



## HÍRLEVÉL

Tisztelt Partnerünk!

Regisztrált partnereink részére, a nyári szabadságok ideje alatt is igyekszünk tájékoztatást adni a vállalkozásunkat érintő üzleti hírekről, aktuális üzleti ajánlatainkról, s honlapunkon keresztül (a [www.blochamps.hu](http://www.blochamps.hu) címen) továbbra is próbálunk címszavakban információt szolgáltatni a BloChamps Pénzügyi Tanácsadó Kft. közreműködésével folyó különböző projectekben való részvételi lehetőségekről vagy azokkal összefüggő javaslatainkról.

Örömmel ajánljuk figyelmébe továbbá, a Manager Magazin 2003. júliusi számában megjelent „Befektetés forintban, adósság devizában?” című cikket, mely Karagich Istvánnal, Cégünk pénzügyi igazgatójával készített interjú alapján készült. A Manager Magazin megvásárolható nyomtatásban, illetve a hivatkozott cikket jelen hírlevelünk mellékleteként is olvashatja.

Budapest, 2003. július 01.

Üdvözlettel:

BloChamps Pénzügyi Tanácsadó Kft.

## Befektetés forintban, adósság devizában? ( 2003. június közepe )

Az árfolyamkockázatok menedzselése kissé sejtelmes fogalomnak tűnik, amely csak jól képzett pénzügyi szakemberek életében merül fel. Pedig a forint és más devizák közötti választás minden magánember minden egyes megtakarítási és hitelfelvételi döntésében meggondolandó.

Valamikor az „átkosban” a deviza fogalma a forinttal ellentétben egyenlő volt a stabilitással, az értékállósággal. A hazai megtakarítók jobban bíztak a párna alatt tartott dollárban, német márkában, mint a bankban kamatoztatott forintban, és a legnagyobb fő nyereségnek az számított, ha valaki devizában kapta fizetését. Azóta alaposan megváltozott a helyzet, Magyarország az OECD tagja lett, majd konvertibilissá vált a forint és az addig szűken tartott intervenciós árfolyamsáv is kinyílt. A forint kiszabadult korábbi mesterséges gyengeségéből és a fejlett országokat meghaladó gazdasági növekedése, valamint a várható EU, és EMU-konvergencia miatt alaposan megerősödött az euró, illetve különösen az amúgy is sokat gyengülő dollár ellenében. Az elmúlt években így alaposan elverték a forintalapú megtakarítások a devizalapúakat (lásd későbbi összehasonlításunkat). Természetesen ez az utca sem egyirányú, 2003 májusának végén erről mindenki meggyőződhetett, mert éppen hirtelen forintgyengülést lehetett tapasztalni. A forint/euró és forint/deviza átváltás tehát a következő években is bármilyen irányba elmozdulhat, ám a forint és más devizák közötti választást minden szinten (a magánmegtakarítóktól a hatalmas külkereskedelmi forgalmat bonyolító export/import vállalatokig) érdemes átgondolni és a jövőbeli árfolyamok ismerete nélkül is racionálisan kezelni kell. A kezelésnek is több szintje lehet, van aki stabilizálni kívánja bevételeit, megtakarításainak hozamát, vagyis kockázatot csökkent, van aki pedig éppen abból szeretne meggazdagodni, hogy úgy véli jól tippeli meg a nemzetközi árfolyammozgásokat, vagyis nyitott pozíciókat vesz fel, azaz kockázatot.

Ezen módozatok ismertetésekor tekintsük át néhány számpéldával, milyen folyamatok is zajlottak a közelmúltban a devizapiacokon, illetve hogyan kalkulálható a későbbi megtérülés!

### **Múlt és jövő**

Az elmúlt években a forint megtakarításoknak hatalmas hozamelőnye volt a devizabefektetésekkel szemben. Példánkban vegyünk egy olyan befektető esetét, aki három évvel ezelőtt, 2000 júniusában úgy látta, hogy három évre van egymillió forint befektetni való pénze, és mivel nem kívánt aktív befektetés-menedzseléssel foglalkozni, az összeget valamely kockázatmentes állampapírpiacra szeretne elhelyezni. A hazai állampapírpiacra 2000 júniusában a hároméves kötvényekre éppen éves szinten tíz százalékos hozamot lehetett realizálni, az azonos futamidejű eurókötvény befektetésre évi négy százalékos hozamot kellett adni egy euróért. Lássuk ezek után a forint és a deviza megtakarítás eredményeit!

Ha emberünk egymillió forintját három éven keresztül 10 százalékos hozammal kamatoztatta, 2003 júniusában 1,331 millió forinttal zárta az idő szakot.

