

A BUBOR-piac kiszáradásának jelei, avagy mi olvasható ki a 2006 és 2012 közötti BUBOR-jegyzésekből

Fliszár Vilmos,
a Budapesti Corvinus Egyetem
PhD-hallgatója
E-mail: fliszar.vilmos@gmail.com

A londoni bankközi kamatlábbal kapcsolatos manipulációs botrány kirobbanásával kiemelt figyelem irányult a piaci referenciaértékekre. A szerző tanulmányában a 2006 és 2012 közötti 3, illetve 6 havi budapesti bankközi kamatláb jegyzéseit vizsgálja. Választ keres arra, hogy az egyedi intézményi jegyzésekből lehet-e következtetni a mögöttes termék piacára, és bemutatja, hogy akár egyszerű statisztikai módszerekkel is szerezhető fontos információk annak aktivitásáról.

TÁRGYSZÓ:
Referenciakamat.
Leíró statisztika.
Idősor.

Az elmúlt időszakban a LIBOR¹ a legtöbb médiacsatorna hírműsorainak középpontjába került. 2012 nyarán ugyanis ismertté vált, hogy a LIBOR jegyzéseit (fixing) végző bankházak korábban éveken keresztül manipulálták a kamatrögzítési folyamatot (FSA [2012]). A manipulált eredmények következtében a londoni bankközi kamatláb szintje nem a LIBOR definíciójában megjelenő mögöttes termék valós piacát jelenítette meg, hanem az egyes jegyző intézmények érdekeit szolgálta. A probléma súlyosságát mutatja, hogy a LIBOR-jegyzésekhez világvizonylatban több mint 300 billió amerikai dollár értékű tranzakció kapcsolódik, és a referenciakamat szintjének akár egy bázispontos elmozdulása is jelentős, „nem megalapozott” pénzmozgást eredményez.

A londoni jegyzéssel kapcsolatosan kitört botrány a BUBOR² jegyzésére is ráirányította a figyelmet, amelynek megteremtését, a Magyar Forex Társaság kezdeményezésére, 1995 áprilisában határozták el a magyar kereskedelmi bankok a nemzetközi kamatbenchmarkok mintájára. A BUBOR és a LIBOR között azonban jelentős különbségek vannak (bővebben lásd PSZÁF [2013a]); ezeket figyelembe véve, a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (a továbbiakban pénzügyi felügyelet) egy vizsgálat során megállapította, hogy a BUBOR esetén nem történt szándékos eltérés (PSZÁF [2013b]).

Jelen tanulmány ezért nem a manipulációra fókuszál, hanem azt vizsgálja, hogy a BUBOR mögöttes termékének piaci tulajdonságaira a 2006. január 2. és 2012. június 30. közötti intézményi jegyzésekből milyen következtetések vonhatók le.³

1. A LIBOR és a BUBOR definíciója

Az eredmények értelmezéséhez elengedhetetlen a bankközi irányadó kamatlábak definíciójának bemutatása. A következő pontok nemcsak egy generális irányadó ráta definíciót mutatnak be, hanem szemléltetik a BUBOR és a LIBOR közötti főbb definíciós különbségeket is.

¹ LIBOR (London interbank offered rate): londoni bankközi hitelkamatláb.

² BUBOR (Budapest interbank offered rate): budapesti bankközi hitelkamatláb.

³ Jelen tanulmányban felhasznált (2012 júniusáig terjedő) egyedi intézményi adatokat a PSZÁF bocsátotta rendelkezésemre. A konzisztencia biztosítása érdekében ezért a statisztikai elemzéseket 2006. januári–2012. júniusi adatokon végeztem.

2012 második felében megkezdődött a referenciaértékek globális újraszabályozása, így az ezt követő jegyzésekben már a szabályozói hatás is megjelenik. Az azóta eltelt időszak elemzése egy jövőbeli tanulmány témáját képezheti, melyhez további adatgyűjtés szükséges.

