

## KOCKÁZATKEZELÉSI LEHETŐSÉGEK A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDÉN

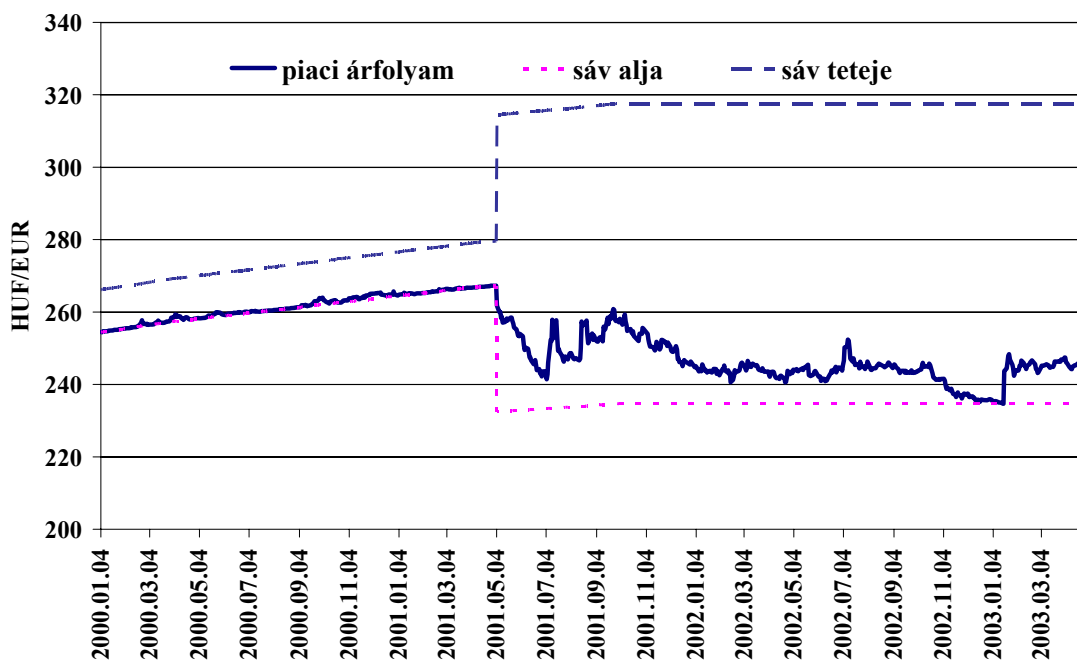
### BÉT Elemzések, 2003. május 28.

Bár a tőzsde, mint intézmény a köztudatban a kockázatvállalás színtereként él, szerepe túlmutat a kockázatos befektetési lehetőségek nyújtásán, az általa biztosított termékpaletta jelentős része a kockázatok csökkentésére is kiválóan alkalmas. Kockázat alatt jelen esetben árfolyamkockázatot, az értékpapírok, devizák számunkra kedvezőtlen áralakulását illetve a kamatok mozgásából származó kockázatokat értjük.

A kockázatok csökkentésének igénye elsősorban azoknál a piaci szereplőknél jelentkezik, akik nyitott pozíciójukat nem szándékoltnan vették fel, így természetesen az azokból származó esetleges veszteségektől is mihamarabb szeretnének megszabadulni. A forint 2001. májusi sávszélesítése óta sokat emlegetett példává vált erre az exportra termelő cég, mely devizabevételeinek forintosításakor szembesül az átváltási árfolyam ingadozásával. A sávszélesítést követően a forint volatilitása több mint hatszorosára emelkedett, ezzel a deviza tranzakciók bevételeit nehezen tervezhetővé tette. Az 1. sz. ábrán jól nyomon követhető a sávszélesítés óta megnövekedő árfolyamkockázat:

*1. sz. ábra*

**Az EUR/HUF árfolyama 2000-2003 között**



*Forrás: MNB*

Az elmúlt években könnyen előfordulhatott, hogy egy exportcég saját tevékenységétől függetlenül 10-15 százalékos veszteséget szenvedett el devizabevételeinek forintra váltásánál csak azért, mert a forint árfolyama számára kedvezőtlenül alakult. Nem voltak biztonságban az importőrök sem, bár ők a sávszélesítés után eleinte csak az előnyöket élvezhették. 2003 januárja viszont megmutatta, hogy ugyanez fordított irányban is lejátszódhat, hiszen alig egy hét leforgása alatt akár 5-6 százalékos árfolyamvesztést is elszenvedhettek az eladási devizapozícióval rendelkezők.

A negatív tapasztalatok hatására így a devizakockázat, ugyan a vártnál lassabban, de fokozatosan kezd beépülni a felelős vállalati döntéshozatalba. A kamatkockázattal azonban más a helyzet. Kamatkockázattal kell szembenéznie valamennyi gazdálkodó szervezetnek, akinek már élő hitelszerződése van, illetve azt szándékozik kötni. Ugyanígy a kamatmozgásoknak vannak kitéve a jelentős hitelpapír portfóliót birtokló intézményi befektetők (biztosítók, nyugdíjalapok stb.) is, hiszen a hitelpapírok árfolyama a kamatmozgások hatására jelentősen változhat.

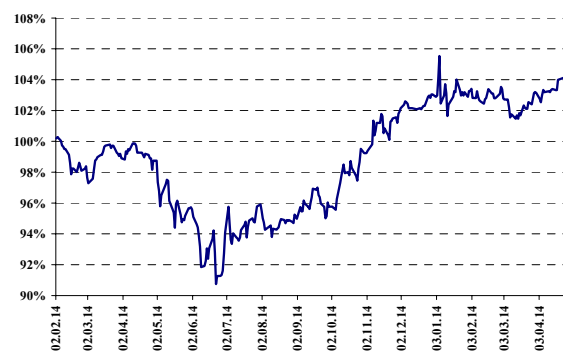
Az állampapírok kockázatmentes befektetésnek minősülnek a hitelkockázat szempontjából, hiszen az állam belföldön a legjobb adósnak számít. Ez azonban nem jelenti, hogy az állampapírok árfolyama nem ingadozhat. A futamidő növelésével egyre nagyobb lehet az árak kilengése (volatilitása), különösen úgy, hogy ez együtt jár egy inverz hozamgörbével, ahol a hosszabb lejáratú kamatok alacsonyabbak, mint a rövid lejáratú kamatok. A 2. sz. ábrán látható, hogy az elmúlt bő egy évben hogyan alakult az 5 és a 10 éves referenciakötvény nettó árfolyama.

