

VIDOVICS-DANCS ÁGNES

## Kizárólag fedezeti céllal

Jelen tanulmány arra szeretné felhívni a figyelmet, hogy néhány kiemelt pénzügyi fogalom meghatározása közel sem olyan egyértelmű, mint amennyire elsőre tűnhet – és ez olykor jogszabályok értelmezését is bizonytalanná teszi. Az itt leírt gondolatok sokéves pénzügyi kockázatkezelési gyakorlat során fogalmazódtak meg. Vannak a piacokon olyan befektetési formák, amelyeket a szabályozók védeni akarnak bizonyos kockázatoktól, ezért előírják a vagyon kezelőinek, hogy származtatott ügyleteket kizárólag fedezeti céllal köthetnek. Ez a gyakran visszatérő szófordulat adja a tanulmány alapját. Az írásnak nem célja megadni a helyes, egyetlen, igazi definícióját az érintett fogalmaknak, inkább a témában gondolatokat szeretne ébreszteni.\*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G28, G32.

„A bank veszélyes üzem” – mondta nekünk Ligeti tanár úr banküzemtan-előadáson. Valószínűleg a pénzügyi piacok minden szegmensére kiterjeszthetjük az állítását. Veszélyesek, és folyamatosan változnak, fejlődnek. Éppen ezért a nemzetközi és hazai szabályozó szervek – nagyon helyesen – igyekeznek a rendelkezésükre álló eszközökkel olyan keretet teremteni, amely megelőzheti, hogy nagy baj legyen. Például, hogy a szakmai ismeretekkel nem rendelkező kisbefektetők tömegei ne veszíthessék el a nyugdíjas éveikre félretett pénzüket úgy, hogy nem is tudják azonosítani, értelmezni a vállalt kockázatokat.

A pénzügyi termékek között külön kategóriát jelentenek a származtatott, más szóval derivatív ügyletek, amelyek alkalmazását kockázatosságuk miatt is kiemelt figyelemmel kísérik a szabályozók. A teljesség igénye nélkül megemlítünk néhány ilyen regulációt. A hazai szabályozás értelmében a befektetési alapoknak befektetési politikájukban fel kell tüntetniük, hogy

---

\* Szeretném megköszönni Kürthy Gábornak, Móricz Dánielnek, Száz Jánosnak és a tanulmány lektorainak értékes észrevételeiket.

„a származtatott ügyletek alkalmazására fedezeti célból vagy a befektetési célok megvalósítása érdekében van lehetőség” (2014. évi XVI. törvény 3. melléklet 24.1. pont).

Egy kiegészítő jogszabály rögzíti, hogy

„nyilvános ingatlanalap származtatott ügyletet kizárólag fedezeti (kockázatcsökkentési) célból köthet” (78/2014. kormányrendelet 41. § 4. bekezdés).

Az önkéntes kölcsönös nyugdíjpénztárak és bizonyos típusú magánnyugdíjpénztárak esetében szintén találunk hasonló szabályokat (281/2001. és 282/2001. kormányrendelet). Nem hazai specialitásról van azonban szó, a pénzpiaci alapokról (PPA) szóló európai rendelet is tartalmaz ilyen kitételeket, tipikus megfogalmazás például:

„A PPA-k általi befektetésre elfogadható származtatott pénzügyi eszközök csak a kamatkockázat és a devizaárfolyam-kockázat fedezésére szolgálhatnak, és mögöttes eszközeik csak kamatlábak, devizaárfolyamok, valuták vagy az e kategóriákat képviselő indexek lehetnek. A más célra szolgáló vagy más mögöttes eszközhöz kötődő származtatott eszközök felhasználását tiltani kell.” (EU [2017] 26. bekezdés)

Ezeknek a szabályozásoknak a létjogosultsága vitán felüli, és a szabályozók céljával is teljes mértékben egyetérthetünk. Arra azonban fel kell hívni a figyelmet, ha a szabály gyakorlatban való alkalmazása bizonytalanságot szülhet. Ennek bemutatására teszünk kísérletet a továbbiakban.