Ha azonban egymillió forintján eurót vett, az átváltásnál kapott 3846,2 eurót, ezt három éven át négy százalékos kamattal befektetve 2003 júniusára 4326,4 euró állt rendelkezésére, ekkor azonban már csak 250 forintot ért egy euró, az aktuális árfolyamon visszaváltott befektetés végeredménye 1,082 millió forint.

Vagyis az azonos kockázatokat megtestesítő állampapírpiacokon a forintbefektetés 331 ezer forintnyi összkamattal járt, míg az euróbefektetés forinthatáma csak 82 ezer forint volt, a különbség tehát igen jelentős, hiszen nem pusztán a nominális kamat volt a forintmegtakarítás esetében magasabb, de még az árfolyam is a forint javára változott.

Nézzük az aktuális helyzetet! Természetesen a három évvel későbbi érvényes euró/forint árfolyamot ma nem ismerhetjük, de meghatározhatjuk azt a pontot, ameddig a forint, és azt, ahonnan az euró bizonyul jobb befektetésnek. A mai euró/forint átváltás, mint láttuk 250 forint, a hároméves magyar állampapírpiaci hozam 6,2 százalék, az európai 2,5 százalék. A hároméves időtáv kiválasztása azért is praktikus, mert optimális esetben 2006 júniusában akár már meg is szűnhetne a forint, amikortól ez az összehasonlítás

már értelmét veszti (igaz valószínűleg csak 2008-2009 környékén válhat valóra az euró hazai bevezetése).

Az egymillió forint jelenlegi három éves hazai befektetése 1,198 millió forintot hoz idő szakunk végén. Ha azonban most euróra váltjuk forintunkat, három évig az eurókötvények kamatával kamatoztatjuk, a három év végén 4037,6 eurónk lesz. Ez abban az esetben haladja meg a forint-befektetés megtérülését, vagyis csak akkor hoz több forintot 2006 júniusában, ha akkor az euró 297 forintba, vagy ennél is többbe kerül, vagyis ha a következő három év igen erős forintgyengülést hoz. Mint láthatjuk az állampapíripiaci befektetéseket összehasonlítva még mindig erősebbek tűnnek a forint hozamelőnye, igazság szerint az állampapíripiacon csak annak érdemes az euróalapú befektetést választani, aki valamilyen oknál fogva a forint összeomlásától tart.

Természetesen vannak olyan befektetések, ahol az aktuális döntés meghozatalakor nem pusztán az idő szak végi devizaárfolyam ismeretlen, de az idő szakra jutó százalékos megtérülés is, így a fenti számítást nem lehet elvégezni a változó kamatozású kötvények, a befektetési alapok, a részvények, vagy éppen valamilyen ingatlan-befektetés piacán, de a forint stabilitásának és a remélt konvergenciatörténetnek a figyelembevételével nem valószínű, hogy a forint érdemben gyengülni fog a jövőben, így egy forintalapú és egy devizalapú befektetés közül úgy tűnik, hogy csak akkor érdemes a devizalapút választani, ha a nominálisan kimutatott hozamlehetőség magasabb. Természetesen a befektetési tanácsok elmaradhatatlan arany szabálya itt is leszögezhető, a legkörültekintőbben akkor járunk el, ha befektetéseink megosztásával (vagyis a portfólió diverzifikálásával) redukáljuk kockázatainkat.

### **Fedezeti ügyletek**

Kockázataink csökkentésének egyik módszere a megtakarításaink pénznemek szerinti diverzifikálása. A másik hatékony módszer valamely más devizapiacra, vagy más devizapiacra határidős fedezeti ügyletet kötni. Magánszemélyek életében is felmerülhet az eset, amikor későbbi devizabevételnk, vagy későbbi devizakiadásunk előre látható, és már most szeretnénk tudni, hogy forintban ez akkor mit jelent majd nekünk. Ilyenkor kiváló

segítség a határidős piac, a dollár és az euró ugyanis a kamattartalmak alapján egy már ma meghatározható árfolyamon megvehető és eladható későbbi időpontra is.