2. sz. ábra

5 éves benchmark kötvény (2007/D) nettó árfolyama



10 éves benchmark kötvény (2013/D) nettó árfolyama

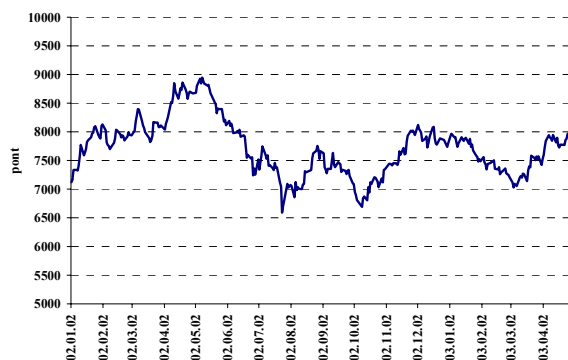


Forrás: ÁKK

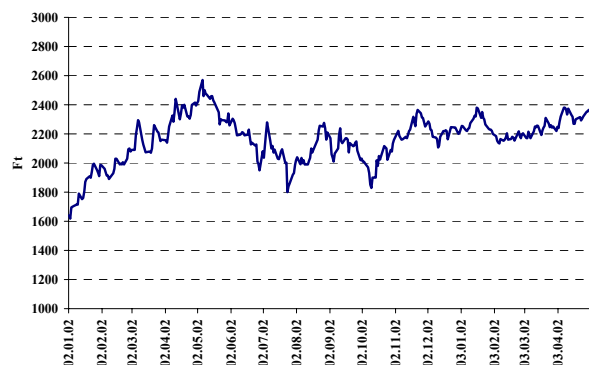
A vizsgált időtáv alatt a rövidebb futamidejű kötvény árfolyama egy bő 10 százalékos sávban mozgott, míg a hosszabb, 10 éves államkötvény mintegy 16 százalékos intervallumban ingadozott. Ezt – különösen a vizsgált periódus első felében – leginkább azok az intézményi befektetők érezhették fájónak, akiknek nyilvántartásában az értékpapírokat folyamatosan piaci értéken kell követni, de ugyanúgy rosszul érinthette azokat a befektetőket, akik kedvezőtlen piaci helyzetben hozták meg befektetési döntéseiket.

Természetesen ugyanez a szituáció áll fenn a részvénybefektetésekkel kapcsolatban is, ám ez nem okoz meglepetést, hiszen a részvénybefektetések – az állampapírokkal szemben – a kockázatos befektetések közé sorolódnak (lásd az alábbi ábrákat).

A BUX index alakulása 2000-2003 között



Az OTP részvény árának alakulása 2000-2003 között



Forrás: BÉT

Az itt felsorolt kockázatok csökkentésének optimális módja származékos ügyletek kötése, melyek során az alappozícióval ellentétes irányú pozíciót kell felvenni akár határidős, opciós vagy egyéb speciálisabb, nagy tőkeáttételű ügylet keretében.

**Példa:** Egy exportőr vállalat 2002 novemberében már biztosan tudta, hogy 2003 májusában 1,000,000 USD bevétele lesz, amit szeretne forintosítani. A cégvezető, bár nem hitt abban, hogy a forint tovább erősödhet, de a devizaárfolyamok kiszámíthatatlansága miatt szeretne előre lerögzíteni azt az árfolyamot, amelyen majdan 2003 májusában a dollárt forintra váltja. Ehhez semmi mást nem kellett tennie, mint határidős ügyletet kötnie 1,000,000 USD májusi eladására még 2002 novemberében

1 USD 2002 novemberében:	237 Ft
1 USD határidős ára 2002 novemberében (2003 májusi lejárat):	245 Ft

A fenti határidős áron az exportőr rögzítette azt az árfolyamot, amelyen ő a dollárt forintra váltja, ez azt jelentette, hogy „akár esik, akár fúj” az ő bevétele forintban számolva:

$$1,000,000 \text{ USD} * 245 \text{ Ft} = 245,000,000 \text{ Ft}$$

A dollár árfolyama 2003. május közepén a dollár mélyrepülése miatt történetesen 210 Ft-ra zuhant. Ha az exportőr nem kötött volna fedezeti ügyletet, akkor az egymillió dollárt az éppen aktuális árfolyamon tudta volna csak átváltani, így forint bevétele:

$$1,000,000 \text{ USD} * 210 \text{ Ft} = 210,000,000 \text{ Ft}$$

Csak a fedezeti ügyletkötésének köszönhetően az exportőr több mint 16 százalékkal magasabb forintbevételt ért el

A felvázolt árfolyam és kamatkockázatok kezelésére – a kockázatok fedezésére – számos lehetőség nyílik akár tőzsdei, akár tőzsdén kívüli keretek között. Ennek ellenére egyelőre még nem mondható el, hogy az ilyen eszközök használata széles körben elterjedt volna az érintettek között. Ez elsősorban két tényezőnek, a vállalatirányítási attitűd hiányosságainak, illetve a szabályozási rendszerben lévő korlátoknak tudható be. A vállalati szektor tekintetében inkább az előbbi, az intézményi szereplők számára pedig az utóbbi jelent akadályt.

