

Tendencie presadzujúce sa medzinárodných OTC – devízových trhoch

OTC trh (over the counter market) je miesto, na ktorom dochádza k obojstranným dohodám medzi predávajúcim a kupujúcim, takže podmienky obchodu nie sú štandardizované tak, ako je to na organizovaných trhoch (napr. burze).

Tieto trhy tak ponúkajú možnosť individuálnych podmienok obchodu. Dôvodom je neexistencia regulácie, ktorá pre obchodovanie znižuje možnosti zmluvnej voľnosti pri vyjednávaní medzi účastníkmi trhu. Príania klientov sú rôzne, niektorí chcú obchodovať aj s inými obchodovateľnými parametrami, ako sú na regulovaných trhoch k dispozícii. Preto obchodníci svoju pozornosť sústreďujú práve na OTC trhoch, kde môžu realizovať rôzne, ich klientmi požadované, obchody (napr. akcie menej likvidných emisií, futures, opcie a iné finančné deriváty). OTC trh je mimoburzovým trhom, dileri si uzatvárajú obchody medzi sebou bez sprostredkovacej inštitúcie a zaoberá sa predovšetkým spotovými operáciami a sčasti aj termínovanými.

Vývoj OTC trhov s derivátmi

Individuálny charakter obchodovania s derivátmi na OTC trhoch bez konkrétnych centier vysporiadania a evidencie obchodov spôsobuje problémy pri vedení štatistickej dokumentácie zahrňujúcej všetky dohodnuté obchody. BIS (Banka pre medzinárodné zúčtovanie v Bazilei) to rieši spôsobom reportujúcich členov a dealerov – predovšetkým centrálné banky, veľké investičné banky a obchodníci s cennými papiermi – predstavujú subjekty, ktoré pravidelne posielajú svoje vlastné údaje z obchodovania s derivátmi do centrality BIS, kde sú následne vypracované aktuálne štatistiky o situácii na OTC trhoch s derivátmi. Aj keď tieto údaje nepokrývajú kompletný obraz OTC trhov s derivátmi, aspoň približne vyjadrujú pomyselnú veľkosť a objem týchto trhov. Na základe týchto údajov sú pravidelne štvrťročne zverejňované štatistiky o aktuálnom dianí na derivátových trhoch.

V poslednom období na medzinárodných devízových OTC trhoch dochádza k zmenám a presadzovaniu určitých tendencií v oblasti tradičných devízových trhov

a v oblasti derivátových obchodov. Podstatnou zmenou na globálnom devízovom trhu v posledných rokoch je nárast celkového priemerného denného obratu tradičných druhov devízových obchodov a zmeny na jednotlivých segmentoch devízového trhu. Celkový priemerný denný obrat tradičných obchodov na OTC trhu vzrástol v sledovaných rokoch od roku 2005 z 297 670 mld. USD na 707 659 mld. USD v roku 2011, čo predstavuje viac ako 40 % nárast.

Tento nárast bol očakávaný a zvrátil vývoj z predchádzajúceho obdobia. Bol ovplyvnený dvoma navzájom súvisiacimi faktormi. Prvým z nich je existencia väčších trendov a vyššia volatilita na trhu s devízami. Toto viedlo k obchodným stratégiám ako „*momentum trading*“, čo znamená že investori uzatvárali veľké pozície v menách, pre ktoré bol príznačný pretrvávajúci trend zhodnocovania. Druhou obchodnou stratégiou boli tzv. „*carry trading*“ investície do mien s vysokou úrokovou mierou financované krátkou pozíciou v menách s nízkou úrokovou mierou, za predpokladu, že cieľová mena (napr. austrálsky dolár) mala tendenciu zhodnocovať sa voči prvotnej mene (napr. USD). Devízové produkty začali tiež byť vnímané ako alternatíva k akciám a obligáciám.