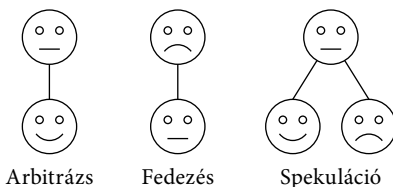
## Fedezeti és spekulatív ügyletek

A pénzügyi piacokon bevett dolog, hogy a piaci szereplőket a kockázathoz fűzött viszonyuk alapján három csoportra osztjuk: fedezetiügylet-kötő, spekuláns és arbitrázsőr. Valójában természetesen helyesebb nem a szereplőket, hanem az ügyleteket tipizálni így: fedezeti, spekulatív és arbitrázsügylet.

A klasszikus, nagyon leegyszerűsített megfogalmazás szerint az arbitrázsügylet kockázatvállalás és tőkebefektetés nélküli nyereségszerzést jelent (a piaci félrearázások kihasználását); a spekulatív ügylet a nyereség reményében való nyitott, kockázatos pozíció kialakítását; a fedezés (*hedge*) pedig a meglévő kockázatok csökkentését vagy kiküszöbölését. A három pozíciót szemlélteti az 1. ábra.

### 1. ábra

Arbitrázs, fedezés, spekuláció



Forrás: Száz [2018] 209. o.

Természetes, hogy mindenki arbitrázsügyleteket szeretne kötni, erre azonban jellemzően nincs lehetőség a piacokon. A pénzügyi elméletek is arra használják a fogalmat, hogy olyan árat, árazási modelleket keressenek, amelyek mellett *nincs* lehetőség arbitrázsprofitra szert tenni. A fogalom kulcsfontosságú a származtatott ügyletek árazása esetében, erre épül többek között a Nobel-díjas Black-Scholes–Merton-féle opcióárazási elmélet is. Jelen tanulmány nem foglalkozik az arbitrázsügyletekkel.

A fedezeti, illetve spekulatív ügyletek megítélésével kapcsolatban több hétköznapi és olykor szakmai félreértés is van. A leggyakoribb hétköznapi félremagyarázás, hogy a spekulatív vagy spekuláns szavakhoz egyfajta negatív értékítéletet társítanak: a spekuláns játszik a pénzzel, nyereszkedik, mások kárán akar meggazdagodni, stb. Mindez szakmailag teljesen megalapozatlan, a pénzügyi spekuláció nem hordoz magában inheresen valamiféle erkölcstelen dolgot. Az viszont tény és való, hogy mint minden pénzügyi művelet, veszélyes üzem.

Valójában sokkal többet és többször vagyunk valamennyien spekulánsok – főleg ahhoz képest, hogy egy átlagember mennyi pénzügyi ügyletet köt –, mint azt gondolnánk. Egy egyszerű hitelfelvétel is lehet spekulatív pozíció, beleértve a döntést a devizanemről, a kamatozás típusáról vagy akár a futamidőről. Nézzünk azonban egy egyszerűbb példát! Ha biztosan tudjuk már márciusban, hogy júniusban euróra lesz szükségünk a nyaraláshoz, de nem váltunk az éppen elérhető, mondjuk 380-as árfolyamon, akkor egy nyitott, spekulatív devizapozíciónk van. Ha az euró 360 forintra gyengül, akkor jól jártunk, ha 400-ra erősödik, akkor rosszul. Ugyanilyen, talán nem is azonosított spekulatív pozíciók megjelennek bármely vállalat életében, amelynek akár a beszállítói, akár az ügyfelei devizakülföldiek.

A másik gyakori, szakmai berkekben is előforduló összekeverése a fogalmaknak akkor jelenik meg, amikor meglepődünk azon, hogy a fedezeti ügyleten veszteséget szenvedünk, szenvedhetünk el. Ez az az érzés, amikor „jobban jártunk volna, ha nem fedezünk”. Térjünk vissza a nyaralás példájához! Ha már márciusban megvesszük a szükséges eurót 380 forinton, akkor onnantól kezdve nyugodtan alhatunk (lefedeztük a további devizaárfolyam-mozgások kockázatát), nem kell a 400-as árfolyamtól félnünk. Igaz, az esetleges 360-as árfolyamról is lemondtunk. A fedezeti ügylet ronthat a végső kimenetelen, de nem is erről szól, hanem arról, hogy előre lerögzítettük magunknak a nyaralás forintban kifejezett (a számunkra hazainak tekinthető devizában denominált) árát.