## **A vállalati szektor és a fedezeti lehetőségek kihasználtsága**

A fedezeti ügyletkötés költségekkel jár, melyeket a vállalatok – bízva az árfolyamok kedvező alakulásában – nem mindig hajlandóak viselni. Az exportőrök tekintetében ezt erősíti az a megfontolás, hogy a forint valószínűleg már nem fog tovább erősödni. Az importőrök esetében pedig ott a bizakodás az erős forint fenntarthatóságában. Ez gyakorlatilag azt jelenti, hogy spekulatív szándékkal tartják fenn pozíciójukat. Az importőrök húzódozását az is indukálja, hogy ők a fedezeti céllal kötendő határidős vételi pozíción fizetik a kamatkülönbözetet is (a külföldi és belföldi kamatláb közti különbség miatt az EUR határidős jegyzése az azonnali ár felett van).

A kamatkockázat figyelmen kívül hagyásában az is szerepet játszik, hogy az elmúlt években kevés negatív tapasztalatot szerezhettek a gazdálkodók, hiszen a kamatpálya jól kiszámíthatóan csökkent az infláció mérséklődésével.

A hazai vállalatiirányítási gyakorlatban többé-kevésbé hiányzik a komplex szemlélet. Az üzemi és pénzügyi tevékenységek eredményének éles elkülönítése azt okozza, hogy a pénzügyi vezető, aki adott esetben a kockázatkezelési döntésekért is felelős, csak a pénzügyi tevékenységek jövedelmezőségére összpontosít. Ezért nem vállalja a fedezeti ügyletek költségeit, hiszen az ügylet önmagában veszteséges is lehet, amit hiába kompenzál az üzemi eredmény javulása, az ő tevékenységének megítélését az nem javítja.

Mindezek mellett eltörpül a számviteli rendszerben lévő aszimmetria, miszerint a mérlegben szereplő nyitott pozíciók (devizakövetelések, -tartozások, értékpapírok) értékkövetése folyamatos és a mérlegben is megjelenik, addig a fedezeti céllal kötött származékos ügyleteken elért nyereségeket el kell határolni.

## **Jogszabályi korlátok, kedvezmények**

Míg a vállalati szektorban a modern vállalatiirányítási elvek, a kockázatkezelési ismeretek hiánya jelenti a legfőbb akadályt, addig az intézményi szereplőknél ez kevésbé jelent gondot. Itt viszont a jogszabályi környezet béklyózza meg a különböző szereplők kezét.

A származékos ügyletek önmagukban jóval nagyobb kockázatot jelentenek, mint az alaptermékekben felvett pozíciók. Valószínűleg ennek köszönhető, hogy a jogszabályok nagyon konzervatívan állnak ehhez a kérdéshez. Származékos ügylet kötését legjobb esetben is csak a kockázatok fedezése, a hatékony portfólió létrehozása illetve arbitrázs céljából engedélyezi, de ezeket is csak további megkötésekkel.

A legrosszabb helyzetben a biztosítók vannak, hiszen esetükben az 1995. évi XCVI törvény egyáltalán nem tesz említést a származékos ügyletek alkalmazásának lehetőségéről, ami gyakorlatilag az ilyen ügyletek tiltásával egyenértékű. Ennél jobb helyzetben vannak ugyanakkor a nyugdíjpénztárok és –alapok. A rájuk vonatkozó befektetési szabályokat tartalmazó 282/2001. számú Kormányrendelet engedélyezi a tőzsdei határidős és opciós ügyletek kötését, azonban kizárólag fedezeti és arbitrázs céllal. Tőzsdén kívüli, nem szabványosított ügyletek kötését a rendelet tiltja.