1.1. Közgazdasági definíció

Mind a LIBOR, mind a BUBOR definíciójának az alapja egy kérdés, amelyre a jegyzést végző intézményeknek naponta, adott időpontban kell elküldeniük a legjobb tudásuk szerinti válaszukat a jegyzéseket összesítő szervezet számára.⁴ A LIBOR-jegyzés esetén ez a következő:

„Milyen kamatláb mellett juthatna a jegyzést végző bank fedezetlen bankközi forráshoz releváns piaci mértékben délelőtt 11 órakor?” (IBA [2015]).

A jegyzés kulcstényezőinek tekinthető 1. a fedezetlen bankközi forrás, ami kizárólag a pénzügyi intézmények piaci megítélésén alapul; 2. a jegyzést végző bank mint meghatározó piaci szereplő; és 3. a releváns piaci méret, azaz a jegyzést végző bankok működésében meghatározó összeg nagyság.

A jegyzést végző bankoknak tehát saját piaci megítélésükről kell véleményt formálniuk és nyilvánosságra hozniuk LIBOR-jegyzésükön keresztül.

A LIBOR-ral szemben a BUBOR jegyzésénél a kamatjegyző intézmények a következő definícióból indulnak ki (MFT [2014] 1. old.):

„... az adott kamatjegyzést szolgáltató bank által meghatározott kamatlábat jelenti, amely kamatlábon a kamatjegyzést szolgáltató bank legjobb tudomása és megítélése szerint az adott magyar banki munkanapon, a Melléklet 2. pontjában foglalt időpontban⁵, a Melléklet 3. pontjában megjelölt futamidők vonatkozásában⁶... az 5.1 pont szerint meghatározott aktív kamatjegyző bank egy másik aktív kamatjegyző bank részére fedezetlen bankközi hitel (ún. unsecured interbank loan) nyújtására üzleti ajánlatot tenne.”

A BUBOR a jegyzést végző intézmények által nyújtott fedezetlen bankközi hitelek kamatlábat jeleníti meg, amelyek a LIBOR-ral ellentétben nem nyilvánítanak véleményt arról a tényről, hogy mennyiért jutnak fedezetlen forráshoz az adott időpontban. Ebből következően a BUBOR a LIBOR-ral ellentétben nem alkalmas a jegyzést végző intézmény aktuális forrásköltségeinek jelzésére (szignálózásra), hiszen nem közvetít információt a kamatjegyző intézmény aktuális állapotáról.

⁴ BUBOR esetében a jegyzéseket összesítő szervezet a Magyar Nemzeti Bank, a LIBOR-nál korábban a Thomson Reuters volt, az újraszabályozás óta, 2014. január 31-től viszont az Intercontinental Exchange Benchmark Administration.

⁵ 10:15 és 10:30 óra között.

⁶ Overnight (máról holnapra történő), 1 hét, 2 hét, 1, 2, 3, 6, 9 és 12 hónap.

Fontos kiemelni, hogy fedezetlen hitelről van szó. Az intézmények az egymás közötti limiteket elsősorban a nagy hitelminősítő intézmények (S&P, Fitch, Moody's) minősítései alapján állapítják meg. (Sőt, a kitétségekre vonatkozó tőkekövetelmény-szabályok is ezeken alapulnak (lásd *Az Európai Unió Hivatalos Lapja* [2013]). Kereskedési tevékenysége során minden intézmény kockázatainak minimalizálására törekszik, ezért a fedezett ügyleteket preferálja a fedezetlenekkel szemben. Egy jellemzően leányvállalatok által működtetett piac esetén (mint amilyen a magyar is) sok esetben az anyaintézmények a limitek szigorú felállításával igyekeznek ezt a folyamatot elősegíteni. Ennek jelei már jóval a 2008-as válság előtt megmutatkoztak, hiszen 2002-ben el kellett törölni a lejáratonkénti (tenoronkénti) 200 millió forintos üzletkötési kötelezettséget a belső limitkorlátok miatt.

A 2008-as globális válság azonban rámutatott arra, hogy még a nagy hitelminősítő szervezetek sincsenek minden releváns információ birtokában, és egy AAA minősítés sem feltétlenül „életbiztosítás” (lásd például a Lehman Brothers csődjét). Ebből következően a bankközi piacokon a fedezetlen ügyletek elkezdtek visszaszorulni, míg a fedezett ügyletek a korábbinál is nagyobb szerepre tettek szert.

