



Isépy Tamás

A fedezetlen kamatparitás ex post tesztelése Magyarországon (2007. január – 2022. május)

A nemzetközi gazdaságtani kutatások egyik kedvenc témája annak elemzése, hogy miképpen alakul az egyes országokban vagy régiókban a kamatparitáson alapuló árfolyamteória. Az alapvető kérdés, amelyet ennek keretében elemezhetünk egy befektető szemszögéből, az, hogy melyik devizában érdemes állampapírt tartania. A kérdés megválaszolásához azt kell tisztázni, hogy a két különböző devizában elérhető, meghatározott idejű állampapírhozam-különbség hogyan viszonyul az árfolyamváltozáshoz. Vagyis megéri-e a befektetőknél az euróval szemben magasabb hozamot biztosító, forintalapú befektetéseket választani, ha figyelembe vesszük az árfolyam alakulását is?

Az elmélet fedezetlen változata (*uncovered interest parity*, UIP) azt vizsgálja ugyanis, hogy a hazai fizetőeszközben és az euróban denominált állampapírok hozamainak különbségéhez képest a forint árfolyama vajon ezt meghaladó mértékben gyengül-e, vagy esetleg erősödik. Ha ugyanis nagyobb mértékben gyengül, akkor érdemesebb euróban, míg ha kevésbé gyengül, stagnál vagy erősödik, akkor pedig forintban befektetni.

A fedezetlen kamatparitást utólagosan teszteltük 2007 januárja és 2021 februárja között, havi adatok alapján, a forint és az euró 1 éves állampapírhozamainak és a forint-euró árfolyamnak a felhasználásával.

Összességében három fontos megállapítás tehető:

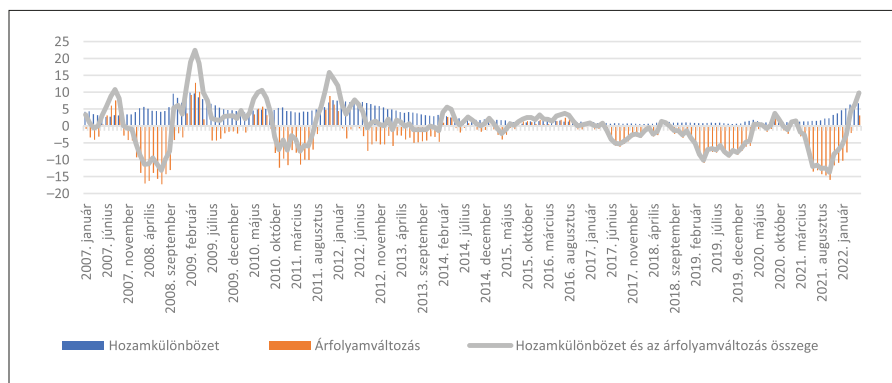
- Ha egy befektető minden hónap elején azonos összegű euróját forintra váltja, és 1 éves futamidejű állampapírt vesz, majd ezt egy év múlva visszaváltja az akkori azonnali forintárfolyamon, akkor átlagosan kismértékben jobban jár a hozamot tekintve (+0,09 százalékponttal) a vizsgált időszakban, mint ha euróban vett volna 1 éves állampapírt.
- 2017 áprilisától kezdődően 2022 márciusáig azonban csak elvétve volt olyan alkalom (összesen 10 alkalom), amikor előnyösebb volt az euróban történő

befektetés, mivel az egyéves hozamkülönbségeket meghaladta a forint árfolyamának gyengülése.

- ♦ 2022 márciusától kezdődően pedig ismét meghaladta a hozamkülönbség az árfolyamgyengülés mértékét.

Gyakorlati szempontból elemezve a kérdést azt állapíthatjuk meg, hogy azoknak a vállalatoknak, amelyek importálnak, és összességében nettó behozatali pozíciójuk van, gyengülő hazai árfolyamkörnyezetben érdemes fedezniük nyitott devizapozíciójukat, mert egy jelentős árfolyamesés markánsan negatív hatást gyakorolhat az eredményükre. A kérdés persze az lehet, hogy melyik az előnyösebb: ha kivárnak, kvázi nyitva hagyják a devizapozíciójukat, és a jövőben az aktuális *spotárfolyamon* teszik meg a beszerzést, vagy ha a jelenben határidős árfolyamon fedezik azt. Ezt a határidős árfolyamot a jelenben ismert feltételek mellett határozhatják meg, azaz arbitrázsmentes környezetben a kamatok/hozamok különbözetének mértékében tér el a határidős árfolyam az aktuális azonnali (*spot*) árfolyamtól.

Ha ezt az aspektust vizsgáljuk, akkor megállapítható, hogy amennyiben a vizsgált időszak egészét elemezzük, akkor azok a vállalatok jártak jobban a nettó importőr vállalatok közül, amelyek nem fedezték árfolyamkockázatukat. A jelenben kalkulálható arbitrázsmentes határidős árfolyam ugyanis átlagosan kedvezőbb volt e vállalatok számára, mint a jövőbeni *spotárfolyam*. Praktikusan a hazai árfolyam kevésbé gyengült, mint azt az euró és a forint kamatkülönbözete indokolta volna. Jó néhány vállalat hozzászokhatott, hogy a proaktív/aktív devizaárfolyam-kockázatkezelést is mérlegelve átlagosan előnyösebb, ha nem fedezi nyitott devizapozícióját. Az utóbbi



1. ábra. Az egyéves állampapírhozam-különbségek és a HUF/
EUR árfolyamváltozás alakulása (%)

Forrás: MNB, ECB, saját számítás

időben azonban, a 2017 áprilisától eltelt időszakot elemezve, nem ez a helyzet, azaz a nettó importőr vállalatok jobban jártak volna, ha fedezik nyitott devizapozíciójukat a jelenben a fedezett kamatparitás alapján megköthető ügyletek megkötésével. Ekkor ugyanis előnyösebb árfolyamon és eredménnyel zárhatták volna le jövőbeni devizatranzakciójukat/importügyletüket. 2022 márciusától kezdődően (májusig) pedig utólag vizsgálva az egyéves állampapírok hozamkülönbségét és az egyéves árfolyam-alakulást arra a következtetésre juthatunk, hogy a forintban befektetők jártak jobban. Továbbá azok, akik nem fedezték nyitott rövid devizapozíciójukat.

Itt az elméleti fejtegetésen túl a fedezetlen kamatparitás utólagos tesztelése révén azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a vállalatok saját bőrükön tapasztalhatták meg, hogy 2017 áprilisától kifizetődöbbé vált aktív kockázatkezelést alkalmazni, és fedezni a nyitott devizapozíciókat. Evolúciósan tehát kialakulhatott az alacsony kamatkörnyezetben a vállalatok között ez a kockázatfedezési szemlélet, de kérdés, hogy mennyire terjedt el az a magatartás, hogy a jövőbeni devizaszükségletet érdemes határidős árfolyamon a jelenben beszerezni. További kutatási kérdés, hogy ez mennyire valósult meg, és a kisebb vállalatok mennyire készültek fel a proaktív kockázatkezelési stratégiák alkalmazására.