Tabuľka č.1 predstavuje súhrn údajov od roku 2005 až roku 2011 – čo sú zároveň najaktuálnejšie zverejnené štatistiky. Tabuľka vyjadruje približnú veľkosť OTC trhov s derivátmi na základe pomyslenej hodnoty a je rozdelená podľa jednotlivých podkladových inštrumentov – menové, úrokové, akciové, komoditné a úverové nástroje. Úverové nástroje sú reprezentované formou CDS¹ (Credit Default Swap). Jedná sa o nástroje, ktoré slúžia ako poistka proti strate schopnosti protistrany/dlžníka plniť si svoje záväzky. A ako väčšina derivátov sa postupne stali zaujímavým nástrojom špekulantov. Najväčším podielom na celkovom objeme hodnoty kontraktov sa vyznačujú úrokové kontrakty, ktoré v sledovanom období tvoria 65-75 % celkovej hodnoty. Menové a úverové kontrakty tvoria cca 5-10%, zatiaľ čo komoditné a akciové kontrakty len okolo 1-2 %. Ostatné nezaradené kontrakty tvoria asi 9-12 %.

¹ **Credit default swaps** (swapy kreditného bankrotu) sú dnes jedným z najznámejších derivátov vo svete. Ako pri iných swapoch ide o výmenu platieb, ktoré sú v tomto prípade podmienené. Platba emitenta je naviazaná na objavenie sa kreditnej udalosti na podkladovom aktíve a druhá strana platí prémii ako ochranu pred kreditnou udalosťou (bankrot, reštrukturalizácia dlhu). CDS môžeme považovať za už spomínanú poistku pred nesplatením pôžičky, spravidla dlhopisu. Vypisujú ich väčšinou finančné inštitúcie a CDS zaväzujú vypisujúcu banku pri objavení sa kreditnej udalosti na dlhopise uhradiť vlastníčkovi CDS plnú hodnotu podkladového aktíva. Vytvorené boli ako väčšina derivátov z prospešných dôvodov, aby si mohli investori alebo veritelia zabezpečiť riziká držaného dlhopisu.

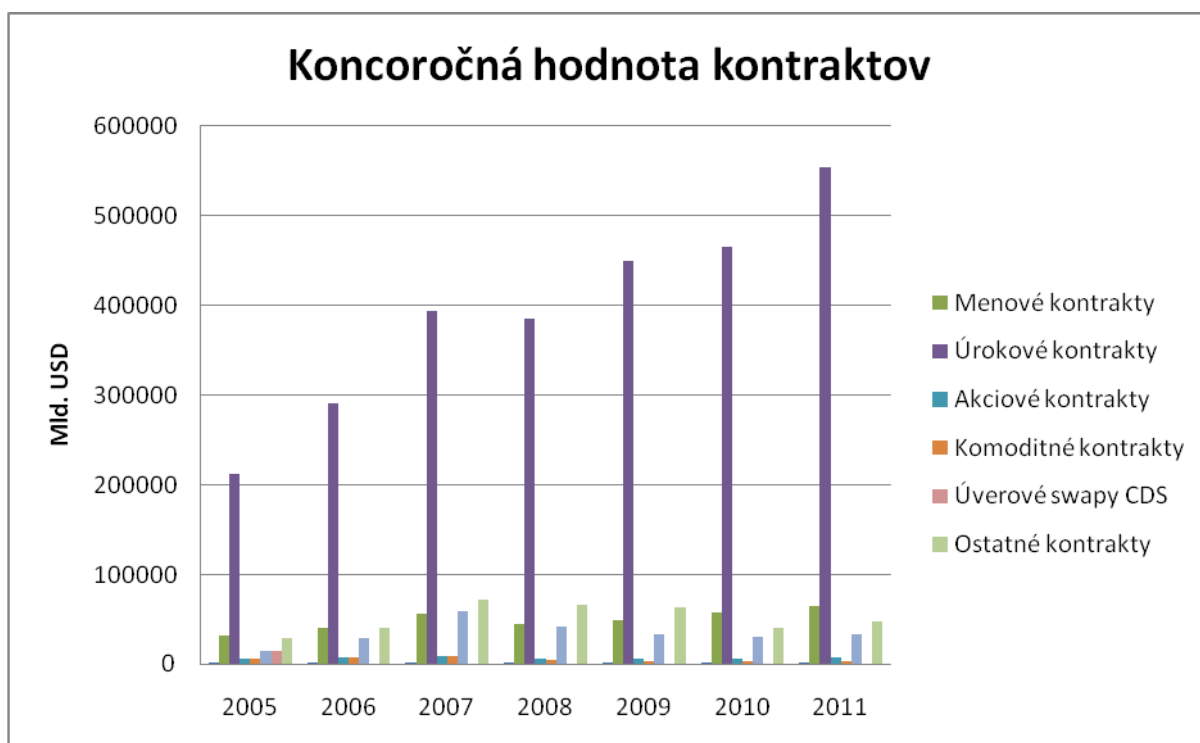
Tabuľka č.1: Celkový obrat tradičných kontraktov na OTC trhu v mld. USD