## Kockázat

A kockázat a pénzügyi piacok központi fogalma, mégis rettenetesen nehezen megragadható vagy éppen definiálható. Pedig ha a fedezeti ügylet fogalmát úgy definiáljuk, hogy az kockázatot csökkent vagy éppen szüntet meg, akkor nem ártana pontosan tudnunk, mi is az a kockázat. A legrövidebb megfogalmazás az szokott lenni, hogy a kockázatot mérhető bizonytalanságként definiáljuk, kicsit bővebben:

„a kockázat alatt általában az olyan jelenségeket szokás érteni, amelyekre valamilyen módon a valószínűségszámítás és a statisztika eszközei használhatók” (Medvegyev [2011a] 286. o.).

Ennek a megfogalmazásnak a korlátairól és a kapcsolódó fogalmi zavarokról egy egész tanulmánykötet született 2011-ben, a fogalmak véleményem szerint azóta sem lettek sokkal tisztábbak (lásd többek között Bélyác [2011], Medvegyev [2011b], Száz [2011]).

Tegyük fel, hogy tudjuk és értjük, mit jelent a kockázat fogalma, legalábbis annyira, amennyire a mérhető bizonytalanság meg tudja ragadni a jelenséget. Még ekkor is megmarad az a probléma, hogy a pénzügyi kockázatoknak nagyon sok megjelenési formája van. Minimum meg kell különböztetnünk piaci, likviditási, hitel- és működési kockázatokat, de ezeken a kategóriákon belül is rengeteg kockázati altípus van. Például a Magyar Nemzeti Bank 14/2021-es ajánlása nem kevesebb, mint húszfajta hitelkockázatot különböztet meg (MNB [2021]).

A pénzügyi kockázatok sokszínűségét mutatja az is, hogy számtalan kockázati mutatószám létezik. A legelterjedtebb szórás mellett ma már közismert a kockázatotott érték (*Value at Risk*, *VaR*) és talán a várható veszteség (*Expected Shortfall*) is. Ezek mellett gyakran találkozunk a feltételes kockázatotott érték (*Conditional VaR*), a szemivariancia vagy a maximális visszaesés (*Maximum Drawdown*) mutatókkal vagy éppen ügyletspecifikus kockázati mérőszámokkal (átlagidő és konvexitás a kötvényeknél, béta a részvényeknél, delta és egyéb görög betűk az opcióknál). Anélkül, hogy aprólékosan definiálnánk ezeket a mutatókat, talán a felsorolás is kellőképpen szemlélteti, hogy a kockázatot megmérni sokkal kevésbé egzakt feladat, mint mondjuk egy zsák krumpli tömegét meghatározni.<sup>1</sup>

Innentől kezdve talán nem is igényel magyarázatot, hogy miért értelmezhető nehezen az, hogy „kizárólag fedezeti céllal”. A fedezeti cél kockázatcsökkentést jelent – de melyik típusú kockázat melyik mérőszámmal mért értékét kell csökkentenie az ügyletnek ahhoz, hogy fedezeti célúnak minősíthessük? Fedezeti célúnak tekinthető-e az az ügylet, amely az egyik kockázati típust csökkenti, a másikat azonban növeli?

A következőkben két egyszerű számpéldával próbáljuk illusztrálni, hogyan jelenthet egy ügylet egyszerre kockázatcsökkentést és -növelést.

