

# ÚJ LEHETŐSÉGEK ELŐTT A HAZAI RÉSZVÉNYPIAC

Szöveg: Végh Richárd és Pálfi Zoltán · Illusztráció: Molnár Melinda



## A tőzsdén kereskedhető indexkövető alapok potenciális előnyei a magyar tőkepiacon.

A piacok sajátja, hogy a fogyasztói igények változása termék-innovációt indít be, és az új igényeket új termékekkel, szolgáltatásokkal elégítik ki. A passzív befektetési politikájú alapok iránti növekvő igény 1993-ban egy új terméktípust hívott életre: a tőzsdén kereskedhető indexkövető alapot, angol nevén Exchange Traded Fundot (ETF). Az ETF jelentősége Európában is számottevő, 2005-ben az európai intézményi befektetők közel harmada fektette portfóliója bizonyos hányadát ilyen, a tőzsdén kereskedhető passzív alapba. A tőkepiaci törvény módosulásával várhatóan 2006. január 1-től Magyarországon is lesz lehetőség ilyen értékpapírok kibocsátására, és ezzel egy új termékkör válik elérhetővé a hazai és a magyar tőkepiacon aktív nemzetközi befektetőknek. Az alábbi cikk bemutatja az ETF-jegyek létrehozásának feltételeit, összehasonlítja a hazai befektetők által már jól ismert passzív befektetési politikájú befektetési alapokkal, és megvizsgálja egy, a BUX-indexet követő ETF bevezetésének lehetőségét a Budapesti Értéktőzsdére.

### Mi is az ETF?

Az ETF nem más, mint egy tőzsdén kereskedett indexkövető alap. Az elnevezés a terméktípus két nagyon fontos tulaj-

donságára utal. Egyrészt arra, hogy ez egy kollektív befektetési forma, ami egyidejűleg költséghatékony és diverzifikált befektetést tesz lehetővé. Az pedig, hogy tőzsdén kereskedett eszköz, azért fontos, mert

### A LEGFONTOSABB KÜLÖNBSÉG AZ ETF ÉS A HAGYOMÁNYOS BEFEKTETÉSI ALAPOK KÖZÖTT A LÉTREHOZÁSUK ÉS KERESKEDÉSÜK MÓDJÁBAN KERESENDŐ.

így a befektetők gyorsan, rugalmasan, alacsony költségek mellett tehetnek szert rájuk, illetve válhatnak meg tőlük. A gyakorlatban ez azt jelenti, hogy egy egész tőzsdeindexet meg lehet vásárolni, vagy el lehet adni egy egyszerű tőzsdei megbízással ugyanúgy, mint a részvények esetében. Az ETF mindig egy passzívan kezelt alapot jelent, és legtöbbször egy tőzsdei részvényindex, vagy újabban fix hozamú eszközök teljesítményét tükröző indexek alakulását másolja le. A passzívan kezelt alapok az aktívan menedzseltektől alapokkal szemben nem próbálnak meg a piacnál jobb teljesítményt elérni, mivel azt gondolják, hogy az alulértékelt papírok kiválasztása túlságosan költséges feladat, és hosszabb távon a piac hatékonysága miatt nem lehet, illetve nagyon nehéz tartósan a piac egészénél jobb teljesítményt elérni. A passzív alapok ezért egy jól diverzifikált értékpapír-portfólió kialakítását

végzik, általában valamilyen index összetételének megfelelően, és azt hosszú távon tartják.

Az ETF célja többnyire valamilyen index teljesítményének követése, erre azon-

ban a hagyományos passzív befektetési alapok is képesek. Az egyik legfontosabb különbség a hagyományos befektetési alapok és a tőzsdén kereskedhető indexkövető alapok között a létrehozásuk módjában keresendő. A kollektív befektetések közös tulajdonsága, hogy nagyobb vagyontömeget gyűjtenek össze egy alapba, és így költséghatékonyan tudnak diverzifikált portfóliót kialakítani, amiből a befektetők befektetési jegyek vásárlásán keresztül részesednek. Az ETF esetében is egy vagyontömeg hatékony befektetése a cél, itt azonban nem pénzüsszegeket gyűjtenek egy alapba, hanem a követett indexet alkotó részvényeket. Az ETF létrehozása tehát nem a pénzüsszegek befizetése ellenében történik, hanem az indexnek megfelelő kosárosszetételű értékpapírcsomagok átadásával. Az ETF kibocsátóját, aki rendelkezik a követett index tulajdonosának engedélyével is, az

