hozamnál) a konvergencia-országokban elméletileg is indokolható, hogy a swap hozamok az állampapír-hozamok alatt legyenek. Ennek oka, hogy öt-hat év múlva nagy eséllyel megvalósul az eurózónához való csatlakozás, amelynek során megtörténik a hozamok konvergenciája. A swaptrend azonnal egységes lesz a zónához csatlakozással, az állampapír-hozamokban azonban a különböző besorolású országok között az eltérések, ha csekély mértékben is, de fennmaradhatnak. (Ez a helyzet áll(t) fenn néhány eurózóna ország - pl. Portugália, Olaszország és Görögország - esetében is, ahol a negatív spread általában 10 bázispont alatt maradt). Ha a magyar állampapír-hozamok az euró-benchmark plusz 25 bázispontra mérséklődnek, míg a swap-hozamok euró plusz 10 bázispontra süllyednek le (itt van nagyjából az euró swap-benchmark spread), akkor az öt év múlva öt éves swap hozamnak alacsonyabbnak kell lennie, mint a megfelelő benchmark-ból képzett forward. Ezen helyzetnek pedig ténylegesen is meg kell jelennie a 10 éves hozamkülönbségben, azaz a 10 éves swaptrend alacsonyabb lehet elméletileg is, mint az állampapír-hozam.

Több közgazdasági elemzés szerint a **költségvetési politika** is összefüggésben áll a swap spreadek alakulásával. Nemcsak a költségvetés jelenlegi helyzete, hanem a költségvetés jövőbeli helyzetére vonatkozó várakozások is hatnak a swaptrendre. Ha a költségvetési deficit növekszik, s az állam finanszírozási igénye emelkedik, akkor ez azt is jelenti, hogy az állampapírok kockázatossága relatíve emelkedik más adóspapírokhöz képest, s ezáltal a swap-spread csökkenésének irányába hat. A relatív elmozdulás hatása felerősödhet azáltal, hogy a kötvények esetében a nemfizetés kockázata a teljes tőkére is értendő, a swap esetében viszont csak a nettó kamatfizetésre. Ebből következik, hogy az elmúlt években hazánkban a romló fiskális és fizetési mérleg pozíció, mely emelte az állam kockázatát, hozzájárult ahhoz, hogy az állampapír-hozamok a swaptrend felé emelkedtek.

A 2003-as sáveltólást követően a swaptrend annak ellenére csökkent, hogy a kibocsátás visszafogására került sor. Vagyis a makrogazdasági zavarok és a monetáris bizonytalanság túlkompensálta az állampapír-kibocsátás kedvező hatását, s az állampapír-hozamok jobban emelkedtek, mint a swaptrend.

Empirikus megfigyelések szerint a **hozamgörbe meredeksége** is kapcsolatban áll a swaptrend alakulásával, azaz, ha a hozamgörbe meredeksége növekszik, a swap felár csökkenni kezd, s ha a meredekség csökken, a swap spread növekszik. Ez azt is jelenti, hogy a konvergencia-folyamattal együtt járó inverzitás csökkenése (azaz a meredekség sajátos növekedése) esetén a swaptrendek csökkennek, s ez is oka lehet az alacsony, gyakran negatív spreadeknek.

Kereslet kínálat, tartós trendek

Erőteljes hatással van a swap, illetve az állampapírpiazi hozamok eltérésére a két piacon kialakuló kereslet-kínálati viszony jellegzetességeinek, valamint a tartós hozamtrendeknek is. A swap piac "keresleti" oldalán, vagyis a Receiver (a változó kamatot fizető) oldalon folya-matosan erőteljes a kereslet (euroforint kibocsátók, forint hozamesökkenésre számítók). Ezzel szemben a kínálati oldal már nem ilyen stabil. A kereslet és kínálat eltéréseinek hatására a Payer oldal mérsékelt fix kamat fizetését is elérheti. Ez pedig a spread csökkenését eredményezi. A Payer oldalon kis volumenben vesznek részt a magyar bankok, illetve vállalatok, az ő esetükben pedig a változó kamatozású hitelek fix kamatozásúvá konvertálása ésszerű megoldás lenne. Ráadásul a báziskockázatukat is mérsékli az, hogy a forintban felvett hitelek jelentős része a 6 hónapos BUBOR-hoz van árazva, amely a swapok alapját is képezi.