## Első példa: jelenérték- és pénzáramlás-kockázat

Az első példát az állampapírok világából hozzuk. Arról a befektetési formáról van szó, amelyet leginkább szokás *kockázatmentesnek* titulálni. A fentiek alapján talán nem meglepő, hogy a kockázatmentesség pontosan annyira elnagyolt kifejezés, mint a kockázatcsökkentés. Minimum annyit látnunk kell benne, hogy melyik kockázattól való mentességről van szó. Az állampapírok esetében

<sup>1</sup> Annak is többféle mértékegysége van persze: kilogramm, mázsa, font. Ezek között azonban egyértelmű átváltási számok vannak.

a kockázatmentesség jellemzően a csőd kockázatra vonatkozik („az államok sose mennek csődbe, mindig tudják fizetni kötelezettségeiket” – halljuk gyakran), és egyébként ebben a tekintetben sem teljesen igaz (de igen, csődbe mennek olykor, lásd a témában *Vidovics-Dancs* [2014]). Áttérve az állampapírok piaci kockázataira, egy kötvényportfólió-kezelő számára az egyik alapvető eldöntendő kérdés, hogy a fix és változó kamatozású papírok milyen arányban legyenek a portfólióban. Az egyik típusú kockázat, a pénzáramlás bizonytalansága szempontjából nyilvánvaló, hogy a fix kamatozású a kevésbé kockázatos – sőt ebből a szempontból valóban kockázatmentes eszköz: a futamidő végéig előre ismerem, hogy mikor mekkora kifizetéseket fogok kapni. Ezzel szemben a változó kamatozású papír esetében (hasonlóan a változó kamatozású hitelekhez) csak a következő kifizetés összege ismert előre, a továbbiak majd a piaci körülmények függvényében fognak alakulni. Úgy tűnik tehát, hogy amikor a kötvényportfólió kezelője átsúlyoz a fix kamatozás irányába, olyankor kockázatot csökkent. Van azonban egy másik, szintén piaci kockázat, amely éppen a változó kamatozású papírokkal enyhíthető. Ez a hozamgörbére vonatkozó jelenérték- vagy árfolyamkockázat, amelyet az úgynevezett átlagidő (*duration*) mutatóval szokás mérni.

Az alábbi számpéldában 10 év hátralévő futamidejű kötvények példáján mutatjuk be ezt a kockázati különbséget. A számpéldában a fix kamatozású kötvény névleges kamatlába, illetve a változó kamatozású kötvény soron következő kamatfizetése 3 százalék, míg az elvárt hozam 2 százalék. Ez azt jelenti, hogy a fix kamatozású kötvényt a névérték 109 százaléka, míg a változót 101 százalékon lehet megvenni. Az *1. táblázatban* nyomon követhető, hogy a vétel után az elvárt hozam hirtelen megváltozása milyen veszteséget/nyereséget jelent a két kötvény esetében. Jól látható, hogy a fix kamatozású kötvény érzékenyebben reagál (persze mindkét irányban), vagyis ebben az értelemben kockázatosabb.

### 1. táblázat

Fix és változó kamatozású kötvények árfolyam-érzékenysége

Hozamváltozás (százalékpont)	Fix (százalék)	Változó (százalék)
-0,50	4,45	0,49
-0,40	3,54	0,39
-0,30	2,64	0,29
-0,20	1,75	0,20
-0,10	0,87	0,10
0,10	-0,86	-0,10
0,20	-1,72	-0,20
0,30	-2,56	-0,29
0,40	-3,40	-0,39
0,50	-4,23	-0,49

A számításokban a hozamváltozások hatását *ceteris paribus*, vagyis minden más változatlansága mellett mutattuk be. Ez azt jelenti, hogy az idő múlásával sem számoltunk. Más szavakkal, a hozamváltozás egyik pillanatról a másikra következik be. Erre az egyszerűsítésre azért van szükség, mert a kötvények árfolyamára pusztán az idő múlása is hat, és ezzel a hatással most nem szeretnénk volna torzítani a nyers árfolyamkockázatot. Egyébként a táblázatban bemutatott,  $\pm 50$  bázispontos hozameltolódások elég rövid időn belül be tudnak következni, erre számtalan példát találhatunk a magyar állampapírpiacra is az elmúlt akár csak egy évtizedben is.