OTC trhy	Koncoročná hodnota kontraktov v mld. USD						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Nástroje							
Kontrakty celkom	297 670	414 290	595 738	547 371	603 900	601 046	707 659
Menové kontrakty	31 364	40 239	56 238	44 200	49 181	57 796	64 698
Forwardy a forex swapy	15 873	19 870	29 144	21 266	23 129	25 624	28 433
Menové swapy	8 504	10 767	14 347	13 322	16 509	19 271	22 228
Opcie	6 987	9 602	12 748	9 612	9 543	10 092	11 358
Úrokové kontrakty	211 970	291 115	393 138	385 869	449 875	465 260	553 880
Forwardy na úrokovú mieru - FRA	14 296	18 668	26 599	35 002	51 779	51 587	55 842
Úrokové swapy	169 106	229 241	309 588	309 760	349 288	364 377	441 615
Opcie	28 596	43 206	56 951	41 134	48 808	49 295	56 423
Akciové kontrakty	5 793	7 488	8 469	6 159	5 937	5 635	6 841
Forwardy a swapy	1 177	1 767	2 233	1 553	1 652	1 828	2 029
Opcie	4 617	5 720	6 236	4 607	4 285	3 807	4 813
Komoditné kontrakty	5 434	7 115	8 455	3 820	2 944	2 922	3 197
Zlato	334	640	595	332	423	397	468
Iné komodity	5100	6 475	7 861	3 489	2 521	2 525	2 729
Forwardy a swapy	1 909	3 663	5 085	1 995	1 675	1 781	1 846
Opcie	3 191	3 663	2 776	1 493	846	744	883
Úverové swapy CDS	13 908	28 650	58 244	41 883	32 693	29 898	32 409
Single-name CDS	10 432	17 879	32 486	25 740	21 917	18 145	18 105
Multi-name CDS	3 476	10 771	25 757	16 143	10 776	11 753	14 305
Ostatné kontrakty	29 199	39 682	71 194	65 413	63 270	39 536	46 543

Spracované podľa: BIS http://www.bis.org/publ/otc_hy1111.pdf

Trhy s OTC derivátmi vykazovali nárast až do roku 2008, kedy pôsobením hospodárskej krízy došlo k následnému poklesu objemu uzatvorených kontraktov, nie však u všetkých inštrumentov. V zložení podkladových inštrumentov aj naďalej vysoko prevládajú úrokové kontrakty oproti ostatným. Stabilný nárast zaznamenávajú najmä úverové kontrakty, čo súvisí so zvýšenou opatrnosťou na finančných trhoch v dôsledku zvýšenia rizika protistrany a možnosti bankrotu vzhľadom na situáciu vo svete a prebiehajúcu finančnú krízu. Stagnujúca je situácia ohľadne akciových kontraktov a behom sledovaného obdobia došlo k poklesu v oblasti komoditných kontraktov.

Graf č.1: Koncoročná hodnota kontraktov



Zmeny na jednotlivých segmentoch devízových trhov

Z hľadiska podielu jednotlivých tradičných druhov devízových obchodov na celkovom priemernom dennom obrate devízových obchodov má súčasný devízový trh nasledujúcu štruktúru:

najväčší podiel a devízových obchodoch majú menové swapy – viac ako 50%,
na druhom mieste sú spotové obchody – viac ako 30%,
nasledujú forwardy – 11%,
posledné sú ostatné obchody – niečo cez 5%.

Presadzujú sa tu určité vývojové tendencie. Nárast denného obratu devízových trhov za sledované obdobie bol spôsobený nárastom obratu na spotovom, swapovom a aj forwardovom trhu. Tieto zmeny znamenajú odklon od tendencie znižovanie podielu spotových obchodov a rastu podielu swapových obchodov, ktorá sa prejavovala od roku 1992.

Z hľadiska zastúpenia účastníkov devízových obchodov na devízovom trhu má súčasný devízový trh štruktúru, ktorú zobrazuje tabuľka č.2.

Zo štruktúry účastníkov v tabuľke môžeme pozorovať niektoré zmeny odrážajúce tendencie na devízových trhoch:

- pokles obchodov realizovaných prostredníctvom dilerov,
- vzrast priemerných denných obchodov s inými finančnými inštitúciami,
- stabilizácia podielu obchodov s nefinančnými zákazníkmi,
- pokles podielu domácich obchodov,
- rast cezhraničných obchodov.