Payer oldali "kínálatot" jelentenek azok, akik jellemzően kamatemelkedésre számítanak. Tartós kamatcsökkenési periódus esetén az ilyen résztvevők intenzitása is alacsony. Az utóbbi 2 év monetáris zavarai azonban paradox módon kedvezőek voltak a swappiac szempontjából, mivel a swapügyletek ezen oldali szereplőinek aktivitását megemelték. A kamatemelési várakozásokkal kapcsolatos bizonytalanság fokozódott, a kamatalakulás volatilitása jelentősen megugrott, s ez a swappiac korábban hiányzó szereplőinek számát és aktivitását is növelte. Mindez 2002 végétől komolyan hozzájárult a swappiac fejlődéséhez: a likviditásának növekedéséhez, a piaci szereplők számának növekedéséhez, a piaci volumenek emelkedéséhez.

Összefoglalás

Összefoglalóan a régiókban a sajátos spread alakulását, mely általában szűk, s gyakran negatív swapspreadet jelent, az alábbi tényezők okozhatják:

1. a piac fejletlensége, piaci szereplők hiánya
2. euro-konvergencia
3. magas költségvetési deficit, növekvő állami finanszírozási igény
4. tartós kamatcsökkenési várakozások, mely a Receiver oldalt erősítik
5. hozamgörbe meredeksége- az inverzítás csökkenése

A fenti tényezők együttesen magyarázhatják a "furcsa" swapspreadeket a KKE térségben.

Azonban a "normális" swapspread alakulásának is megtalálhatók bizonyos speciális elemei a régióban. A hazai piacon a hosszú lejáratok esetén (10, s főleg 15 évnél) a swap-hozam magasabb volt a benchmark hozamnál, azaz normálisan alakultak. Ez valószínűleg összefügg az elmúlt időszakban kibocsátott jelzálogpapírok nagyobb volumenével, ami a swap hozamok emelkedését idézte elő. A swap spreadek alakulását ugyanis nemcsak az állampapírok, hanem egyéb adóspapírok, mint például a kibocsátott jelzáloglevelek mennyisége is befolyásolja. **Tehát az állampapírok és a banki papírok relatív súlya is befolyásolja a swap spread nagyságát.**

III.Swap ügyletek adósságkezelési megközelítésből: duráció és költségcsökkentés

Költségmegtakarítás swap-ügyletekkel

A swapműveletek költséghatását vizsgálva megállapítható, hogy az nem csupán a swapspreadektől függ, hanem a DKJ spreadtől is, azaz az azonos lejáratú diszkont kincstárjegy és bankközi kamat közötti különbségtől is.

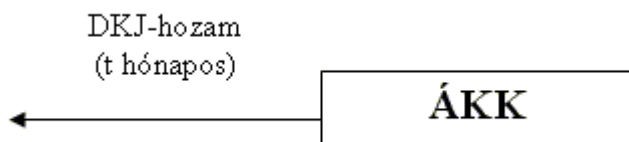
Az ÁKK számára elvileg **két lehetőség kínálkozik a változó kamatozású kötelezettségei arányának növelésére:**

- az egyik: változó kamatozású kötvények kibocsátása
- a másik: változó kamatozású kötelezettségek szintetikus előállításuk IRS-ügyletek segítségével, vagyis fix kamatozású kötvény kibocsátása és változóra swappolása révén

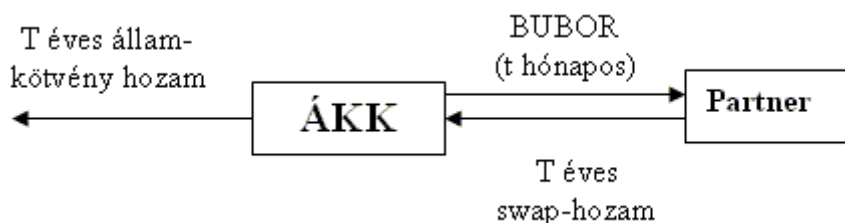
A költségek feltérképezése érdekében a **közvetlen és szintetikus előállítás**hoz kapcsolódó kiadásokat kell összehasonlítani.