ETF menedzserének vagy szponzorának nevezzük. A szponzor szerződést köt legalább egy meghatalmazottal, aki jogosulttá válik ETF-jegyek létrehozására és visszaváltására. A meghatalmazott feladata, hogy megszerezze akár kölcsönzéssel, akár vásárlással az ETF-alap létrehozásához szükséges értékpapírokat. A meghatalmazottnak olyan portfóliót kell kiépíteni, amely az index súlyozásának megfelelően tartalmazza a szükséges értékpapírokat. Az alap értékváltozása ezáltal az index árfolyamváltozását közvetíti. Az ETF-részvényeket tehát a szponzor bocsátja ki, de végső soron a megfelelően súlyozott értékpapírkosár előteremtésével a meghatalmazott hívja őket életre.

A meghatalmazott a későbbiekben árjegyzői szerepet tölt be az ETF-jegyek piacán. A meghatalmazotti szerepet általában nagy befektetési bankok vállalják, amik nagy mennyiségű értékpapírral rendelkeznek, illetve kedvező feltételekkel tudnak kölcsönözni értékpapírokat. A felépített portfólió értékpapírjait a meghatalmazott egy letétkezelőnél elhelyezi, és homogén értékpapírtömböket képez a mögöttes portfóliót feldarabolva. Ezek a tömbök vagy kibocsátási egységek általában 10 000 és 600 000 részvény között ingadoznak, leggyakrabban azonban 50 ezer ETF-jegy megtestesítő portfóliókat jelentenek. Ezután az ETF menedzsere kibocsátja az ETF-jegyeket, amelyek a mögöttes értékpapírcsomag arányos részére szóló követelést testesítik meg.

Az ETF jegyeinek létrehozását követően a meghatalmazott nyilvános részvénykibocsátáshoz hasonlóan értékesíti a befektetőknek az ETF-„részvényeket”. A kibocsátást követően az ETF jegyei a tőzsdén kereskedhetők. Az ETF-tulajdonosok két módon adhatják el a jegyeiket: vagy a nyílt piacon eladási megbízás révén, vagy – ha tulajdoni hányaduk megfelel egy vagy több kibocsátási egységnek, akkor – becserélhetik azt az ETF kibocsátójánál a mögöttes portfólió részvényeire. A meghatalmazott számára további motivációt jelent a tranzakcióban való részvételre, hogy piaci árjegyzőként is profitra tehet szert. Az ügyletben jutalékhoz jut az ETF szponzora, a meghatalmazott, a letétkezelő, valamint az értékpapír-kölcsönzés esetén az értékpapír kölcsönadója is.