Egy újabb példával tételizzük fel, hogy saját jövedelmi helyzetünket megvizsgálva, arra jutunk, hogy az elkövetkezendő egy évben körülbelül havi százezer forintot tudunk félrerakni, így esedékessé vált autóvásárlásunkhoz egymillió forint egyéves kölcsönt fel tudunk venni. Számlavezető bankunk két ajánlattal áll elénk, évi hét százalékos kamattal egyéves eurókölcsönt kínál, illetve évi tíz százalék kamattal egyéves forintkölcsönt. A hét százalékos kamat természetesen vonzóbbnak tűnik, ugyanakkor gondolkodhatunk úgy is, hogy mivel bevételeink forintban jelentkeznek, a forintkölcsön kiszámíthatóbb, azt biztosan vissza tudjuk fizetni, hiszen a havi százezrekből egy év múlva rendelkezésünkre áll az 1,1 millió forint. E gondolat szerint az eurókölcsöntől viszont félhetünk, mert nem tudjuk, hogy egy év múlva hány forint is lesz a visszafizetendő euró. Nézzük meg, hogy a határidős piacon milyen áron lehet venni 2004 júniusi eurót. Azt találjuk, hogy 254 forinton kapható. Ezek után könnyen elvégezhető az összehasonlítás. Az egymillió forintos forintkölcsön egy év múlva 1,1 millió forint visszafizetését jelenti számunkra. Ha azonban az egymillió forintnak megfelelő négyezer eurónyi eurókölcsönt vesszük fel, 2004 júniusában 4280 eurót kell visszafizetnünk, azt pedig már ma rögzíthetjük, hogy mi ezt akkor 254 forintért vesszük meg, ami 1,087 millió forintunkba fog kerülni. Jelen példánkban tehát jobban megérte a devizakölcsönt választani. Ha a határidős euró 257 forintba, vagy ennél is több forintba került volna, vagyis a piac az euró érdemi erősödésére számított volna, akkor a magasabb nominális kamat ellenére is a forintkölcsönnel jártunk volna jól. A határidős adásvétellel elérhetjük, hogy már pontosan előre rögzítsük mennyi forintba is kerüljön nekünk egy euróvisszafizetés, vagy éppen mennyi forintot is érjen egy későbbi euróbevétele. Ezzel megóvjuk magunkat attól a kockázattól, hogy a hitel visszafizetése forintban a vártnál többbe kerüljön, ugyanakkor az is biztos, hogy egy esetleges erős eurógyengülésnél nem járhatunk "extra" jól, hiába esik például 240 forintig az euró 2004 júniusára, nekünk akkor is a rögzített 254 forintunkba fog kerülni.

A határidős piac működésének ismeretében az első példában vizsgált ismert hozamú befektetések közötti döntés még egyszerűbbé válik. Amennyiben a magyar

állampapírpiacra 6 százalékos az éves hozam, az eurókötvények piacán pedig 2,5, akkor ha jelenleg 250 forint egy euró, mindaddig a forintbefektetést érdemes választani, ameddig a 2004. júniusi euró nem kerül többre, mint 258,5 forint.

### A profik

A devizapiac sajátossága folytán két egészen eltérő mentalitású csapat alkotja a fejlettebb devizapiaci termékek (határidős és opciós termékek) már ma is aktív ügyfélkörét. A külkereskedelmi kapcsolatokkal és megfelelő pénzügyi ismeretekkel rendelkező vállalatok árfolyamkockázataik csökkentése érdekében kötnek fedezeti ügyleteket. Mint láttuk, a vállalatok a jobb tervezhetőség érdekében szeretnék tudni, sőt rögzíteni, hogy később esedékes devizabevételeik, vagy devizakiadásuk forintban kifejezve mennyit érnek, azaz redukálják árfolyam-kockázatukat. A kockázatcsökkentés lényege, hogy az exportőrök rögzítik, hogy mennyi forintot fog érni a későbbi devizabevételük, az importőrök pedig rögzítik, hogy legfeljebb mennyit kell majd fizetniük a később esedékes behozatalért. Ezen vállalatok tehát éppen akkor spekulálnának, éppen akkor kockáztatnának, ha nem kötnék fedezeti ügyletet. (A kis- és középvállalatok legnagyobb részénél ugyanis a mai napig nincs devizaárfolyam elmozdulásra vonatkozó megfelelő kockázatkezelési stratégia és koncepció. A fedezeti ügyletek megkötéséhez a banki szolgáltatók és termékek közül az adott megbízói szándékokra szabott megoldás kiválasztásához, az egyéni kockázat felméréséhez, érdemes a devizapiaci területre specializálódott pénzügyi tanácsadó kft.-hez fordulni. A vállalati pénzügyi kultúra fejlődésével egyre több vállalat látja be, hogy ami a „házon” belül hiányzik, azt megfelelő szakmai tanácsadókkal pótolni lehet, ráadásul a tanácsadó díja rövid idő alatt többszörösen térülhet meg.)