Az egy kamatfizetési periódusra vonatkozóan a pénzáramlásokat a következő egyszerű sémával szemléltethetjük:

- változó kamatozású kötelezettség/kötvény/ kibocsátása (T éves futamidőre):



- változó kamatozású kötelezettség szintetikus előállításuk (szintén T éves futamidőre)



A kamatkiadások az egyes kamatfizetési periódusokban tehát a következőképpen írhatók fel:

- közvetlen kibocsátás esetén: t hónapos DKJ-hozam
- szintetikus előállítás esetén: a (T éves államkötvény hozam - T éves swap-hozam) + t hónapos BUBOR

A swap-ügylettel történő szintetikus előállítást - a piaci feltételeket adottnak véve - akkor érdemes választani, ha annak költsége kisebb, mint a másik alternatívához kapcsolódó kiadás. Vagyis ha:

$$t \text{ hónapos DKJ} > (T \text{ éves ÁK-hozam} - T \text{ éves swap-hozam}) + t \text{ hónapos BUBOR}$$

azaz

$$(t \text{ hónapos DKJ} - t \text{ hónapos BUBOR}) + (T \text{ éves swap-hozam} - T \text{ éves ÁK-hozam}) > 0$$

$(t \text{ hónapos "DKJ-felár"}) + (T \text{ éves swap-felár}) > 0$

Amennyiben a swapfelár magasabb, mint a DKJ felár -1 szerese, akkor költségmegtérülések alapján érdemesebb a szintetikus műveletekkel elérni a portfólió durációjának csökkentését. Ha ez a helyzet tartósan fennáll, akkor az azt is jelenti, hogy az államnak komparatív előnye van a hosszú távú adósságok kibocsátásában. Tehát rövid lejáratok esetében az állam "hozamelőnye" kisebb, mint a hosszabb lejáratoknál. Az adósságkezelők első swapműveleteit ezen folyamatokra alapozva indították pl. Kanadában, Svédországban és Dániában és Franciaországban is. (Ld. részletesen a következő fejezetet.)

A képletben szereplő DKJ-felár megfeleltethető a rövid oldali swapspreadnek, a swapfelárként definiált különbözet pedig a hosszú oldali swapspreadnek. Amennyiben a kérdéses swap-ügylet futamideje alatt a swap spread jövőbeli, várható alakulása azzal jellemezhető, hogy a hosszú oldali swap spread magasabb a rövid oldalon szereplő felárnál, az adósságkezelőnek érdemes hosszú lejáratú állampapírokat kibocsátani és IRS-művelettel "szintetikus kincstárjegyeket" létrehozni a rövid lejáratú állampapírok kibocsátása helyett (feltéve, hogy a kincstárjegyek felára ezen a szinten marad az egész periódusban).

Azt is mondhatjuk, hogy **ez egy sajátos arbitrázs-tevékenység**, melyet fejlett piac körülményei között csak átmenetileg folytathattak az adósságkezelők. Amikor nagyobb volumenben kötöttek ügyleteket a fenti hozamkülönbségek kihasználására, akkor ezzel ezen spreadek csökkenését is kiváltották (ld. a fenti ábrát és később a francia gyakorlatot). A magyar hozamszerkezet alapján ilyen költségmegtakarítás nem látható, a fenti "megtakarítás" 2004-ben átlagosan -11 bázispont volt.