A jelenérték-kockázat természetesen nem feltétlenül *realizált* kockázat. Első ránézésre csak azt a befektetőt érinti közvetlenül, aki el akarja adni a papírt. Aki lejáratig megtartja, azt egyáltalán nem kell, hogy izgassa a termék piaci árának időközbeni alakulása. Azért csak első ránézésre igaz ez, mert egyrészt pszichológiai szempontból nem feltétlenül tartható mindig az úgynevezett „vedd meg és tartsd” (*buy-and-hold*) stratégia, másrészt a napi portfólióértékelésre kötelezett intézményi befektetők (például a legtöbb befektetési alap vagy pénztár) limitsértésbe ütközhetnek a termékek árfolyamának megváltozása miatt, és így a portfólió átrendezésére kényszerülhetnek. Az árfolyamkockázatnak tehát akkor is van jelentősége, ha alapvetően tartani és nem eladni akarja a befektető a kötvényt.

Összességében, a fix és változó kamatozású kötvények közötti választással a portfólió pénzáramlás-kockázatát és jelenérték-kockázatát is befolyásoljuk, még hozzá ellentétes irányban. Ugyanez igaz akkor, ha egy változó kamatozású pénzügyi pozíciót (legyen az hitel, betét vagy kötvény) származtatott ügyletek segítségével fix kamatozásúvá alakítunk. Ennek tipikus eszköze a kamatsereügylet (*kamatswap*, *interest rate swap*). Ezt jellemzően fedezeti ügyletnek szokás tekinteni, de fontos látni, hogy valójában csak a pénzáramlás-kockázat szempontjából az. Talán még élesebben kirajzolódik a probléma, ha azt a kérdést tesszük fel, hogy vajon melyik irányú kamatsereügylet tekinthető fedezeti ügyletnek egy meglévő kötvényportfólió esetében. Az egyik irányú *swap* növeli a pénzáramlás-kockázatot, de csökkenti a jelenérték-kockázatot, a másik éppen fordítva.

Mindezzel még nincs vége a problémáknak. Ha kilépünk a piaci kockázatok világából (idetartozik a pénzáramlás- és a jelenérték-kockázat is), akkor figyelembe kell venni azt is, hogy a származtatott ügyletet meg kell kötni egy partnerrel, aki nek innentől kezdve viselni fogjuk a csődkockázatát. A fedezetinek tekintett ügylet tehát átcsoportosította az egyik piaci kockázatot a másik irányába, kinyitott továbbá egy addig nem létező hitelkockázatot. Ha ezt a hitelkockázatot letéti keretszerződéssel enyhítjük, akkor pedig a letéti pénzmozgások jelentenek likviditási kockázatot.<sup>2</sup> Ha olyan portfóliót kezelünk, amelyben a jogszabályok csak fedezeti céllal engednek meg származtatott ügyletet, akkor vajon megfeleltünk-e a szabályoknak vagy a jogalkotói szándéknak?

<sup>2</sup> Erról a jelenségről olvashatunk *Dömötör* [2014] munkájában.

## Második példa: devizaárfolyam- és kamatkockázat

A második példa talán a leggyakrabban előforduló olyan szituáció, amikor származtatott termék segítségével kockázatot fedezünk. A nyitott pozíció itt egy devizapozíció. Gondolhatunk rá úgy, mint egy meglévő pénzügyi portfólió devizaárfolyam-kitettségre, vagy úgy is, mint egy exportőr/importőr vállalat jövőbeli deviza követelésére/kötelezettségére. Inkább az első illusztrációt alkalmazzuk, amelyben egy már meglévő pénzügyi portfólió devizakockázatát kívánjuk fedezni. A deviza az egyszerűség kedvéért legyen az euró. Amennyiben a portfóliónak euróban denominált követelései (számlapénz, lekötött betét, értékpapír) vannak, ezek forintban kifejezett értéke ki van téve a forint/euró devizaárfolyam-kockázatnak. Ennek a tipikus fedezési eszköze a deviza határidős ügylet (*forward*), jelen esetben eladási (*short*) irányból. Ez azt jelenti, hogy megállapodunk előre, milyen árfolyamon fogjuk a majd beérkező eurós tételeket forintra váltani (ez a fedezeti ügylet kötésekor érvényes határidős árfolyamon fog történni). A *forward* devizapiac egy igen likvid piac, jó eséllyel tudunk a kitettségünknek megfelelő összegben és lejáratra (vagy azokhoz nagyon közel) ügyletet kötni. Ha ezt megtesszük, a devizaárfolyam-kockázatot teljes mértékben kiküszöböltük, vagyis lefedeztük. Nem tudnék tipikusabb példát mondani arra, amikor egy derivatív ügyletet kizárólag fedezeti céllal kötnek meg. Mégis igaz erre az ügyletre is, hogy egyéb kockázati típusok éppen a fedezeti ügylet miatt jelennek meg a portfólióban.