1.2. Matematikai definíció

A LIBOR és a BUBOR gyakorlatilag nyesett átlagok. A LIBOR esetén a jegyzések alsó, illetve felső 25 százaléka kerül elhagyásra, és a nyesett sokaság egyszerű számtani átlaga jelenti a napi referencia-kamatlábát. A BUBOR-nál szintén a londoni gyakorlat a mérvadó azzal a minimális különbséggel, hogy a nyesés mértékét a jegyző bankok számához köti az aktuális szabályzat (*MFT* [2014]).

1. táblázat

*BUBOR-jegyzés esetén a nyesés mértéke
az aktív kamatjegyző intézmények számának függvényében*

Aktív kamatjegyző intézmények (db)	Nyesés mértéke (a legmagasabb és a legalacsonyabb darab)
≥16	4-4
12-15	3-3
7-11	2-2
<7	1-1

Forrás: MFT [2014].

2013-ig ennek korábbi verzióiban az alsó és felső négy-négy érték nyesése volt előírva, azonban a válság következtében a BUBOR-t jegyző intézmények száma rohamos csökkenésnek indult, így 2014-től a figyelmen kívül hagyandó kamatjegyzések meghatározása sávosan történik. Ez utóbbinak köszönhetően nem szükséges a jegyzést végzők körének bővülése vagy szűkülése esetén szabályzatmódosítást végrehajtani.

Az előzők alapján megállapítható, hogy bár a két referencia-kamatláb nagyon hasonló, a BUBOR teljes mértékben mégsem a LIBOR budapesti megfelelője. A következő bekezdésekben a legfontosabb különbségek kerülnek összefoglalásra, melyek kiemelten fontosak a jegyzések elemzésénél is.

A LIBOR-jegyzés során a jegyző bank a forrásköltsége bemutatásával (mennyiért jutna fedezetlen bankközi forráshoz) saját hitelkockázatát minősíti, önmagáról állít ki hitelminősítést. A BUBOR viszont egy kínálati kamatlábat tükröz, amely mellett az adott bank fedezetlen bankközi hitelt nyújtana. E hitelek árazásában a forrásköltség mellett több más tényező – köztük a jegyző bank napi likviditási helyzete, eszköz-forrás szerkezete – is közrejátszik. A BUBOR definíciója alapján azonban a jegyzés közvetlenül nincs hatással a jegyző bank reputációjára, mivel nem a saját piaci megítéléséről, hanem a többi piaci szereplőről mond véleményt, ezért a LIBOR-ral ellentétben nem ösztönöz szignálozón keresztül manipulációra, és így esetében a LIBOR-hoz hasonló, reputáció miatti manipulációs kockázat csak közvetetten merülhet fel.

Fontos különbség, hogy míg a LIBOR-nál a jegyzési folyamat reformjáig az ajánlatgyűjtést, átlagolást, publikálást is a *Thomson Reuters* végezte a jegyzések során, addig Magyarországon már a LIBOR-válság előtt is az előzetes szűrés, az összegzés és az ellenőrzés a Magyar Nemzeti Bank feladata volt, stabilitást adva ezzel az eljárásnak.

A BUBOR-jegyzéssel a bankok pénzügyi szakterületei foglalkoznak, ahol a legkisebb a BUBOR-értékelésű derivatív pozíciók mérete. Az éven belüli sajtószámlás kereskedési pozíciók nagysága a jegyző bankon belül itt a legkisebb, ellentétben egy kötvény- vagy a banki könyvet vezető eszköz-forrás kezelő területtel, aminek következtében alacsonyabb az összeférhetlenség kockázata is.

A forinthez kötött kamatpozíciók nagyságrendekkel kisebbek, mint a LIBOR- és EURIBOR-értékek⁷ alapján átárazódó kereskedési könyvi pozíciók a nemzetközi piacokon, emiatt a manipulálás kockázata is lényegesen alacsonyabb, hiszen a piaci szereplők számára sokkal kevesebb ösztönzést jelentenek.