IRS ügyletek az adósságkezelőknél

Az 1970-es és 1980-as évek során **a legtöbb állam finanszírozási igénye drasztikusan megemelkedett.** Az első swap-ügyleteket a 80-as években kötötték, ezek elsősorban devizaswap-ügyletek voltak. Ekkoriban az ilyen ügyletek megkötésekor kevésbé foglalkoztak a felvállalt kockázattal. A 80-as években és a 90-es évek elején általában még egyedi swapokat kötöttek és nem volt rendszeres swap-tevékenység. Gyakran spekulatív megtérülésekből vettek fel pozíciókat az adósságkezelők: ha a hozamok csökkenésére számítottak, a fix kamatozást átváltották változóra, s többször fogadtak valuták árfolyamváltozására is. Az esetek többségében tekintélyes költségmegtakarítást értek el az adósságkezelők azzal, hogy "a piac ellen fogadtak", ám néhány esetben jelentős veszteséget szenvedtek el. Ezek hatására **a 90-es évek során egyre inkább a kockázatok felé fordult a figyelem.**

Európában is gyökeresen változott a helyzet a 90-es években. **Nagy lökést adott az IRS piac fejlődésének az adósságkezelés korszerűsödése, valamint az eurózóna létrejötte.** Egyrészt a **független államadósságkezelők létrejötte**, valamint a **benchmark portfóliók megjelenése** ösztönözte ezt a folyamatot. Emellett nőtt az igény a kockázatkezelés és a likviditás biztosítására szolgáló eszközök függetlenítésére. Végül, de nem utolsósorban az euró bevezetésével jelentősen megváltozott az adósságkezelők szemszögéből a swap-ügyletek piaca.

Egyrészt **"nagyon nagy" szereplőből kisebbekké váltak:** csökkent a szignálozás szerepe, emelkedett a likviditás és a piac mérete: az adósságkezelőket már nem fenyegette annyira az a veszély, hogy egyszerűen méretüknél fogva jelentősen megváltoztatják a piaci viszonyokat egy-egy tranzakciójukkal. A kamatswapok használata ezért a '90-es évek végére igen elterjedté vált Nyugat-Európában.

A kamatswapokat az adósságkezelők két okból használják:

- az adósságportfólió kívánt durációjának beállítása,
- illetve költségcsökkentés céljából

Durációs célok

A következőkben először a durációs célokkal foglalkozunk, majd a költségcsökkentési célt vizsgáljuk. A legtöbb olyan országban, ahol az eurót bevezették (vagy bevezetésére készülnek) az adósságkezelők egy dilemmával szembesültek: részben **a megújítási kockázat csökkentése érdekében célszerű hosszú lejáratú**

állampapírokat kibocsátani, ami a kívánatosnál hosszabb durációt eredményezhet. Emellett előnyös **nagy sorozatokat** kialakítani, mivel ez a lépés növeli az állampapír likviditását, így a befektetők **alacsonyabb likviditási felárat igényelnek.** Tehát a nagyobb likviditás biztosítása is a duráció emelkedését ösztönzi. Különösen nagy az adósságkezelők számára az ilyen irányú nyomás az euró bevezetése után. A közös, **euróban denominált állampapír-piacon szinte az egyetlen versenytényező a likviditás.** S ez főleg a **kisebb adóssággal rendelkező országok (mint pl. Portugália) számára nehézséget okoz,** részben a megfelelő méretű (kb. 5-10 mrd Euró) sorozatok kibocsátása, részben az emelkedő duráció miatt.

A kisebb országok számára a duráció csökkentésére így előszeretettel használnak kamatswapokat. Amennyiben a hosszú lejáratú, fix kamatozású állampapírok kibocsátásával párhuzamosan kamatswap-ügyletet kötnek, amelyben fix kamatot fizet a pénzügyi közvetítő, s az adósságkezelő ezért cserébe változó kamatot fizet, akkor a két ügylet eredménye - nettó pénzáramlásokat tekintve, s nem számítva a partner-, és jogi kockázatokat, valamint az automatikus megújítódást - megegyezik egy diszkontkincstárjegy kibocsátásával. Az alábbi táblázaton látható a swap-ügyletek hatása az adósságportfolió durációjára.