Obchodovanie medzi dílermi a inými finančnými inštitúciami v poslednom období vzrástlo. Takýto vývoj bol vyvolaný obchodovaním širokej škály investorov, medzi nimi napríklad aj hedge fondov zatiaľ čo v minulosti boli hlavným ťahúňom výlučne inštitucionálni investori. Nárast bol taktiež prejavom hľadania nových možností dosahovania zisku, čo je jedna z výrazných charakteristík trhu v posledných rokoch. Ide najmä o už spomínané stratégie „carry trades“ a „momentum trading“.

V porovnaní s predchádzajúcim obdobím vzrástlo tiež obchodovanie medzi bankami a nefinančnými investormi. Mohlo to byť zapríčinené tým, že sa firmy nechali inšpirovať investičnými stratégiami finančných investorov.

Tabuľka č.2: Objemy devízových obchodov vzhľadom na zastúpenie jednotlivých účastníkov devízového trhu v mld. USD

Účastníci	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<i>Obchody spolu v mld. USD</i>	31 364	40 179	56 239	49 752	49 181	57 796	64 699
Dealeri	12 161	15 597	21 334	19 380	18 896	21 956	26 170
Iné finančné inštitúcie	12 721	15 878	24 154	21 214	21 445	25 636	28 854
Nefinančné inštitúcie	6 482	8 704	10 751	9 158	8 840	10 204	9 675

Z hľadiska menovej skladby došlo na devízových trhoch k niektorým zmenám znázorňujúce tabuľkou č.3.

Na základe tabuľky môžeme pozorovať, že v rámci obchodov na devízových trhoch vystupuje americká dolár v úlohe trhového lídra aj napriek tomu, že v pozorovanom období zaznamenal v minulom roku oproti roku 2005 výrazný pokles. V porovnaní však s ostatnými vybranými menami si stále zachováva vedúcu pozíciu. Za americkým dolárom nastupuje EURO, kde objem transakcií v tejto mene taktiež v posledných rokoch výrazne klesol. Jediné významné meny, ktoré si v poslednom období svoje pozície vylepšili sú švajčiarsky frank a kanadský dolár. Tieto meny pravdepodobne ťažili zo svojej výhodnej pozície pre obchodné stratégie v poslednom období (carry trades a momentum trading).

Tabuľka č.3: Menová skladba objemu devízových obchodov v mld. USD

Currency	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<i>US dollar</i>	74 441	97 612	46 947	42 170	40 921	48 741	54 035
<i>EURO</i>	81 442	112 116	21 806	20 364	20 364	21 913	24 972
<i>YEN</i>	25 605	37 954	12 857	11 238	11 238	12 574	13 068
<i>Sterling</i>	15 060	22 274	7 979	5 929	5 929	6 584	7 011
<i>Swiss franc</i>	3 275	3 544	3 662	3 106	3 106	4 213	4 876
<i>Canadian dollar</i>	1 747	2 125	2 404	1 858	1 858	2 421	3 065
<i>Swedish krona</i>	2 551	3 595	1 525	1 309	1 309	1 589	1 739
<i>Other</i>	7 850	12 767	15 297	13 637	13 637	17 556	20 629

Z hľadiska geografického rozloženia devízových trhov obchodovanie na tradičnom trhu derivátov zostáva z teritoriálneho hľadiska relatívne stabilné. Výraznejšia zmena nastala v dvoch oblastiach. Prvou je nárast podielu USA na globálnom trhu. Druhou je zmena systému priradovania teritoriálnej príslušnosti transakcie, keď dôležitým už nie je miesto vykonania kontraktu, ale lokalita obchodného miesta odkiaľ sa operácia iniciovala.

Najčastejšie sa vyskytujúcimi menovými párami na celkovom priemernom dennom obrate sú:

- USD/EUR (28 %),
- USD/JPY (17 %),
- USD/GBP (14 %),
- USD/AUD (5 %),
- USD/CHF (4 %),
- USD/CAD (4 %),
- USD/ostatné meny (16 %),
- EUR/JPY (3 %),
- EUR/GBP (2 %),
- EUR/CHF 1 %,
- Ostatné menové páry (2 %).