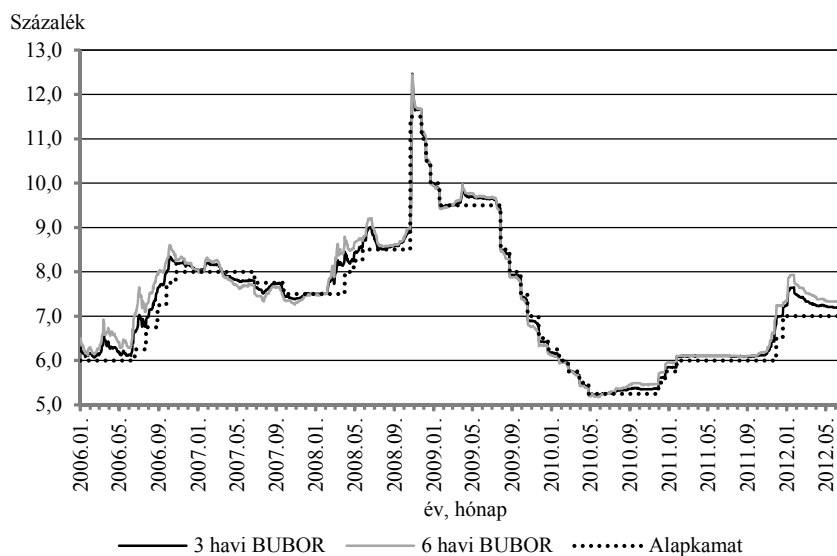
Mint ahogy az már korábban szerepelt, a pénzügyi felügyelet mindezeket a tulajdonságokat figyelembe véve állapította meg 2013 februárjában, hogy a BUBOR esetében nem történt manipuláció (*PSZÁF* [2013b]).

⁷ EURIBOR (Euro interbank offered rate): európai bankközi hitelkamatláb.

2. BUBOR-jegyzések 2006 és 2012 között

Többek között magának a definíciónak (fedezetlen bankközi hitel) köszönhetően, az 1995-ben indult BUBOR-jegyzés mögöttes termékének piaca fokozatos „kiszáradásnak” indult, míg a fogyasztói termékeknel (betéteknél, hiteleknel) a BUBOR referencia-kamatlábként játszott szerepe egyre jobban erősödött. A mögöttes termék piacának szűkülése ellenére, a BUBOR piaci, jogszabályi beágyazottsága miatt továbbra is igény volt egy, a társadalom minden rétege számára elfogadható, transzparens referenciárára alkalmazására. Ehhez egy mögöttes terméket vagy referenciáráját kellett találni, ami az alapkamat lett. (Lásd bővebben *PSZÁF* [2013a], *Erhart–Ligeti–Molnár* [2013]). Ezt a választást az indokolja, hogy a BUBOR-nak tükröznie kell az alapkamatra vonatkozó várakozást, mivel az alapkamat az intézmények alternatív költségét is befolyásolja. A bankok érdeklényét mutatja az a tény, hogy 2015-re mindösszesen tíz kamattjegyző intézmény maradt. (A csökkenés kizárólag egyedi döntések eredménye, hiszen a részvétel önkéntes a kamattjegyzési folyamatban.)

1. ábra. A 3 és 6 havi BUBOR, illetve a jegybanki alapkamat időszora, 2006. január 2.–2012. június 30.



Forrás: MNB-adatok.

Az 1. ábrán látható, hogy csak kis mértékben tér el a BUBOR az alapkamathoz képest. A válság 2008. őszi, magyarországi begyűrűzése után a kettő között korábban meglevő kis differencia tovább csökkent, nagyobb különbségek csak olyan turbulens piaci körülmények között fordultak elő (mint például 2008. októberben vagy 2012.

januárban), amikor a forint piacát hatalmas sokk érte, és még a közeljövőre vonatkozó várakozásokat is rendkívül nagy bizonytalanság övezte.