A swapállomány szerkezete és durációs hatása egyes külföldi adósságkezelőnél 1999 végén

Ország	Típus		Durációs hatás (év)	
	IRS	deviza	SWAP előtt	SWAP után
Ausztria	40%	60%	n/a	4
Belgium	majdnem 0	magas	3,79	3,8
Dánia	6,6%	93,4%	4,04	3,95
Finnország	46,2%	53,8%	3,83	3,69
Írország	32,6%	67,4%	4,45	3,87
Kanada	4,5%	95,5%	4,33	n/a
Nagy-Britannia	0%	100%	n/a	n/a
Olaszország	0%	100%	n/a	n/a
Portugália	n/a	n/a	2,97	2,87
Svédország	0%	100%	3,36	3,21

Forrás: Figa, Gustavo: Derivatives and Public Debt Management

Jól látható, hogy Dánia, Finnország, Írország, Portugália és Svédország esetében a swap-ügyletekkel rövidítették a portfóliót. A swap-ügyletek elsősorban arra szolgáltak, hogy a kibocsátási szerkezettől függetlenül kialakíthassák a kockázatkezelés által meghatározott optimális portfóliót.

Kamatswap költségcsökkentési céllal

A kamatswap-ügyletek alkalmazására több országban - pl. Svédországban - költségcsökkentési (kamatkiadás mérséklési) szempontokból került sor. Sok esetben az államnak "komparatív előnye van a hosszú lejáratú, hazai pénznemben denominált kötvények kibocsátásában". Ez azt jelentheti, hogy ha hosszú lejáratú kötvényt bocsát ki az adósságkezelő, majd egy swap-ügylet révén a fix kamatok helyett változó (3, vagy 6 hónapos bankközi) kamatot fizet, végeredményben alacsonyabb kamatok mellett finanszírozhatja az államadósságot, mint rövid lejáratú állampapírok kibocsátásával.

Az adósságkezelők swapműveleteik során gyakran szembetalálják magukat az ún. **szignálózási hatás externáliájával.** Jól megfigyelhető az, hogy a piaci szereplők bizonyos jelzésszerepet tulajdonítanak az adósságkezelő magatartásának. Ezek ugyanis már csak méretüknél fogva is jelentős szereplői a piacnak, valamint feltételezik, hogy a makrogazdasági folyamatokat illetően többletinformációval rendelkeznek. Mindezeket erősíti, hogy gyakran tapasztalják, hogy az adósságkezelők részben spekulatív céllal is vesznek fel bizonyos pozíciókat a kamatswap-piacon. Számos esetben - főleg az euró bevezetése előtt, s főként akkor, ha a jegybank kezelte az államadósságot - az **adósságkezelő IRS műveletei jelentős szignálózási hatással jártak.** A **racionális szereplők pedig elhagyják az olyan piacokat, ahol valamelyik szereplőnek többletinformációi vannak,** illetve csak jelentős felár esetében hajlandók továbbra is üzleteket kötni az illető szereplővel. Nyilvánvalóvá vált az is, hogy ez a negatív mellékhatás **csökkenthető önálló adósságkezelő szervezet létrehozásával,** valamint a működés transzparenssé tételével. Mindez hozzájárult ahhoz, hogy az adósságkezelők intézményi önállósulása a 90-es évtizedben nagy lendületet kapott.

IV. A kamatswap-piac lehetőségei a hazai adósságkezelés számára

A hazai piac mérete

A forint kamatswap-piac nem tekinthet vissza nagy múltra, azonban az elmúlt két-három évben a hazai swappiac is komoly fejlődésnek indult. Fontos lökést adott a 2001-es devizaliberalizáció, valamint sajátos módon segítették a piac fejlődését a 2002-2003-as spekulációs folyamatok. Jótékony hatású volt a kamatsökkenési trend megtörése is, mivel a kamatsökkenési várakozások tartós egyirányúsága nem kedvez ezen piac fejlődésének, mert korlátozza a likviditást az egyik oldal hiánya.

A legfontosabb szereplők napi 10-20 ügyletet bonyolítanak le, a napi forgalom becslések szerint 50-60 milliárd forintra rúghat. A legnagyobb szereplők évente 1,000-1,200 ügyletet kötnek. A leggyakoribb kötések egy-három milliárd forint értékűek, de nem ritka az 5 mrd forintos kötés sem. Az ügyletek nagy részét Londonban kötik. A hazai elsődleges forgalmazók piaci aktivitása jelentős, de számviteli, informatikai és érdekeltségi problémák nehezítik az üzletág fejlődését. **Sok esetben csak az anyabank végez ilyen műveletet,** több esetben a forints- swap-műveleteket teljesen az itteni leány végzi, sok esetben az anya-, és a leányvállalat is végez forints- swap-műveleteket. Ekkor problémát jelenthetnek az anyabankkal történő munkamegosztás feszültségei, emellett az anyabank limitjei és egyéb szabályai korlátozhatják az itteni aktivitást is.