Míg a pénzügyi szektorra vonatkozó jogszabályok szigorúan kezelik a származékos ügyleteket, addig a gazdasági társaságok és a magánszemélyek tekintetében kifejezetten támogató a jogalkotó hozzáállása, ami az adótörvényekben egyértelműen kidomborodik.

A társasági adóról szóló 1996. évi LXXXI. törvény szerint az adózás előtti eredményt csökkentő tételként veheti figyelembe az adóévben az elismert/szabályozott piacon (tőzsdén) kötött ügyleteken elért eredmény – ide értve a határidős és opciós ügyleteket is – 50 százaléka. (Ez a kedvezmény a pénzügyintézetekre, befektetési szolgáltatókra és egyéb pénzügyi intézményekre nem vonatkozik.)

A magánszemélyek esetében a személyi jövedelemadóról szóló 1995. évi CXVII. törvény még ennél is engedékenyebb, ugyanis a tőzsdei ügyleteken – az azonnali és származékos ügyletekre vonatkozó megkülönböztetés nélkül – elért nyereséget átsorolja a kamatjellegű jövedelmek közé, aminek jelenleg 0 százalékos az adókulcsa.

A kedvezmények mindkét esetben kizárólag a tőzsdén kötött (az EU csatlakozás után ez valamennyi EU tőzsdét magában foglalja) tranzakciókra vonatkoznak, amivel a jogalkotó elismeri, hogy egyedül a szabványosított piacokon nyílik mód az átlátható, megbízható árinformációkat szolgáltató kereskedelemre.

### **A Budapesti Értéktőzsde eszköztára**

Az intézményi befektetők törvényi korlátozásai illetve az adójogszabályok kedvezményei nagy felelősséget rónak a tőzsdei piacok számára, melyek feladata ezek után a megfelelő kockázatkezelési eszközök biztosítása. A Budapesti Értéktőzsde Részvénytársaság származékos piaca mindhárom korábban említett piac – deviza, részvény és kamat – tekintetében az eszközök széles és folyamatosan bővülő skáláját nyújtja a fedezeti ügyletkötők számára.

#### ***Devizapiac***

A devizák tekintetében a határidős piac már 1995 óta nyitva áll a befektetők számára. Az indulásként bevezetett USD/HUF illetve az azóta már megszűnt DEM/HUF kontraktus után sorra jöttek a fontosabb devizák (EUR, JPY, GBP, CHF stb.). A forint/deviza viszonylatban működő piac egy éve egészült ki az ún. keresztkontraktusokkal, melyek az előbb említett devizák keresztárfolyamaira vonatkozó határidős termékeket jelentik (pl. EUR/USD). A devizapiaci termékek népszerűsége különösen az utóbbi hónapokban növekedett meg ugrásszerűen, a forgalom volumene a részvény és index alapú termékek forgalmával vetekszik.

Fontos lépés a devizapiac és a tőzsde életében a devizaopciók bevezetése, melynek keretében 2003. május 21-től az USD/HUF illetve az EUR/HUF opciók segítik a fedezeti ügyletkötőket.