OTC deriváty a ich vývoj v čase finančnej krízy

O OTC (over – the – country) derivátoch môžeme povedať, že sú to mimoburzové kontrakty ako swapy, forwardy, CFD a opcie. Sú zjednávané bilaterálne bez akejkoľvek tretej inštitúcie. Automaticky nesú iba dvaja úverové riziko. Pri prítomnosti úverového rizika nieje možné uzavrieť otvorenú pozíciu (offset), ale použitím opačnej operácie, pri ktorom sa riziko eliminuje, ale úverové rizika zostávajú.

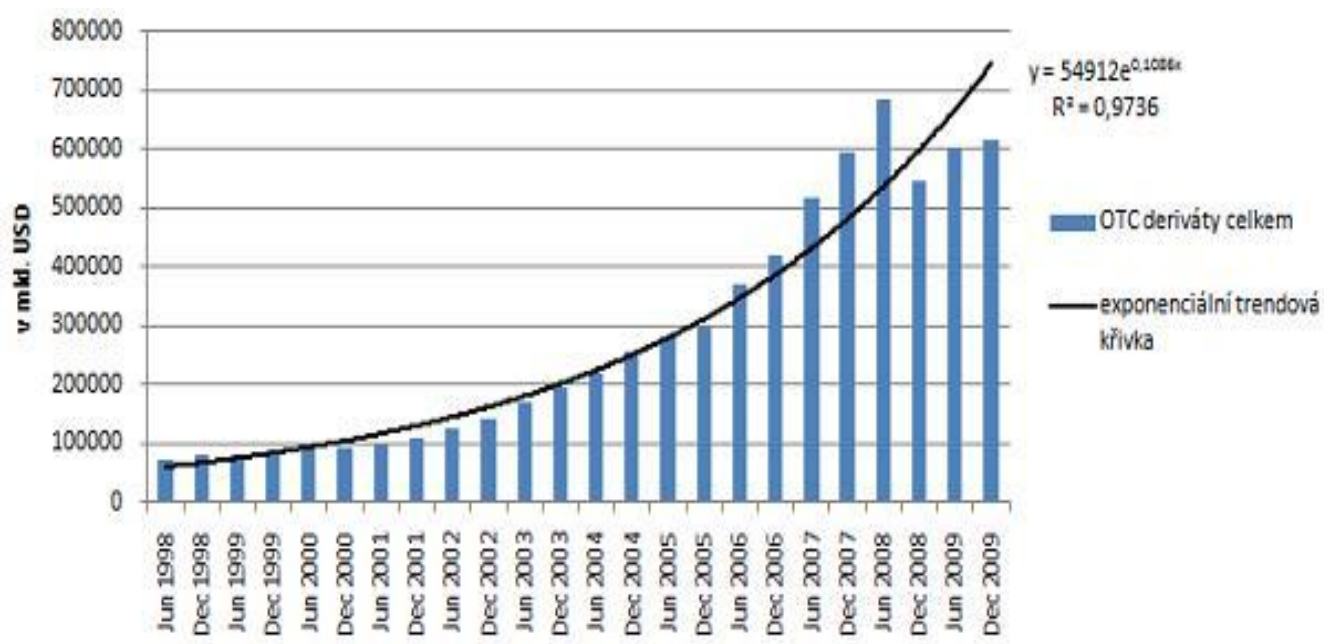
Na rozdiel od burzy, pri OTC derivátoch vzniká priestor pre ovplyvňovanie cien. Veľa odborníkov zastáva názor, že príčinou rozvoja OTC derivátov je maximalizácia zisku tvorcov

trhu na úkor klientov, krátenie daní, tunelovanie určitých subjektov, špekulácie a okrajové zaisťovanie rizík. OTC derivátov sú podľa nich zdrojom finančnej kriminality, čo údajne dosvedčuje obrovský záujem o tieto trhy. Európska komisia v súčasnosti podáva návrhy na regulácie OTC derivátov. OTC deriváty by mali byť od konca tohto roka začať hlásiť v špeciálnych dátových centrách, kde o ich povoleniach alebo zákazoch budú rozhodovať regulátori. Nad týmto bude dohliadať orgán ESMA (European Securities and Markets Authority). Do OTC kontraktov budú naviac vstupovať určité súkromné subjekty pod názvom CCP (Central Counterparties), ktoré by mali garantovať priebeh obchodov aj v prípade zlyhania jedného z účastníkov kontraktu. Inými slovami do OTC trhu by malo vstúpiť clearingové centrum, čím by sa mala zvýšiť transparentnosť a priehľadnosť OTC derivátov. K zmenám na OTC trhoch majú patriť short sale, ale aj zmeny v možnostiach držania nekrytých pozícií (naked position).