#### AZ ETF ELŐNYE

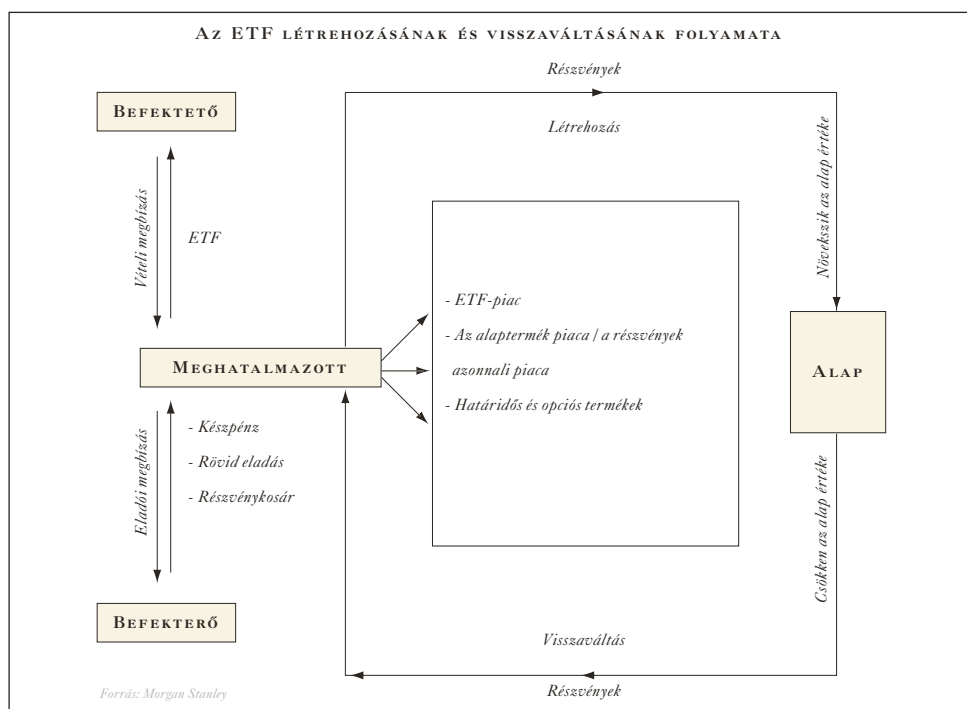
A tőzsdén kereskedhető indexkövető alapok számos pozitív tulajdonsággal rendelkeznek, ezért vonzó célpontot jelentenek az intézményi és a magánbefektetőknek egyaránt.

**Rugalmasság** A befektetési jegyek értékét naponta egyszer határozzák meg a nap végi nettó eszközérték alapján. Ennek következtében a befektető a vételi vagy eladási megbízás megadásakor nem tudja pontosan, hogy milyen áron vett vagy adott el, ez csak az egy jegyre jutó nettó eszközérték kiszámításakor de-

rül ki. Az ETF-részvények árfolyama ezzel szemben minden pillanatban ismert, a befektető előre tudhatja, hogy megbízása milyen árfolyamon jött létre. További előnye az ETF-nek, hogy a részvényeknél megszokott összes megbízástípus adható az ETF-jegyekre is, mint például limit és piaci vételi és eladási megbízás, valamint stopajánlatok, sőt az ETF részvényei rövide is eladhatók.

**Kisebbségi követési hiba** Az indexkövető, passzív befektetési eszközök célja a benchmark index teljesítményének minél pontosabb lemásolása. Az ETF egyik legnagyobb előnye a hagyományos passzív befektetési alapokkal szemben, hogy a „másolási hiba” jóval alacsonyabb az ETF esetében. Az index és az azt követő alap nettó eszközértékén elért hozam közötti különbséget az alap működtetése során felmerülő költségek okozzák, mint a létrehozás és visszaváltás költsége, a portfólió optimalizációs költsége, az index összetételében bekövetkező változások, valamint az osztalékok újrabefektetéséből származó költségek. Az indexkövető alapok kezelőinek az alapba beáramló és onnan kiáramló pénz ellenére lehetőleg pontosan kell követniük az index mozgását. Az alap pénzáramlásai miatt ez azzal jár, hogy az alapkezelőnek az eszközök egy részét készpénzben, illetve más likvid instrumentumokban kell tartania, így a portfólió ezen részének hozama elmarad az index hozamától.

**Költséghatékonyság** Az indexkövető alapok hozamát a likvid eszközökön túl az is rontja, hogy időnként értékpapírokat kell vásárolni vagy eladni, az alap megfelelő súlyozásának kialakítása miatt. Ez tranzakciós költségekkel jár, amely elosztva a teljes portfólión, csökkenti a befektetési jegyek értékét. Az indexalapokkal ellentétben az ETF managereinek nem kell az alap pénzáramlásainak megfelelően a portfólió folytonos újrásúlyozásával foglalkoznia. Ez kisebb tranzakciós költséget jelent, nincsenek brókeri díjak és nincs veszteség az egyes értékpapírok vételi és eladási árfolyama közötti különbségen sem. Az ETF-részvények tranzakcióiban csak a vásárláskor és eladáskor kirótt brókeri jutalék, illetve a vételi és eladási ár távolsága jelent költséget. Az ETF sikerének egyik kulcskérdése az előbbiekből miatt a likviditás, ugyanis a spread nagysága egy illikvid piacon komoly költségeket jelent a befektetőknek.