A megkötött *forward* ügylet értéke a lejáráthoz közeledve négy okból is változni fog. Egyrészt az azonnali devizaárfolyam változásának hatására – ettől most eltekintünk, hiszen ez éppen ellensúlyozza az eredeti kockázatot, erről szólt a fedezés. Másrészt az idő múlása, a lejárat közeledése miatt – ettől is eltekintünk most, hogy tisztán a következő két piaci hatásra koncentrálhassunk. Harmad- és negyedrészt, a pozíció értéke függ a forint- és eurókamatlábak alakulásától vagy röviden a két deviza kamatkülönbségétől.

Legyen a számpéldánkban az azonnali euróárfolyam 390 forint, a forintkamatláb 8 százalék, az eurókamatláb 4 százalék. Ekkor egyéves határidőre 405 forintért lehet eurót eladni (ennyi a határidős árfolyam). Ha eltelik 3 hónap, akkor a pozíciónk azt jelenti, hogy 9 hónap múlva fogunk eurót eladni a korábban rögzített 405 forintos árfolyamon. Ha semmi más nem történt közben (az azonnali devizaárfolyam és a kamatlábak sem változtak meg), akkor ennek a pozíciónak az értéke körülbelül 3,6 forint eurónként. Ennek a pozícióértéknek mutatjuk meg az érzékenységet a forint- és eurókamatokra. A 2. táblázat százalékosan, a 3. táblázat pedig ezer euró névértékre vetítve, forintban mutatja a fedezeti ügylet értékváltozását, amennyiben minden más változatlanága mellett elmozdulnak a kamatok.<sup>3</sup>

Jól látható, hogy minél inkább megváltoznak a kamatlábak (és főleg a kettő egymáshoz képest), annál nagyobb érzékenységet mutat az ügylet értéke. Nem is annyira a számok pontos értéke a lényeges itt, hiszen az függ a kiinduló adatoktól is. Sokkal inkább

<sup>3</sup> Azért 3 hónap eltelté után vizsgáljuk a pozíció érzékenységet, mert induláskor a pozíció értéke nulla, és ehhez képest százalékosan nem lehet elmozdulást kimutatni.

## 2. táblázat

A kamatváltozások hatása a fedezeti határidős ügylet értékére (százalék)

Az eurókamat változása (százalékpont)	A forintkamat változása (százalékpont)										
	-0,50	-0,40	-0,30	-0,20	-0,10	0,00	0,10	0,20	0,30	0,40	0,50
-0,50	-1	-9	-16	-23	-31	-38	-46	-53	-60	-68	-75
-0,40	7	-1	-8	-16	-23	-31	-38	-45	-53	-60	-67
-0,30	14	7	-1	-8	-15	-23	-30	-38	-45	-52	-60
-0,20	22	14	7	0	-8	-15	-23	-30	-37	-45	-52
-0,10	30	22	15	7	0	-8	-15	-22	-30	-37	-44
0,00	37	30	22	15	7	0	-7	-15	-22	-29	-37
0,10	45	37	30	22	15	8	0	-7	-15	-22	-29
0,20	52	45	37	30	23	15	8	0	-7	-14	-22
0,30	60	52	45	38	30	23	15	8	1	-7	-14
0,40	67	60	53	45	38	30	23	16	8	1	-6
0,50	75	68	60	53	45	38	30	23	16	8	1