A hazai swappiac fontos jellemzője, hogy **az intézményi befektetők nem aktívak e területen.** A befektetési alapok gyakorlatilag teljesen hiányoznak a piacról, s ez a likviditást jelentősen korlátozza. Ennek részben szabályozási oka is van, azaz a befektetési alapok esetében nem egyértelműek a törvényi előírások a lehetséges swapműveletekre vonatkozóan. (Ugyanis most fedezeti céllal vehetnek igénybe swappokat, s ez a művelet egyedi papírokhoz kötött, azaz a portfólió egészére nem.) Ezen kívül a bankokhoz hasonlóan technikai (számviteli, informatikai) problémák, s a kellő érdekeltség (a magas kamatszint, a beáramlás korábbi állami támogatása mellett) is hiányzik ehhez.

Az állampapír-piac és a swappiac likviditását érdemes összehasonlítani a referencia- és a swaphozamok vételi-eladási különbözete szerint: a szűkebb spread a piac nagyobb mértékű mélyégére utal. A rendelkezésre álló adatok szerint **az állampapír piac likviditása az elmúlt években meghaladta a swap-piacét.**

Szereplők, motivációk

A forinkamatswap-piac legaktívabb szereplői általában a bankok, ezek közül is a nagy külföldi bankok, illetve ezek leánybankjai. A legjelentősebbek ezek között a **Citibank Budapest, Deutsche Bank, a Dresdner Bank és a JP Morgan,** de foglalkoznak árjegyzéssel még a Bloomberg szerint az alábbi bankok is: **Bank of America, CEDEF, Commerzbank, Conticap, Intercapital, Prebon Yamane és Tullett & Tokyo** (ezek a bankok kínálnak és keresnek is kamat-láb-swappokat). A bankok közül azok vesznek részt nagyobb volumennel és forgalommal a hazai derivatív piacokon (s azon belül a kamatswap-piacon), melyek globálisan is vezetőknékné számítanak e piacokon. Ennek legfőbb oka, hogy rendelkeznek a származékos termékek piacán való hatékony részvételhez szükséges rendszerekkel (pl. könyvvitel), "know-how"-val.

A "hagyományos" hazai bankok kevésbé aktívak ezen a piacon, általában nincs meg a megfelelő érdekeltség illetve elkötelezettség, valamint a technikai háttér sem az ilyen származékos műveletek végzéséhez. Például többek között a HVB, az Erste Bank, az MKB, a KH és az OTP is aktívan részt vesz a piacon, azonban nem jegyeznek árat.

A bankok spekulatív és kockázatkezelési, illetve arbitrázs megfontolásokból, valamint az ügyfelek megbízásából kötnek kamatswap-ügyleteket. A saját számlás ügyletek irányát és mértékét befolyásolják a hozamgörbe alakulására vonatkozó várakozásaik, portfólióik összetétele, valamint a swapráták és az állampapír-piaci hozamok közötti eltérések.

Ugyanakkor az aktivitásukat jelentősen befolyásolják, gyakran korlátozzák a banki limitek **Abankok sokszor olyan irányú swapügyletet kötnek, amelyben fix kamatot fizetnek, s változót kapnak** (pl. amikor az állampapír-piaci hozam magasabb a swaphozamnál). Ezen bankok tehát **potenciális ügyfelei lehetnek azon adósságkezelőknek, amelyek fix kamatozású kötelezettségeiket változó kamatozásúra szeretnék cserélni.** Figyelembe kell venni azonban, hogy a bankok a hozamok alakulásától függően az ellentétes irányú ügyletek kötésében is érdekelték lehetnek.