**Alacsony tranzakciós költségek** Az ETF mellett szól, hogy a részvényekre szóló megbízási díjak csökkenő tendenciát mutatnak. Nemzetközi összehasonlításban azt találjuk, hogy az aktívan kezelt alapokkal kapcsolatos tranzakciós költségek a legmagasabbak. Ennél alacsonyabbak az indexkövető alapok tranzakciós költségei, és még alacsonyabbak az ETF-részvények adásvétele kapcsán felmerülő költségek. Az ETF-jegyek vételkor és eladásakor csak a szokásos tőzsdei tranzakciós díjakat kell megfizetni, és nem számítják fel a hagyományos befektetési alapok visszaváltásánál megszokott jutalékokat.

**A pénzáramlások kezelése** Az ETF vásárlásakor nincs minimális befektetési értékhatár, így a fokozatosan beérkező pénzáramlásokat hatékonyan be lehet fektetni a részvénytársaság egészét reprezentáló eszközbe, a tranzakciókat csak a szokásos tőzsdei díjak terhelik. Továbbá rugalmasságuk és költséghatékonyságuk révén likviditásmenedzsment célokra is jól használható eszközt jelentenek az időlegesen rendelkezésre álló likvideszközök befektetésére.

**Az osztalékok kezelése** Az ETF osztalékpolitikája elsősorban az adott ország tőkepiaci szabályozásától függ. Európában és az Egyesült Államokban kétféle konstrukció terjedt el; az alap negyedévente fizet osztalékot, és az osztalék beérkezése és kifizetése között az alapkezelőnek az osztalékot egy nemkamatozó számlán kell tartania. Az ETF-részvény árfolyama ennél a konstrukciónál nem követi tökéletesen az index értékváltozását. A második esetben az alap az abszolút hozamú indexekhez hasonlóan az osztalékot azonnal az osztalékot fizető részvény vásárlására fordítja. Ez lehetővé teszi az index másolását minimális követési hiba mellett.

**Nagyobb likviditás** A likviditás a befektetési döntések meghozatalakor egyre nagyobb hangsúlyt kap. A nagyobb likviditás azt jelenti, hogy a befektető nagy mennyiségben adhat vagy vehet értékpapírokat, anélkül, hogy az értékpapír piacán a keresleti-kínálati viszonyokat megváltoztatná. Az ETF-jegyek esetében a likviditás meghatározza, hogy a befektető milyen költséggel tud felvenni eladási és vételi pozíciókat. Gyakori tévedés, hogy az ETF-részvények likviditása kizárólag az ETF-részvény piacának forgalmától és a szereplők számától függ. Az ETF-jegyek likviditásának fontos meghatározója az ETF mögöttes portfólióját ké-

pező termékek likviditása, azaz az index kosarában szereplő részvények likviditása. Ennek oka két arbitrázs-összefüggés, amely meghatározza az ETF-jegyek árfolyamát. Az ár fluktuálhat ugyan a kereslet-kínálat viszonyának megfelelően, azonban tartós eltérések nem maradhatnak fenn a mögöttes portfólió nettó eszközértékéhez képest. Amennyiben az ETF és az index értéke jelentősen eltér egymástól, ez folyamatos arbitrázsle-



hetőséget nyit a piac szereplői számára. A szereplők, miután észrevették a kockázatmentes profit lehetőségét, kihasználva azt, egyben likviditást generálnak az ETF piacának, és az ETF értéke közelít a mögöttes portfólió nettó eszközértékéhez. A Bloomberg mérései szerint az ETF piacán világszinten az átlagos spread nagysága a vételi és eladási árfolyamok között 0,867%, így az ETF a világ egyik leglikvidebb tőzsdei terméke.

## AZ ETF TÖRTÉNETE

Az első ETF-részvényeket 1993-ban a State Street Bank bocsátotta ki, hogy az indexalapok mellett alternatívát kínáljon a passzív befektetési politikát folytatóknak. A jegyek az AMEX tőzsdén kerültek bevezetésre, az ETF-részvények az S&P 500 index mozgását követték. Az indexalapokkal szemben ETF-részvényekkel lehetségessé vált, hogy a befektetők egy napon belül kereskedjenek az indexszel, vagy rövidebbre eladják azt.