Obehm otvorených pozícií OTC derivátov v nominálnej hodnote

OTC deriváty dlhodobo tvoria viac než 80% všetkých derivátov. V rokoch 2007 a 2008 svoju pozíciu ešte posilnili až k hranici 90%. Nič na tom nezmenila ani finančná kríza. Ich vývoj tak naďalej zostáva sťaženým pre vývoj derivátov ako celku. Túto domnienku potvrdzuje aj zhodná podoba vývoju objemov otvorených pozícií OTC s celkovými derivátmi.

Graf č.2: Dlhodobý vývoj objemu otvorených pozícií OTC derivátov v nominálnej hodnote

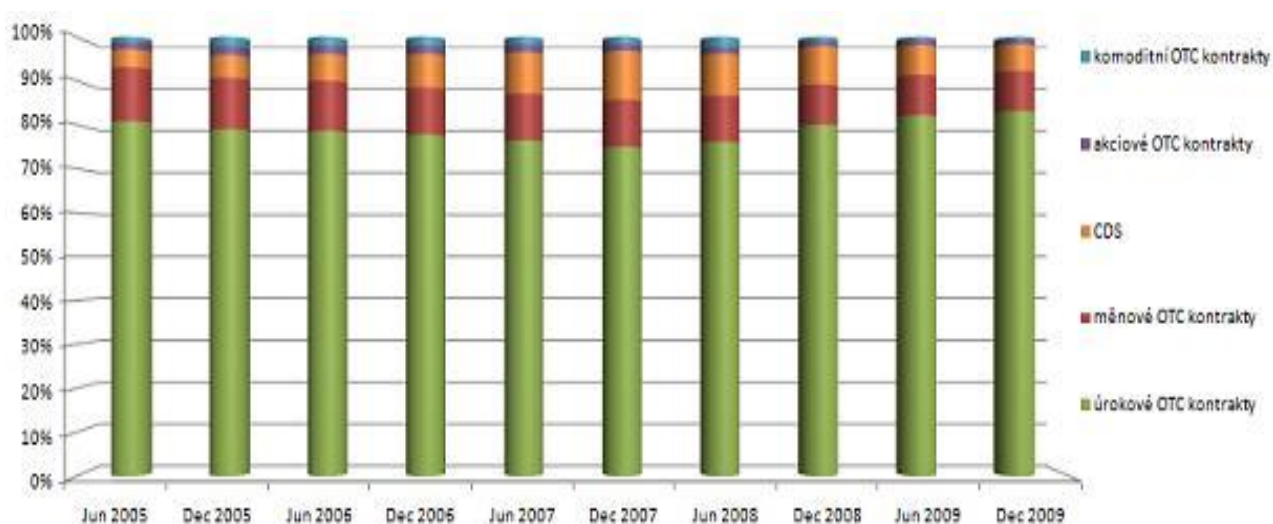


Pokiaľ analyzujeme štatistiku vývoja OTC derivátov prostredníctvom prieskumu robenému Bankou pre medzinárodné platby, potom žiadny pokles za 3 roky v objeme otvorených pozícií nezaznamenáme. Navzdory s prepadom spojeným s finančnou krízou, OTC trh od prieskumu 2007 vzrástol celkom o 15 %, čo znamená v priemere 5 % ročne. V období 2004 až 2007 bol tento priemerný ročný rast 32 %. To poukazuje na spomalenie rastu otvorených pozícií OTC derivátov v nominálnych hodnotách.

Deriváty, ktoré spustili krízu

Podobnú pozíciu ako zaujímajú OTC kontrakty v rámci všetkých derivátov, tak majú úrokové kontrakty v rámci OTC derivátov. V dobre ekonomickej expanzii, keď dochádzalo k rastu objemu otvorených pozícií OTC derivátov, podiel úrokových OTC derivátov na celkovom množstve OTC derivátov významne klesal. Išlo zhruba o 10%. Znamená to však, že v dobre ekonomickej expanzii rástol percentuálne objem otvorených pozícií úrokových OTC derivátov v nominálnej hodnote pomalšie než iné druhy derivátov. Väčší rast podielu zaznamenali komoditné OTC deriváty. Avšak zásadný boom prišiel zo strany úverových derivátov – CDS nástrojov.