## 3. táblázat

A kamatváltozások hatása a fedezeti határidős ügylet értékére (ezer euróra vetítve, forintban)

Az eurókamat változása (százalékpont)	A forintkamat változása (százalékpont)										
	-0,50	-0,40	-0,30	-0,20	-0,10	0,00	0,10	0,20	0,30	0,40	0,50
-0,50	-38	-306	-573	-839	-1106	-1371	-1637	-1901	-2166	-2430	-2693
-0,40	237	-31	-298	-564	-830	-1096	-1361	-1626	-1891	-2155	-2418
-0,30	511	244	-23	-290	-556	-821	-1087	-1351	-1616	-1880	-2143
-0,20	786	518	251	-15	-281	-547	-812	-1077	-1342	-1606	-1869
-0,10	1059	792	525	258	-8	-273	-539	-803	-1068	-1332	-1595
0,00	1333	1065	798	532	266	0	-265	-530	-794	-1058	-1322
0,10	1606	1338	1071	805	539	273	8	-257	-522	-786	-1049
0,20	1878	1611	1344	1077	811	545	280	15	-249	-513	-777
0,30	2150	1883	1616	1349	1083	817	552	287	23	-241	-505
0,40	2422	2154	1887	1621	1354	1089	823	559	294	30	-233
0,50	2693	2425	2158	1892	1625	1360	1095	830	565	301	38

ennek a kockázatnak egyáltalán a tudatosítása, illetve a nagyságrendek megfigyelésével annak megállapítása, hogy érzékelhető kockázatról van szó. A fedezeti ügylet megkötése nélkül ez a kockázat nem volt, nem lett volna a portfólióban.

Ahogy az első példában, itt is elmondható, hogy a fedezeti ügylet értékváltozása nem feltétlenül realizált kockázat. Amennyiben a befektető megengedheti magának, hogy nem foglalkozik a pozíció időközbeni értékalakulásával, akkor a bemutatott



kockázat sem jelenik meg. Nem teheti azonban ezt meg a legtöbb intézményi befektető. Most is felmerül továbbá, hogy a devizaárfolyam-kockázat lefedezése valamilyen új partnerrel szemben megnyitott egy csődkockázatot, letéti szerződés esetén pedig likviditási kockázatot is.

A kizárólag fedezeti céllal megkötött euró határidős ügylettel tehát valóban lefedtük a devizaárfolyam-kockázatot, kinyitottunk azonban egy kamatkockázatot, egy csődkockázatot és egy likviditási kockázatot is.

## Összegzés

Ez a tanulmány arra szeretne volna két egyszerű példa segítségével felhívni a figyelmet, hogy a kockázathoz hasonlóan a kockázat fedezése is egy nagyon sokrétű fogalom. A fedezeti ügyletkötő nyugalmat vásárol, nyugodtan alhat – a lefedett kockázat szempontjából, annak erejéig. Egy kockázat lefedezése azonban nem jelent minden kockázat alól való felszabadulást, sőt előfordulhat, hogy éppen a fedezeti ügylettel nyitottunk meg addig nem létező kockázatokat. Úgy is fogalmazhatunk, hogy a fedezés átcsoportosít az egyik kockázati típusból a másikba. Természetesen nem azonos mértékben, tehát a fedezés abban az értelemben elérheti a célját, hogy egy nagyobb kockázatot egy kisebb, másik típusú, esetleg jobban vállalható kockázatba csoportosít át. Ha mindez tudatos, és minden érintett számára világos, jól kommunikált, akkor minden rendben van. Gond csak akkor van, ha hamis biztonságérzetbe kerülünk: lefedtük a pozíciót, semmi baj nem történhet. Vagy akkor, ha a szabályozás miatt értelmeznünk kell azt a kitételt, hogy valamely ügylet vajon kizárólag fedezeti célú-e. El kell ugyanis fogadni, hogy az élet sok más területéhez hasonlóan a pénzügyi kockázatkezelésben is érvényesül a „valamit valamiért” elv. A fejfájás-csillapító leírásában is szerepel, hogy mellékhatásként előfordulhat gyomorégés, kiütés – és olykor fejfájás is.