Az ETF ötletét 1976-ban alkotta meg Nils Hakkanson, aki cikkében Purchasing Power Fundnak nevezte az ETF kibocsátóját. Konceptiója alapján az alap szuper-részvényeket bocsát ki a tőzsdén, amely lehetővé teszi az index kereskedését.

**Növekvő nemzetközi népszerűség** • Az 1993-as indulás óta az ETF piaca nagyon dinamikus növekedést mutat. 2005 szeptemberében a Morgan Stanley adatai szerint 400 ETF-fel lehetett kereskedni a világ 32 tőzsdéjén. Az alapok eszközértéke közel 360 milliárd USD volt, és a termék napi átlagforgalma 2005-ben 17,5 milliárd USD, ami majdnem 40 százalékos növekedést jelent az előző évi értékhez képest.

A legnagyobb ETF az S&P 500 indexre épül. A konstrukció olyan népszerűvé vált, hogy ma már számos befektetési bank hozott létre az S&P 500-ra épülő ETF-et. Forgalmát tekintve az 1993-as megalakítása óta és eszközállományát tekintve is a már említett, State Street Bank által létrehozott Standard & Poor's 500 Index Receipts vagy a szakzsargonba beépült „Spider” névre hallgató ETF a legnépszerűbb. A piac növekedését kezdetben az biztosította, hogy a határidős kereskedéssel szemben az ETF olcsó alternatívát jelentett a day-tradereknek. A Spider továbbra is a világ legnagyobb ETF-je, a State Street Bank azonban az összes ETF-re vetített piaci részesedés alapján 2004 óta a második helyre szorult, 21,6%-os piaci részesedésével. A vezető szerepet tavaly óta a Barclay's

AZ ETF-KIBOCSÁTÓK PIACI RÉSZESÉDÉSE  
(2005. szeptember)

TERMÉK	MEGHATALMAZOTT	PIACI RÉSZESÉDÉS NETTÓ ESZKÖZÉRTÉK ALAPJÁN
iShares	Barclay's Global Investor	47.40%
Street TRACKS, SPDR, Diamonds	State Street Global Advisors	21.60%
QQQ	Bank of New York	7.90%
OSSE Nikkei, TSE Topix	Nomura Asset Management	3.50%
Listed Index Fund	Nikko Asset Management	3.20%
IndEXchange DJ STOXX, DAX EX	IndEXchange AG	3.00%

Forrás: Morgan Stanley

Új lehetőségek előtt a hazai részvénytársaság

01

Global Investor birtokolja 47,4 százalékos piaci részesedéssel, az iShare alapcsaládja már több mint 130 ETF-részvényből áll, amellyel a világ közel egy tucat tőzsdéjén kereskednek. Érdekesség, hogy a harmadik legnagyobb ETF a Bank of New York által kibocsátott Nasdaq 100 Index Tracking Stock, vagy ismertebb nevén QQQ a Budapesti Értéktőzsde szabadpiacán is kereskedhető. Az amerikai papír magyar piacon történő kereskedése a jelentős járulékos költségek és a helyi piac likviditásának hiánya miatt nem válhatott sikeressé.

A passzív indexkövető befektetési politikát követő alapok súlya évről évre növekszik az Egyesült Államokban, és ezen belül fokozatosan növekszik az ETF jelentősége is. 2005 szeptemberében a teljes részvényállomány közel 17 százaléka volt indexkövető alapon, ennek harmada pedig ETF-ben, tehát a teljes részvényállomány 5,3 százaléka található ilyen típusú alapon. Az ETF az elmúlt 10 év mindegyikében két számjegyű növekedést produkált.

2002 óta lehetőség van fix hozamú értékpapírokból létrehozni ETF-et, ami újabb lendületet ad a piac növekedésének. Nemcsak részvénytőzsdéi és kötvénytőzsdéi indexekre lehet ETF-et kibocsátani, hanem lehetséges egyes szektorok, iparágak részvényeiből álló, rögzített összeté-

telű portfóliókra is hasonló terméket kialakítani.