A válság miatt az elemzés idősorát 2008. október 22-én „kettévágva”, az alapkamattól vett eltérések leíró statisztikáit a 2006. január 2.–2008. október 21., valamint a 2008. október 27.–2012. június 30. időszakokra külön-külön vizsgálom.⁸

2. táblázat

A 3 és 6 havi BUBOR-jegyzések, illetve a jegybanki alapkamat eltéréseinek leíró statisztikái bázispontban

Megnevezés	3 havi	6 havi
	BUBOR-alapkamat	
	2006.01.02.–2008.10.21.	
Minimum	–24	–41
Maximum	79	140
Átlag	15,3	24,7
Szórás	23,3	38,4
Medián	14	22
	2008.10.27.–2012.06.30.	
Minimum	–24	–40
Maximum	96	103
Átlag	10,3	14,0
Szórás	15,8	23,9
Medián	10	10

Forrás: MNB-adatok.

A leíró statisztikákból kiolvasható, hogy 2008 októberét követően a BUBOR-értékek átlagosan sokkal kisebb mértékben tértek el az alapkamattól. A szélső értékek nem változtak, az eltérések maximuma 2,5-3-szorosa volt a minimumok abszolút értékének. 2008 után a középértékek csökkentek. Mind a számtani átlag, mind a medián alacsonyabb lett. A 6 havi BUBOR alapkamattól vett eltérése esetén a számtani átlag csökkenése (24,7-ről 14,0-re) meghaladta a 40 százalékot. A medián érték mindkét tenor alapkamattól vett eltérése esetén 10-re mérséklődött, ami a 6 havi értékeknél több mint 50 százalékos esést jelent. A szórások csökkenése szintén arra utal, hogy a második időszakban a jegyzések még kevésbé tértek el a jegybanki alapkamattól, vagyis

⁸ 2008. október 22-ét mint extrémértéket kihagytam az elemzésből. 2008. október 23-a és 26-a között Magyarországon bankszünnap volt, ezért jegyzés ezeken a napokon nem történt. 2008. október 22-e után így október 27-e volt az első kereskedési nap.

kisebb lett a BUBOR-ban megjelenített információk súlya. Ez részben ellentétesnek tűnhet a *PSZÁF* [2013a] tanulmányával, ami a korrelációk vizsgálatán keresztül a többlet piaci információk növekedését állapította meg. A korreláció azonban az együttmozgást ragadja meg, és csak a BUBOR és az alapkamat közötti eltérés mértékének változását veszi figyelembe. Ebből következően a korreláción alapuló elemzés azt mutatja meg, hogy a BUBOR és az alapkamat eltérése mértéke folyamatosan változott, azt azonban nem, hogy további információk épültek-e be a BUBOR-jegyzésbe, vagy kerültek-e ki onnan (ezáltal az eltérés mértéke nagyobb vagy kisebb lett-e). A 2. táblázatból viszont az információk válság utáni kikerülése olvasható le.

A BUBOR és az alapkamat közötti eltérés mérséklődésének egyik mozgatója a bankközi fedezetlen forint termékek piacának szűkülése. A válság következtében ugyanis az intézmények még jobban visszszorították az ezekkel kapcsolatos tevékenységüket. A hiteltermékekben a devizahitelezés szerepének csökkenésével egyre jobban erősödött a BUBOR funkciója, így a referencia-kamatlábát elhagyni nem lehetett, ugyanakkor meg kellett határozni a termékeket, még ha valós ügyletkötés az egynapos, hetes tenorok kivételével nem igazán állt is rendelkezésre. A benchmark érték az alapkamat lett, amire a turbulensebb időszakokban a valós fedezett bankközi ügyletekből származtatott kamatszintek hatást gyakoroltak (bővebben lásd *PSZÁF* [2013a]), de mint az első ábrán is látható, e hatások általában (pár napon belül) elhaláltak, és a BUBOR-értékek visszakonvergáltak az alapkamat szintjéhez.