## Hivatkozások

- BÉLYÁZS IVÁN [2011]: Kockázat, bizonytalanság, valószínűség. *Hitelintézeti Szemle*, 10. évf. 4. sz. 289–313. o.
- DÖMÖTÖR BARBARA [2014]: A finanszírozási likviditás hatása a piaci kockázatok fedezésére. PhD-értekezés. Budapesti Corvinus Egyetem Gazdálkodástani Doktori Iskola, Budapest, <https://doi.org/10.14267/phd.2014075>.
- EU [2017]: Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2017/1131. rendelete (2017. június 14.) a pénzügyi alapokról. HL, 169/8. június 30. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1131&from=EN>.
- MEDVEGYEV PÉTER [2011a]: Vélekedések kockázatról és bizonytalanságról (Bevezető). *Hitelintézeti Szemle*, 10. évf. 4. sz. 285–288. o.
- MEDVEGYEV PÉTER [2011b]: Néhány megjegyzés a kockázat, bizonytalanság, valószínűség kérdéséhez. *Hitelintézeti Szemle*, 10. évf. 4. sz. 314–324. o.

- MNB [2021]: A Magyar Nemzeti Bank 14/2021. (IX. 16.) számú ajánlása a hitelkockázat vállalásáról, méréséről, kezeléséről és kontrolljáról. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, <https://www.mnb.hu/letoltes/14-2021-hitelkocka-ajanlas.pdf>.
- SZÁZ JÁNOS [2011]: Valószínűség, esély, relatív súlyok. Opciók és reálopciók. Hitelintézeti Szemle, 10. évf. 4. sz. 336–348. o.
- SZÁZ JÁNOS [2018]: Befektetések, kockázatok, folyamatok. Citromfű Bt., Budapest.
- VIDOVICS-DANCS ÁGNES [2014]: Az államcsőd költségei régen és ma. Közgazdasági Szemle, 61. évf. 3. sz. 262–278. o.

### *Törvények, jogszabályok*

- 281/2001. (XII. 26.) kormányrendelet az önkéntes kölcsönös nyugdíjpénztárak befektetési és gazdálkodási szabályairól. <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a0100281.kor>
- 282/2001. (XII. 26.) kormányrendelet a magánnyugdíjpénztárak befektetési és gazdálkodási tevékenységéről. <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a0100282.kor>
- 78/2014. (III. 14.) kormányrendelet a kollektív befektetési formák befektetési és hitelfelvételi szabályairól. <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a1400078.kor>
2014. évi XVI. törvény a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról (Kbftv.). <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a1400016.tv>

## Kedves Szerzőink!

Az MTA Könyvtár és Információs Központtal együttműködve cikkeinket ellátjuk a CrossRef-nél regisztrált DOI-azonosítóval. Ezért kérjük, hogy a *Hivatkozásokban* tüntessék fel a művek DOI-azonosítóját (természetesen sokszor előfordul, hogy nincs ilyen). A DOI a következő linkre kattintva kereshető meg: <http://search.crossref.org>.

Például:

BOLDRIN, M.–MONTES, A. [2005]: The intergenerational state. Education and pensions. *Review of Economic Studies*, Vol. 72. No. 3. 651–664. o.

A hivatkozott tételt bemásoljuk a keresőmezőbe, a találati listából pedig kiválasztjuk a megfelelő tételnél lévő hivatkozást, és beszurjuk a hivatkozás végére: BOLDRIN, M.–MONTES, A. [2005]: The intergenerational state. Education and pensions. *Review of Economic Studies*, Vol. 72. No. 3. 651–664. o. <https://doi.org/10.1111/j.1467-937x.2005.00346.x>.

Ne feledkezzenek meg a beszúrt hivatkozás hiperhivatkozásként való megjelenéséről a kéziratban!

A CrossRef-nél regisztrált DOI növeli a cikkek láthatóságát, könnyíti az adott, kapott hivatkozások összeszámlálását!