Az Egyesült Államokhoz képest az európai ETF jókora késéssel jelent meg. Az első európai ETF 2000 áprilisában került bevezetésre a frankfurti tőzsdén. Az amerikai ETF jegyei azonban már ennél korábban elérhetők voltak néhány európai tőzsdén. Az európai ETF nettó eszközértéke 2005 szeptemberében 48,1 milliárd dollár volt, ami az amerikai ETF-piac ötödével egyezik meg. Jelentős növekedési lehetőségek látszanak az európai piacokon is, ha a nyugdíjpénztárak és a magánbefektetők is felismerik az ETF előnyeit.

Európában az ETF befektetői összetétele országonként jelentősen eltér egymástól. Míg például Svájcban az ETF-papírok meghatározó része privát banki ügyfelek, azaz jelentős pénzügyi megtakarításokkal rendelkező magánszemélyek kezében van, addig az Egyesült Királyságban a magánbefektetői réteg szinte teljesen hiányzik e termék befektetői bázisából. Ez annak köszönhető, hogy a szigetországban a kontinentális Európától eltérő pénzügyi termékeket értékesítő hálózat alakult ki. Ott a befektetési termékeket magánbefektetők számára elsősorban pénzügyi tanácsadók értékesítik, akik pénzügyi tanácsaikat térítésmentesen nyújtják az ügyfeleknek. A tanácsadóknak a befektetési alapok fizetnek díjat azért a szolgáltatásért, hogy az ő alapjaikat ajánlják a tevékenységük során. Mivel azonban az ETF kibocsátója közvetlenül nem érdekelt abban, hogy a végfelhasználók vásároljanak

a kibocsátott ETF-jegyekből, hiszen ő közvetlenül csak egy szűk körnek, a meghatalmazott

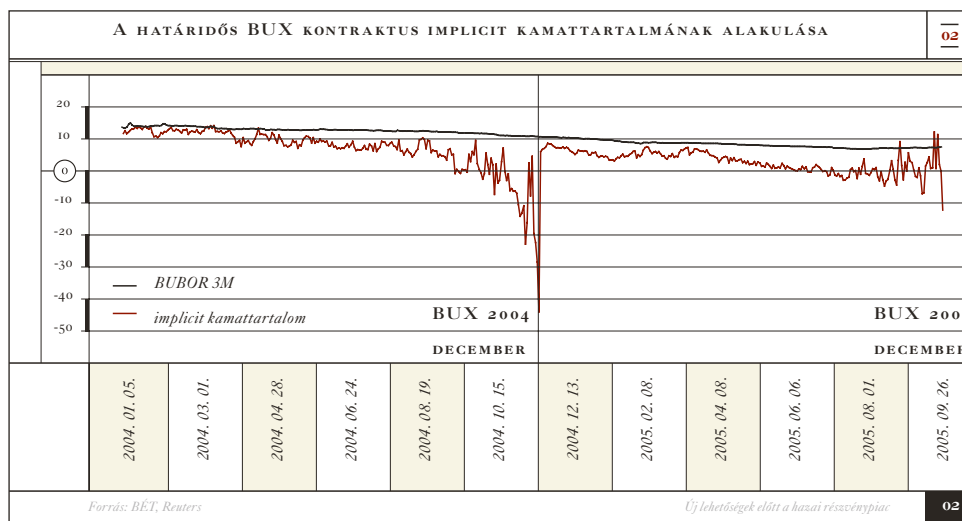
partnerek felé értékesíti az ETF-et, ezért ők nem fizetnek a pénzügyi tanácsadóknak, akik így nem ajánlják ezt a befektetési eszköz-típust az ügyfeleknek.