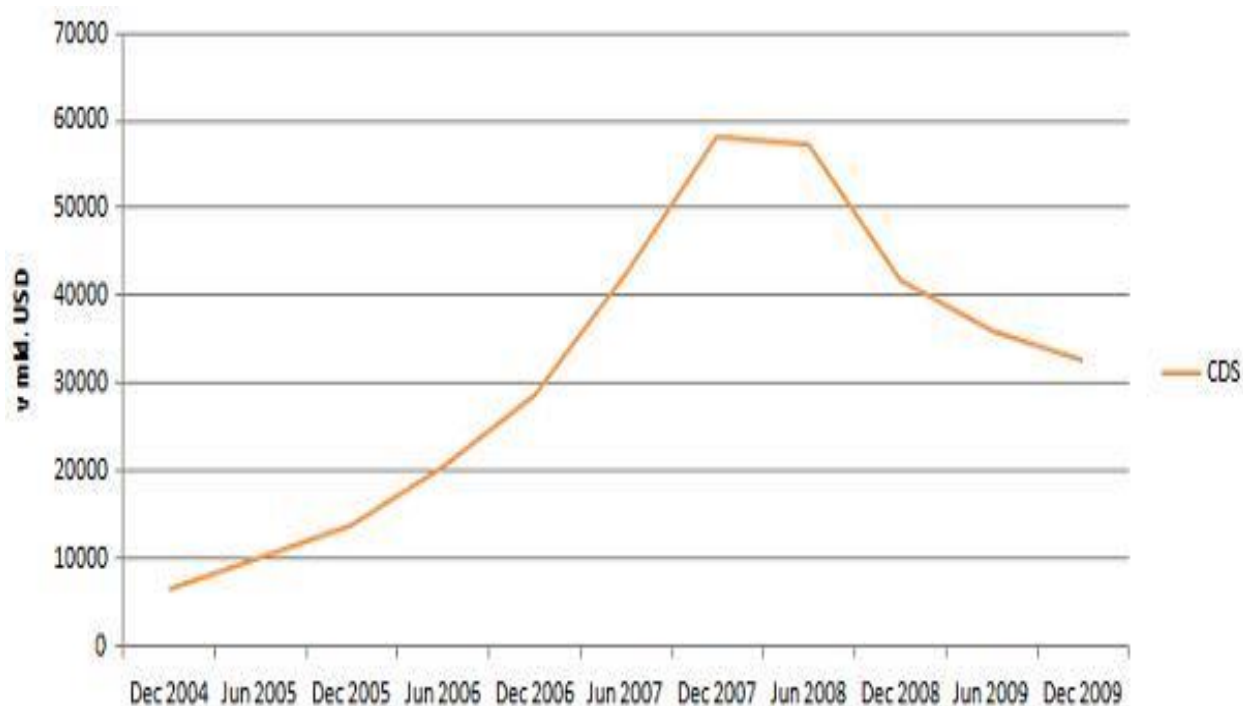
Graf č.3: Podiel jednotlivých druhov derivátov na celkovom objeme otvorených pozícií OTC derivátov v nominálnej hodnote



Od roku 2005 do konca roku 2007 bola nálada na trhu viac než optimistická. Uskutočňovali sa rizikovejšie operácie a závažne rástol záujem o úverové deriváty všetkých druhov. Každý chcel zarobiť na prevzatí cudzieho úverového rizika. V prvom polroku 2008 priniesol trh