Szereplőként jelennek meg olyan nemzetközi pénzügyi intézmények is, akik a közelmúltban igen nagy mennyiségben bocsátottak ki euroforint kötvényeket. Az euroforint kibocsátó intézmények esetében a magas hitelminősítésük folytán nekik járó **alacsonyabb kamatfelár kihasználása** s fontos szempont volt. Érdekeltek a számukra keletkező árfolyam- és kamatkockázat kezelésében, s ebből a célból egyrészt deviza-, és kamatswapot kötnek a magyar piacon, amely így egyik oldalról érinti a hazai kamatláb-swap piacot. **Az euroforint kötvényt kibocsátók a kamatswap piacon olyan irányú ügyleteket kötnek, amelyek során változó forint-, vagy devizakamatot fizetnek és fix forint kamatot kapnak.** Az euroforint kötvényeket a nyugdíjpénztáraknak, lakosságnak eladják, fix forint- kamatfizetési kötelezettségeiket pedig olyan kamatswappal fedezik, melyben fix forint kamatot kapnak, s változó devizakamatot fizetnek, vagy első lépésben változó forint kamatot fizetnek, s egy további devizaswap ügylet keretében változó forint kamatot kapnak, s változó devizakamatot fizetnek. Ez **egyenértékű egy szintetikus devizahitel-felvétellel.** A kamatswapok tehát devizaswap-műveletekhez kapcsolódnak. Lényegében az összes euroforint kibocsátó intézmény foglalkozik forintkamatswap ügyletekkel.

Fontos szereplők még a **hedge fundok**, valamint a **külföldi alapkezelők**, melyek profitnövelési céllal használják a hazai swap-piacot. A hedge fundok főként **spekulatív okokból** kötnek kamatswap-ügyleteket, melyeknek iránya a hozamgörbe alakulására vonatkozó várakozásaiktól függ. Amennyiben kamatemelkedést vár, akkor változó kamatfizetést kap, s fixet fizet (Payer oldalon áll) míg ha csökkenésre számít, akkor a fordított oldalon áll. Ezek az ügyletkötések igen nagy volumenben és hullámokban is történhetnek. A piaci résztvevők szerint ezen swapügyletek nagy szerepet játszottak a spekulatív hullámok idején Magyarországon is, 2002-2003-ban.

A magyar -nem pénzügyi- **vállalatok aktivitása csekély** a hazai IRS piacon. A hazai vállalatok közül főként a külföldi anyacéggel rendelkező multik végeznek ilyen műveleteket. A kamatswapok esetében ezeket nagyrészt az anyacég bonyolítja (pl. a Matáv esetében általában a Deutsche Telecom köti az üzleteket). **A magyar tulajdonú vállalatok részvételét korlátozza a hiányzó banki termékkínálat is** (főként az OTP esetében), holott a természetes érdekltség adott lenne. Ezen új termékeket a hazai könyvelési rendszerek nem, vagy csak nehezen tudják kezelni, s ez is gátja a dinamikus fejlődésnek.

A nem pénzügyi vállalatok iránya a forintkamatswap piacon a fix kötvénykibocsátók (euroforint-kötvény kibocsátó, magyar államkötvény) pozícióival ellentétes ügyletek lehetnek. Azaz a változó kamatozású kötelezettségeiket fix kamatozású-vá alakíthatnák swapügyletek segítségével. Ezeknél a vállalatoknál általában a kamatswap-ügyletek a devizaswapokhoz kapcsolódnak. Elsősorban pozícióik fedezéséhez alkalmazzák ezeket a műveleteket.

A vállalatokat egyértelműen **devizahitel-felvétel** jellemzi, azaz főként devizában adósodnak el. A devizakamat-csökkenési periódusban az volt jellemző, hogy megtartották lebegő kamatozású kötelezettségeiket. Ez a magatartás a forintoldalon is jellemző volt, s a hozamkonvergenciára alapozódott. Tehát kamatcsökkenési periódusban a piac ezen oldala gyenge, s ez sokáig meglátszott az alacsony swappiaci érdeklődésben is. **A 2003-as hozamemelkedések azonban alapvetően megváltoztatták a korábbi stratégiák alapfeltevéseit.** A bizonytalan hozamkialakítások várhatóan erősítik a kamatswap aktivitásukat is.