#### A BUX-ALAPÚ ETF BEVEZETÉSÉNEK ELŐNYEI A BUDAPESTI ÉRTÉKTŐZSDÉN

Egy BUX-on alapuló ETF a Budapesti Értéktőzsdén vélhetően hamar nagy népszerűsége tehet szert. Ennek oka, hogy mind a külföldi, mind a hazai intézményi befektetők nagy része a BUX-indexet használja benchmarkként, részben vagy egészben, ami azt jelenti, hogy portfóliójuk egy része a BUX-index súlyozásának megfelelően lett kialakítva. Az index súlyozásától való eltérést az határozza meg, hogy mennyire aktívan kezeli a vagyongekezelő az adott részvény-alapot. Azonban még az aktívan kezelt részvényalapok számára is a BUX súlyozása azonban a mérvadó, hiszen az alap teljesítményét többnyire azzal hasonlítják össze. Ezek az intézményi befektetők tehát valószínűleg jelentős keresletet támasztanak majd egy BUX-indexre épülő ETF iránt. Versenyelőnyt jelenthet az, ha Budapesten sikerülne a kelet-közép-európai feltörekvő piacok közül elsőként egy ETF-et bevezetni. A külföldi intézmények számára így elérhetővé válna egy egyszerű és olcsó eszköz, amellyel részt vállalhatnak a piac árfolyamváltozásából, illetve bármikor ki is léphetnek onnan. Ez jelentős többletlikviditást generálna a piacnak hosszú távon, amely a magyar piac kockázati felárát csökkenti. Ugyanakkor a piacra való gyors be- és kilépés miatt egyben a volatilitás növekedéséhez is hozzájárulhat.

A lakosság körében az ETF szintén gyors népszerűsége számíthat. A magyar megtakarítási szerkezet ugyan meglehetősen konzervatív, ami nem kedvez a részvény típusú megtakarításoknak, azonban az elmúlt években a részvénytőzsdéi kiváló teljesítménye optimizmusra ad okot. Az aktívan kezelt indexalapok hozama az elmúlt években jól követte a BUX-index értékváltozását, azonban egy BUX alapú ETF a követési hibát még továbbcsökkenthetné. Amennyiben a részvényekre szóló megbízási díjak hazánkban is tartósan és jelentősen alacsonyabbak lesznek,





mint a befektetési jegyek adásvételének költségei, ez valószínűleg kedvezően befolyásolhatja egy ETF elterjedését. Közvetve azonban lehetséges, hogy még hamarabb részt vállalna a lakosság az ETF piacának növekedésében; különböző strukturált termékek megvásárlásán keresztül. A hozamgarantált alapok növekvő népszerűsége bizonyítja, hogy életképes lehet egy olyan befektetési alap, amely a garantált hozamon túl BUX-participációt kínál.

Egy BUX ETF népszerűségét vetíti előre az is, hogy a BÉT származékos piacán a magánbefektetők adják a forgalom jelentős részét, és körükben az egyik legnépszerűbb termék a határidős BUX kontraktus. Sokan ugyanis szeretnék részvényt piaci kitétséget vállalni, azonban a portfólió-összeállítás gondjával nem szeretnék foglalkozni, ezért az egész piac teljesítményét tükröző indexet vásárolják meg. Erre ma a piacon az aktívan kezelt indexkövető alapok mellett a határidős BUX-kontraktus jelenti az egyetlen lehetőséget. A BUX ETF azon befektetők számára is elérhetővé teszi az indexbe történő befektetést, aki nem szeretne tőkeáttételt alkalmazni a befektetés során, vagy nem szeretne a határidős befektetéshez szükséges letétek szintjével foglalkozni. Egy határidős BUX-kontraktus árfolyamértéke több mint 2 millió forint, az ETF-jegyek vásárlásával ennél jóval kisebb értékben is lehet majd kitétséget vállalni, és így kisebb befektetők számára is elérhetővé válik majd ez a lehetőség. Például, ha egy jövőbeni BUX ETF-jegy a BUX nominális értékével lenne egyenlő, akkor a mostani árfolyamok alapján egy jegy értéke 21-22 ezer forint lenne, szemben a BUX határidős kontraktusa 2 millió forintos árfolyamértékével, amihez a befektetőnek körülbelül 400-500 ezer forintnyi letétre van szüksége.

A BUX alapú ETF penetrációjára csak az index összetétele jelent veszélyt. A 4 legnagyobb részvény megvásárlásával a befektető gyakorlatilag 89%-os pontossággal másolhatja le az indexet, a tíz további értékpapír súlya az indexben ugyanis éppen csak meghaladja a 10%-ot.