-----

A másik aktív treasury ügyfélréteg a devizapiaci spekulánsok, ők kifejezetten kockáztatnak, az általuk megtippelt devizapiaci trendekből törekszenek profitrealizálásra. Előbbiek aktivitása és üzleti iránya nagyjából kiszámítható, hiszen a kevésbé változó kereskedelmi kapcsolatok egyfajta lenyomata a határidős aktivitás, míg utóbbiaknál, bár mindig vannak trendek, slágergyanús termékek, (gyakran jellemző, hogy egyszerre sokan

spekulálnak ugyanarra, például újabban a dollár gyengülésére), mégis állandó adásvételi szándékukkal a szükséges piaci likviditást teremtik meg.

Karagich István devizapiaci szakértő, a Blochamps Kft. pénzügyi igazgatója, korábban a K&H Equities Rt. devizaüzletágának vezetője szerint a honi határidős OTC devizapiac fejlettsége bőven hagy még kívánnivalót maga után. Ezért részben maguk a bankok a felelősök, amelyek még mindig nem törekszenek az ügyfelekkel a fontos kockázatcsökkentő eszközök megismertetésére, a megbízók szakmai továbbképzésére. Ügyféloldalon a jellemzően banki, bróker munkavállalói tapasztalattal bíró spekulánsréteg fejlettebb és többek között koruknál fogva is fogékonyabb a származtatott termékekre, megoldásokra, mint a vállalati pénzügyesek, a vállalati könyvek rendben tartása ugyanis egészen más attitűdöt kíván, mint a fedezeti tervezés és lebonyolítás. Az elmúlt évek árfolyam elmozdulásai egyébként inkább az exportőröket kényszerítették rá a szakmai fejlődésre, hiszen a folyamatosan erősödő forint miatt muszáj volt megtanulniuk a kockázatcsökkentő eszközök használatát.

A tapasztalatok szerint a bankok ugyan jó treasury szolgáltatást nyújtanak a nagyobb ügyfeleknek, ám a kis- és középvállalkozások (amelyek legfeljebb havonta egyszer jelentkeznek, legfeljebb félmillió dolláros üzleteikkel), vagy a magánszemélyek már nem feltétlenül kívánatos megbízók. A nemrégiben a bankok treasury szolgáltatásait átfogó elemzésben összehasonlító szakember szerint vannak ugyan üdítő kivételek, mint a már ma is széleskörű és magas színvonalú szolgáltatást nyújtó Inter-Európa Bank, Takarékbank és az OTP Bank, valamint az e téren nyitni készülő Erste, ám sok kereskedelmi „nagybank” kimondva-kimondatlanul nem tudja vagy nem akarja felvállalni a közepes kliensek professzionális határidős OTC devizapiaci kiszolgálását. Ezért vagy olyan limiteket határoznak meg (csak bizonyos cégméret felett hajlandók üzletet kötni, ráadásul a limit megállapítása is 3-9 hónapot vesz igénybe), vagy olyan költségeket, árjegyzési feltételeket állapítanak meg, hogy a kisebbeknek egyáltalán ne lehessen üzletelni, vagy egyszerűen ne érje meg számukra a tranzakció.

Karagich István kritikus véleménnyel illetve a hazai banki treasury-k üzletkötői hozzáállását. Jellemző mentalitásnak véli, hogy az elmúlt évek kényelmes, széles marge-

zsal jegyző szerepéhez szokott bankok nem azáltal kívánják eredményüket, jutalékbevételeiket növelni, hogy elterjesztik a fejlett instrumentumok használatának előnyeit, és így több ügyfélről, nagyobb forgalom után szednek piackonform díjakat, hanem a meglévő ügyfelek esetleges kárára nyomják meg jobban az árjegyző ceruzát. Az sem növeli a treasury ügyfelek üzletkötési hajlandóságát, hogy a dealerek legjobb együttműködési szándéka mellett is gúzsba kötik a kezüket az adminisztratív, üzletpolitikai kötelmek, vagy az teljes ügyfélállomány kockázatainak kezelésére, mark-to-market beértékelésére képtelen informatikai rendszerek.