### **Egyedi részvények és BUX index**

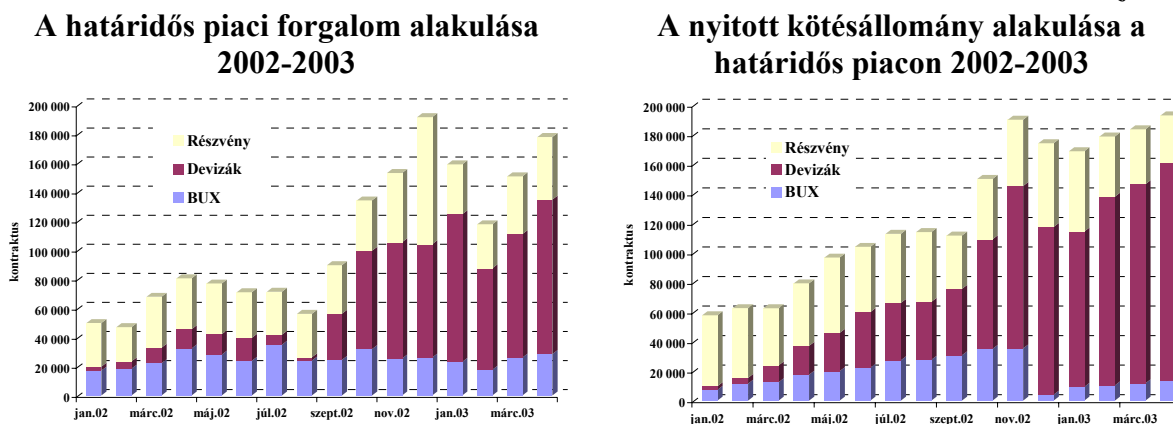
A származékos piac legkeresettebb termékei a BUX index illetve az egyedi részvény alapú határidős termékek. Utóbbiak valamennyi „A” kategóriás illetve a négy leglikvidebb „B” kategóriás részvényre, mint alaptermékre vonatkozóan bevezetésre kerültek. 2000. februárjától a BUX indexre, illetve a MATÁV, MOL és OTP részvényekre opciós ügyletkötésre is lehetőség nyílik.

### **Kamatalapú termékkör**

A kamatkockázatok kezelésének fontossága ugyan még nem épült be a döntéshozók gondolkodásába, de a BÉT már most készen áll a felmerülő igények kielégítésére kamat- és kötvény alapú határidős termékeivel. A rövid lejáratú kamatok esetében az 1 és 3 hónapos BUBOR kontraktus valamint a 3 és 12 hónapos diszkont kincstárjegy kontraktus áll rendelkezésre, míg a hosszabb távú kamatoknál a 3 éves államkötvény és az 5 éves referenciakötvény kontraktus szerepel a termékpalettán.

A folyamatosan bővülő termékkör, a kedvezőbbé váló adójogszabályok és nem utolsósorban a kockázatkezelési eszközöket egyre bátrabban használó gazdálkodói szektornak köszönhetően a tőzsde származékos piaci forgalma az elmúlt évben kiemelkedően teljesített, amint az az alábbi ábrákon is jól látható. Különösen a devizapiac teljesít kiválóan, hiszen 2003 első négy hónapjának forgalma 11 százalékkal haladja meg a teljes 2002. éves volument.

4. sz. ábra



Forrás: BÉT

A tőzsdei, szabványosított kereskedés – az eddig említett adózási és egyéb jogszabályi megkötéseket nem számítva – elsősorban azoknak a szereplőknek jelent reális kockázatkezelési alternatívát, akiknek nyitott pozíciója kisebb, így tőzsdén kívül csak magas fajlagos költségekkel tud fedezeti ügyletet kötni. A tőzsdei kereskedésben ugyanakkor alacsonyabb volumen esetén is azonos feltételekkel lehet ügyletet kötni (pl. a devizapiacra a minimális kötésmennyiség 1000 egység).

A kedvező tőzsdei forgalmi trend ellenére még nem beszélhetünk kiépült piacról. A szakemberek véleménye megegyezik abban, hogy a származékos ügyletek fedezeti célú felhasználása még gyerekcipőben jár Magyarországon. Sok jogszabályi akadály hátráltatja még a fejlődést, melyeket a versenyképesség megőrzése érdekében az EU csatlakozásig le kell bontani. A legfőbb gond azonban nem ez, hiszen legtöbbször még a meglévő lehetőségeket sem használják ki a piaci szereplők. A probléma gyökere sokkal inkább a kockázatok felismerésének és tudatos kezelésének hiánya. Itt egyértelműen kulcsszerep hárul a pénzügyi közvetítő rendszerre, melynek elsődleges feladata a gazdálkodó szféra ismeretanyagának bővítése és a modern kockázatkezelési lehetőségek megismertetése.