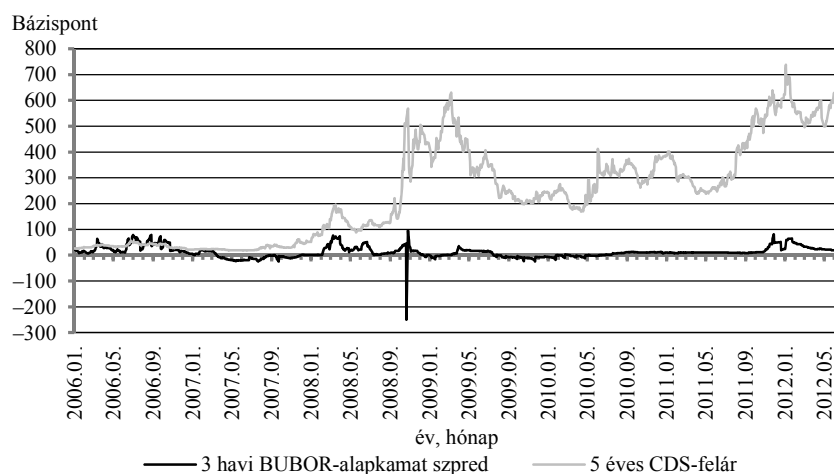
Fontos ismét hangsúlyozni, hogy a BUBOR esetében fedezetlen bankközi termékről beszélünk, így a piacon levő szereplőkhöz kapcsolódó partnerkockázatok megítélése is befolyásolja a piaci aktivitást. A partnerkockázatok jelentős növekedésével a szereplők a fedezett termékek felé fordulnak, és kevésbé preferálják a fedezetlen termékeket. A BUBOR-piacon szereplő bankok esetében nincs egy univerzális mutatószám, mely teljes körűen jellemezné saját partnerkockázatuk alakulását. Ezért elemzésemben az ötéves magyar CDS-felárhoz⁹ viszonyítom a 3 havi BUBOR-alapkamat szpred¹⁰ alakulását. A 2. ábrán látható, hogy a válság Magyarországra való begyűrűzése (2008 októbere) után a CDS-felár szintje jelentősen és tartósan megnövekedett, míg a BUBOR-alapkamat szpred összehúzódott. Az utóbbi csak a 2011. december és 2012. január közötti periódusban nyílt ki, mikor rövid időn belül két 50 bázispontos alapkamat-emelés történt. Ekkor a szpredértékek a piaci szereplők partnerkockázatát is tükrözték. Helytálló tehát az előző bekezdésnek az a megállapítása, hogy a BUBOR-értékeknek csak az egyik mozgatórugója a bankközi fedezetlen forint termékek piacának kiszáradása. Ahogy a 2. ábrán is látható, egyes esetekben a piaci szereplők saját partnerkockázatának megítélése is képes befolyásolni a BUBOR

⁹ CDS (credit default swap): „olyan hitelderivatív termék, amelyben két személy, a védelem vevője és a védelem eladója, elcserélik egy harmadik – referenciaterméknek nevezett – termék vagy személy hitel- (csőd-) kockázatát.” (*Gyarmati–Medvegyev* [2011])

¹⁰ A 3 havi BUBOR és a jegybanki alapkamat különbsége.

szintjét. Ez utóbbinak azonban nem egyenes következménye a fedezetlen bankközi forint termékek piacának arányos szűkülése.

2. ábra. A 3 havi BUBOR-alapkamattól szpred és a magyar CDS-felár időszora, 2006. január 2.–2012. június 30.



Forrás: MNB- és Bloomberg-adatok.

3. A napi jegyzések szórása

A definícióból kiindulva, amennyiben egy tökéletesen működő piacon határozná meg egy aktív kamattjegyző a referenciakamat szintjét, a jegyzéseknek bizonyos fokú diverzifikációt kellene mutatniuk. Ennek oka, hogy a piacon nincsen két egyforma intézmény, és a különbségeknek az árazásban is meg kell mutatkoznuk. A következő két dologra utalhat, ha a napi jegyzések szórása nagyon alacsony:

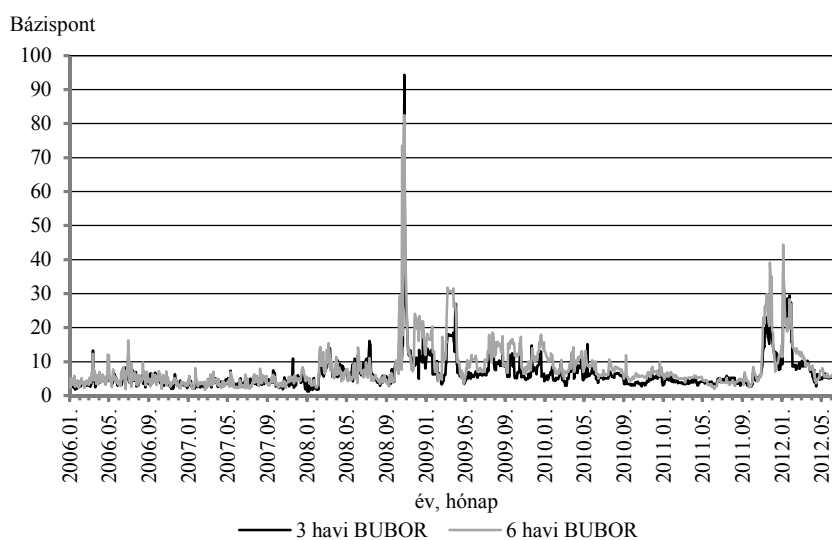
- az intézmények ugyanúgy értékelik egymást, vagyis homogén piaci szereplőket feltételeznek;
- nincsen valós/vagy csak minimális piaca van a mögöttes terméknek, és egy elméleti definíció alapján határozzák meg az értékeket.

Az első eset nyilvánvalóan kizárható, hiszen a magyar piacon az aktív kamattjegyző intézmények nem homogének. 2012 júniusában megtalálhatók voltak közöttük éppúgy a legnagyobb kereskedelmi bankok, mint a kisebb fióktelepek vagy pénzügyi vállalkozások. (2014-re számuk 16-ról 10-re csökkent.) A bankszektor jelentős része külföldi

tulajdonban van; és a magyarországi leányvállalatok megítélését az anyavállalatok pozíciója is befolyásolja, vagyis fennáll a heterogenitás. A második felvetésre a piaci tranzakciók alapján lehet a legbiztosabban következtetni. A továbbiakban ezért arra keresem a választ, hogy a jegyzésekből milyen információ olvasható ki erre vonatkozóan.

Az előző pont alapján belátható, hogy az idő előrehaladtával a BUBOR-értékek fokozatosan konvergáltak a jegybanki alapkamathoz, tehát elméletben adódik egy (már korábban is) említett definíciós lehetőség. Ezért a következőkben az aktív kamatjegyző intézmények napi rögzített értékeinek szórását vizsgálom meg.

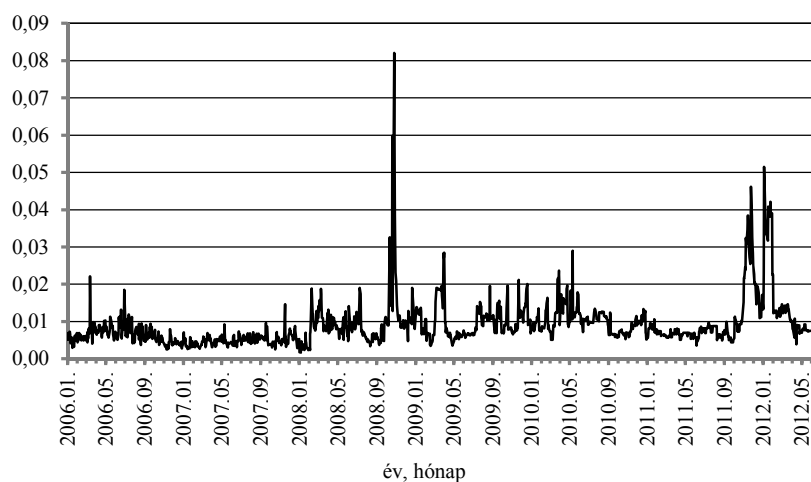
3. ábra. A 3 és 6 havi BUBOR napi jegyzései szórásának időszora, 2006. január–2012. június



Forrás: Itt és a 4–8. ábránál MNB-adatok.