### **Forintkilátások**

A devizapiac működésének ismerete segíthet egyszerűbb döntések meghozatalában, avagy későbbi euróbevételek és kiadások forintértékének rögzítésében, mégis alapvető kérdés marad, hogy milyen trendek várhatók, inkább a forint erősödése, avagy gyengülése valószínűsíthető a jövőben. A forint árfolyam-mechanizmusának alapját jelenleg az az intervenció sáv adja, amely a 276,1 forintos eurónál meghatározott sáv középtől plusz/mínusz 15 százalékgig engedi eltávolodni a forint jegyzését. Amennyiben az euró már csak 234,685 (erős oldal) forintot ér, és akad olyan forintvásárló, aki még ennél erősebb forintot is hajlandó megfizetni, a jegybank beavatkozik és forintot ad el (eurót vásárol). Ha azonban 317,515 forintot érne már egy euró és még mindig lenne olyan forinteladó, aki a gyenge forintárfolyam ellenére megszabadulna forintjától, a jegybank ismét beavatkozik és forintot vásárol, eurót ad el (igaz, ezt csak addig tudja megtenni, amíg van eurója, vagyis a mindenkori devizatartalék terhére). Jelen pillanatban úgy tűnik, hogy amíg a forint megmarad, vagyis az euró bevezetéséig a gazdaságpolitikai vezetés kitart e sáv mellett. Mindez azt jelenti, hogy az aktuális 250 forintos eurós szinttől sokkal nagyobb tere van a forint gyengülésének (67,5 forintot is tud a rendszeren belül gyengülni), mint a forint erősödésének (15,5 forintot tud erősödni). Érvek mindkét irány mellett vannak, ám elemzők nem tartják valószínűnek a sokkal gyengébb forintot. A forint gyengülését indokolnák a sajnálatosan megromlott makrogazdasági mutatók, a lassuló gazdasági növekedés és az egyensúlyi mutatók erős felborulása. Spekulatív magyarázat is lehetne, hiszen amennyiben a magyar gazdaság



kockázatos befektetési tereppé válna, és a külföldi befektetők (első sorban az állampapír-birtokosok) egyszerűen távozni szeretnének az országból, akkor hirtelen forinteladásaik alaposan meggyengíthetnék a jegyzést. Erre azonban nincsen túl nagy esély, a külföldiek számára (mint azt fenti hozam összehasonlításaink is jól példázták) még mindig vonzó reálhozamot kínál a magyar állampapírpiac. A külföldiek Magyarországot egyre alacsonyabb kockázatúnak ítélik, a spekulatív tőkés inkább forintot vásárol, mert bízik az EU, és az EMU-csatlakozás kínálta befektetési lehetőségekben és mindezek mellett a magyar gazdaságpolitikai irányítóknak (hangsúlyosan a jegybanknak, de a Pénzügyminisztériumnak is) érdeke az erős forint, mert így az inflációs célokat könnyebb teljesíteni. Ráadásul a szükségesnél nagyobbak a hazai devizatartalékok, a csatlakozás közeledte miatt nincsen szükség a tízmilliárd eurós tartalékra, így amennyiben a forint gyengülne, akkor a jegybank bármikor örömmel ad el eurót (ilyenkor több forintot kap érte és extranyeresége keletkezik), ami szintén a forint visszaerősödését okozza). Összességében tehát több szempont van a forint erősödése mellett, várhatóan a következő években is inkább a sávközépnél tíz százalékkal erősebb forint lehet az árfolyamcentrum.

### **Kétirányú utca – volatilis forint**

A 2003. januári “spekulációs támadás” után újabb mozgás pezsdítette meg a hazai fizetőeszközt, mely regnálásának utolsó néhány évére végre technikai szemszögből is „igazi” devizává kezd válni. A közelgő euró-csatlakozásig ugyanis akár 20-25 forintos forint-sávon belüli mozgás és az ezzel járó volatilitás növekedés sem kizárt, ami a külkereskedelemben érdekelteket, mind exportőrként, mind importőrként az euró bevezetéséig komoly kihívás elé állíthatja majd. A hirtelen értékvesztés (246⇒256 EURHUF) egyik elsődleges okaként a forint stabil szinten tartását célzó jegybanki intervenció megszűnését jelölte meg a szakember, mely a kötvénypiaci benchmarkok elsősorban a rövid futamidőket megrázó 30-60 pontos emelkedésével volt párhuzamos. A sorozatosan kedvezőtlen makrogazdasági adatok mellett borítékolva volt ugyan egy hasonló árfolyamgyengülés, azonban az ECB levegőben lógó kamatcsökkentése miatt beáramló tőke és az MNB említett jelenléte ez eddig stabilan tartotta a forintot. (Véltetőleg, a piaci szereplők sem a boldogságtól könnybe lábadt szemmel fogadták a friss GDP adatot, mely csupán 2,7%-os bővülést mutatva 6 éves mélypontot jelentett.) Karagich István véleménye szerint az igazi rohamot a forint ellen azonban néhány forint opció külföldi lehívása, több nagyvállalati osztalékfizetés időzítése és az elmozdulásra ráharapó londoni befektetési bankok indították el. A tartósan 256 forint feletti szint viszont az éves inflációs célkitűzés beteljesülését veszélyeztetné, így a jegybanknak vagy kamatemeléssel vagy intervencióval kell a kialakult helyzetet kezelnie.