A **hazai intézményi befektetők**(befektetési alapok, nyugdíjpénztárak, biztosítók) részben a tőkepiaci törvény megkötései, részben az alkalmazott konzervatív befektetési politika következtében **még nem jelentek meg ezen a piaci szegmensen.** Ezért a portfólió kívánatos szerkezetét csak a papírok tényleges adásvétele (vásárlások) útján állítják be. A befektetési alapok közül az OTP alapok mérete tekinthető olyan nagyoknak, ahol ez a beállítás komoly nehézségbe ütközhet. Ám valószínűsíthető, hogy más alapok portfólió-szerkezeti változásait is korlátozza ezen eszközök alkalmazásának hiánya. Az alapok vélhetően idáig nem is kényszerültek ilyen szofisztikált eszközök alkalmazására, részben a kamatcsökkenési trendek, részben a kedvező adókönyvet miatt. Ezek változása azonban a közeljövőben fejlődésre készítheti ezt a szegmenst is.

A swapügyletek szerepe a hazai adósságkezelésben

A hazai swappiac terjedelme, likviditása sokat bővült az elmúlt években, s így egy viszonylag likvid kamatswappiac kialakulásának lehettünk tanúi. Mindez lehetőséget teremt az adósságkezelő számára is, hogy az IRS piacot is használja a benchmark portfólió kialakításában.

Az nyilvánvaló, hogy az adósságportfólió mérete meglehetősen nagy a swappiac terjedelméhez képest, s ezért a piaczavaró hatást, vagy a szignálzási problémát várhatóan nem lehet teljesen kiküszöbölni. Ezeket csak erősíti a "kialakuló-piac szindróma", hiszen a piaci szereplők, valamint a termékek, az ahhoz kapcsolódó technikai

háttér és a szükséges piaci ismeretek is újnak számítanak. Ennek ellenére a nemzetközi adósságkezelési tapasztalatok, valamint a hazai pénzügyi fejlődés azt támasztja alá, hogy az adósságkezelő IRS műveletei hatékony eszköznek bizonyulhatnak a jövőben. Nem szabad figyelmen kívül hagyni azt a tényezőt sem, hogy maga az adósságkezelő színre lépése a piacon önmagában is komoly piacfejlesztő faktor, azaz jelentősen növeli a likviditást, s javítja a piac működését.

Az adósságkezelők két fő céllal végeznek IRS műveletet: a költségmegtakarítás, s az adósságportfólió kívánatos szerkezetének beállítása érdekében. Magyar viszonyok között az **első tényezőnek csak kicsi szerepe** lehet, mivel a hosszú távú befektetések terén az államnak láthatóan nincs meg az a komparatív előnye, ami a fejlett országok nagy részét jellemzi. Ezért a swapsread és a DKJ-spread közötti rés kicsi, vagy negatív. Ez persze részben következik abból is, hogy a swapsread eleve kicsi, vagy negatív (ezzel foglalkoztunk már korábban). Ám mindeközben a bankközi kamat általában értelemszerűen a DKJ hozama fölött helyezkedik el. (vagyis a "DKJ-spread" negatív). Ezért a swappread és a bankközi spread különbsége is -a korábbi fejtegetéseink alapján nyilvánvalóan - kicsiny, vagy éppen negatív lesz.

A másik fő célkitűzés az államadósság-kezelési **IRS számára a portfólió kívánt paramétereinek beállítása** lehet. Az adósságportfólió fix/változó összetételének, a durációnak kívánt szintje az adósságkezelés számára elvileg több módon is elérhető. **Ez idáig a forintportfólió esetében az ÁKK az állampapír kibocsátást és visszavásárlást alkalmazta.** Ez most **bővíülhet származékos művelettel**; az IRS segítségével - a kibocsátási aktivitástól és kibocsátási lehetőségektől viszonylag függetlenül - tehát szabadabban alakítható a portfólió szerkezete. Mindezek következtében a hosszú távon a költségek és a kockázat szempontjából optimális portfólió - a rövid távú piaci feltételektől és gazdaságpolitikai körülmények által befolyásolt- kibocsátási szerkezettől viszonylag függetlenül alakítható.