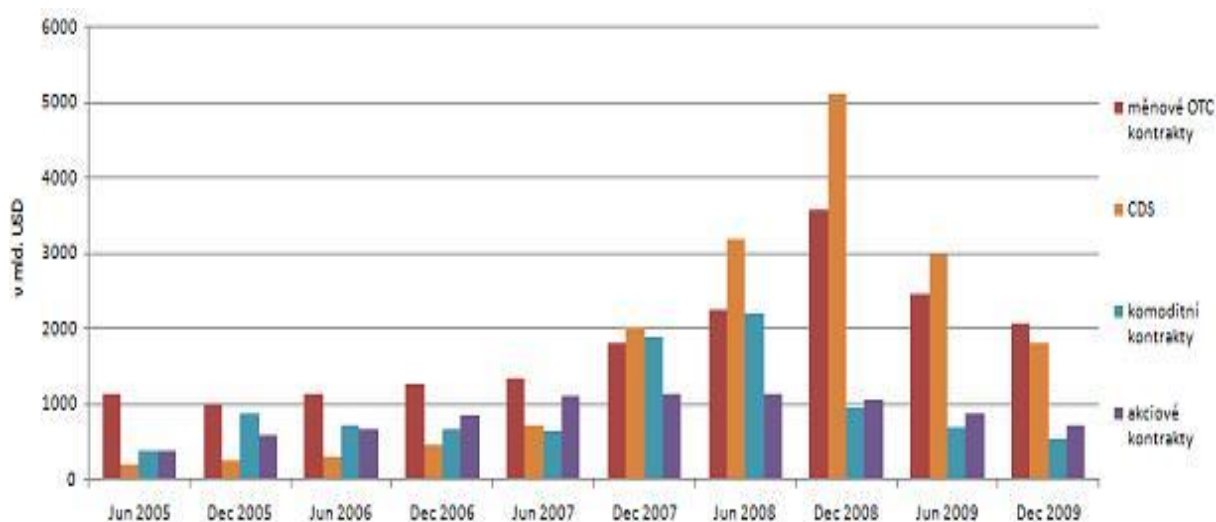
neočakávanú neistotu, ktorá sa odrazila v náhlom zmrazení rastu objemov otvorených pozícií CDS. K porovnaniu s koncom júna 2007 množstvo CDS pokleslo o 39% na 31 biliónov USD.

Graf č.4: Vývoj objemu otvorených pozícií Credit Default Swapov v nominálnej hodnote



Prítomnosť CDS následne zaručila, že finančná kríza bola celoplošná. Nebyť CDS, zbankrotovalo by viac nezdravých korporácií, ale ostatné by zostali v omnoho lepšej kondícii. Finančný svet si tak náhle osvojil skutočnosť, že CDS vie byť silná páka hrajúca vo všeobecný neprospech. Kríza priniesla zamrznutie dovery na medzibankovom trhu, čo spôsobilo, že objem otvorených pozícií nominálnych hodnôt CDS veľmi výrazne klesá, aj keď OTC deriváty nabrali úplne odlišný trend. Avšak silnejší a ešte hlbší pokles na než nominálne hodnoty zažívajú hrubé trhové hodnoty OTC derivátov.

Graf č.5: Vývoj objemu otvorených pozícií OTC derivátov v hrubých trhových hodnotách podľa druhu inštrumentov (bez úrokových kontraktov)



Zaujímavé je aj podoznenie vývoja tak nesúrodých druhov derivátov ako sú komoditné a úverové deriváty. Objem otvorených pozícií komoditných OTC derivátov poklesol celkovo o 60% za posledné 3 roky. V roku 2009 predstavoval zhruba 3 miliardy USD. Za týmto podobným vývojom s CDS stoja rozdielne príčiny. Komoditné OTC trhy sú tvorené dvoma špecifickými kategóriami podľa ich účastníkov: deriváty na drahé kovy a deriváty na strategické suroviny. Trh s derivátmi na drahé kovy je známy veľkým počtom prítomných špekulantov, zatiaľ čo pri účastníkoch na trhu so strategickými surovinami prevláda motív zaistenia.

Kríza spôsobila zmenu v chovaní komoditných špekulantov. Tí si uvedomili, že v neistej dobre je výhodnejšia fyzická držba nástrojov slúžiacich k uchovávaniu hodnoty ako držba iných modifikácií a certifikátov s drahými kovmi. Špekulanti jednoducho presunuli svoju aktivitu z komoditných termínových trhov na trhy spotové. Zjednávatelia derivátov na strategické suroviny na komoditných OTC trhoch zostali, pretože tí jednájú s cieľom zaistenia svojich už otvorených pozícií z promptného trhu. Tiež pokles komoditných OTC derivátov k tomu všetkému prispieva. Zaistenie ich pozícií je orčované množstvom suroviny a to za akejkoľvek cenovej situácie. To znamená, že pri poklese ceny suroviny sa zmenší objem svojich otvorených pozícií. Je tu priama úmernosť medzi pohybom ceny na promptnom a termínovom trhu.

Graf č.6: Vývoj objemu otvorených pozícií komoditných OTC derivátov (v nominálnej hodnote)