Kérdéses, hogy ki lenne a BUX ETF kibocsátója. Néhány nemzetközi és hazai szereplő rendelkezik csupán elegendően nagy portfólióval, hogy képes legyen egy ETF-et létrehozni. Mindemellett a kibocsátónak árjegyzőt is kell találnia, aki biztosítja a szükséges likviditást.

Egy BUX ETF megjelenésével új arbitrázslehetőségek nyílnának meg a magyar piacon, hiszen immár nemcsak az azonnali piac és a határidős piac között állna fenn egy arbitrázskör, hanem az ETF és az azonnali piac, illetve az ETF és a határidős piac között is. Ez plusz likviditást generálhat, nemcsak az ETF, de az azonnali és határidős termékek piacán is.

#### ARBITRÁZSLEHETŐSÉG A BUX HATÁRIDŐS PIACÁN

Az alábbiakban bemutatjuk, hogy jelenleg milyen kihasználatlan arbitrázslehetőség kínálkozik a BUX határidős piacán, és az hogyan válna elérhetővé a befektetők számára egy BUX ETF megjelenésével.

A BUX határidős kontraktusának kamattartalma időben nagyon hektikusan alakul, és gyakran félreárazottnak minősül az arbitrázsmentességi árazás elve alapján, amely szerint a határidős ár alakulását csak az azonnali piaci ár alakulása és a hitelfelvételi és kockázatmentes kamattartalmának alakulása határozza meg. Ezzel szemben a határidős BUX piacán azt találjuk, hogy a kamattartalom na-

gyon változó, sőt előfordul olyan szituáció is, amikor negatív kamattartalom van jelen a határidős árban. Ilyenkor a határidős ár alacsonyabb, mint az index tényleges értéke. A BUX kamattartalma az esetek nagy többségében negatív irányban tér el a benchmark kamatlábtól. Ez azt jelenti, hogy az elméleti árhoz képest olcsón lehet határidős BUX-ot vásárolni. Az arbitrázsöröknek ekkor ezen a piacon kellene BUX-ot vásárolni, és egyidőben a relatíve drágább piacon kellene eladniuk az index összetevőit az azonnali piacon. A határidős piaci vásárlás nem jelent különösebb problémát, azonban az azonnali piaci eladás nem minden esetben lehetséges. Ekkor ugyanis olyan részvényeket kellene eladni, amelyek nincsenek az arbitrázsör birtokában, azaz rövidre kellene azt eladniuk.

A fenti ábrán a folytonos vonal a határidős BUX-kontraktus implicit kamattartalmát ábrázolja, a szaggatott vonal pedig egy benchmark kamatláb, a három hónapos BUBOR alakulását mutatja. A függőleges vonal 2004. december 17-én a 2004-es lejárat kifizetését jelöli, ettől az időponttól kezdve a 2005. decemberi lejárat kamattartalmát láthatjuk az ábrán. A határidős BUX kamattartalmának mindvégig a benchmark hozam közelében kellene lennie, és sohasem lehetne negatív, abban az esetben, ha volna lehetőség shortolásra és ezáltal arbitrázsrá.

Mi köze van a fentieknek és a határidős BUX-nak az ETF-hez? A fent elmondottak miatt fontos lenne, hogy egy újabb arbitrázskör nyíljon meg a befektetők/arbitrázsörök előtt a piaci anomáliák megszüntetésére. Azáltal válik ez lehetővé, hogy nemcsak a határidős és az azonnali piaci árak, azaz a kalkulált BUX-index értékét kell és lehet összehangolni, hanem a BUX-index értékét az ETF árfolyamával (nettó eszközértékével), valamint – és ez jelenleg a fontosabb arbitrázskört jelentheti a magyar piacon – az ETF és a határidős piacon tapasztalható árák összehangolását. A kölcsönzést és a shortolási lehetőségeket bővítheti az ETF megjelenése, ugyanis az ETF-et is, mint bármely más részvényt lehetséges rövidre eladni. Ennek természetesen előfeltétele egy likvid piac, ami lehetővé teszi az ETF-jegyek kölcsönzését. A BUX ETF rövidre eladása helyettesíthetné az azonnali piaci részvényeladást, sőt annál hatékonyabban és gyorsabban, pontosabban lenne megvalósítható. ■