A 3. ábrán látható, hogy a kereskedési napok döntő többségén a BUBOR-jegyzés szórása mind a 3, mind a 6 havi tenorban a 20 bázispontos sávon belül marad. A vizsgált időszakban a kereskedési napok 87,9, illetve 77,9 százalékán a 10 bázispontot sem érte el. 20 bázispont feletti értékek csak a legturbulensebb piaci időszakokban fordultak elő. Az alacsony szórások tehát nem cáfolják a második felvetésben említett elméleti definíciós esetet. Ebből a szempontból a 2008-as törés vizsgálatának nincs relevanciája, hiszen a jegyzést végző intézményekre már korábban is nyomás nehezedett a piac működési problémái miatt. Ezt támasztja alá az az előzőkben említett tény is, hogy már 2002-ben, elsődlegesen intézmények közötti limitproblémák miatt, megszüntették az üzletkötési kötelezettséget, vagyis a bankközi piac szereplői a referenciakamat mögöttes termékére nem elsődleges termékként tekintettek, és sok esetben konzervatív limitstruktúrájuk is gátolta a piac bővülését.

4. ábra. A 3 havi BUBOR napi jegyzéseinek szórása és a jegybanki alapkamat arányának időszora, 2006. január 2.–2012. június 30.



Az előző fejezet bemutatta, hogy a BUBOR-értékek szorosan követik az alapkamat pályáját. Felvetődik a kérdés, vajon az alapkamat pályájának van-e hatása a napi jegyzések szórására. Ennek megválaszolását a 4. ábra segíti, mely a napi jegyzések szórásának és az aktuális jegybanki alapkamatnak az arányát szemlélteti. Nagyobb értékeket csak a már korábban említett turbulens piaci periódusokban tapasztalunk, azonban még ezek is nagyon alacsonynak tekinthetők. A BUBOR szintje az előzőekben leírtak alapján nyilvánvalóan követi a jegybanki alapkamatét. A BUBOR (definiója szerint) a napi jegyzések nyesett átlaga, így leegyszerűsítve a napi jegyzések átlagaként vehető. (A napi jegyzések alacsony szórása biztosítja, hogy ennek nincs nagymértékben torzító hatása.) A 4. ábra relatív szórás-értékeket jelenít meg, melyek még a legszélsőségesebb kereskedési napon sem érték el a 0,1-et, vagyis az alapkamat aktuális szintje csak elenyésző hatást gyakorolt a napi jegyzések szórására.

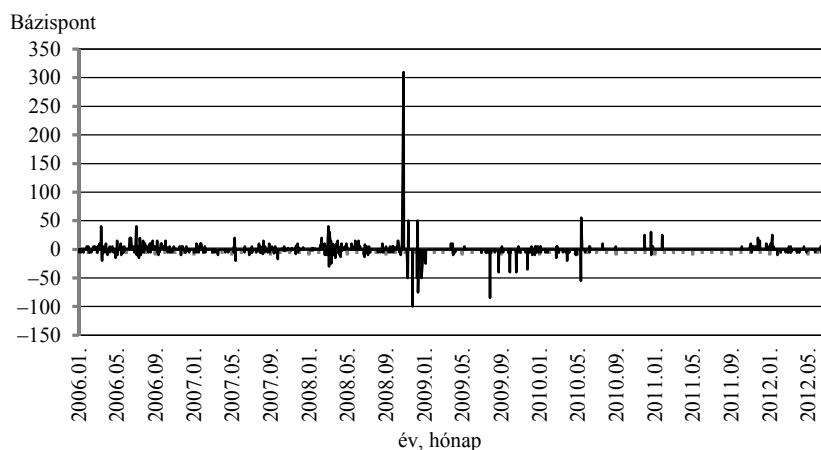
4. Egyedi intézményi BUBOR-jegyzések

Az előző fejezet szerint 2012 júniusáig az aktív kamatjegyző intézmények által rögzített értékek szórása a kereskedési napok többségén nagyon alacsony szinten mozgott, vagyis az intézményi vélekedések nem különböztek jelentősen.

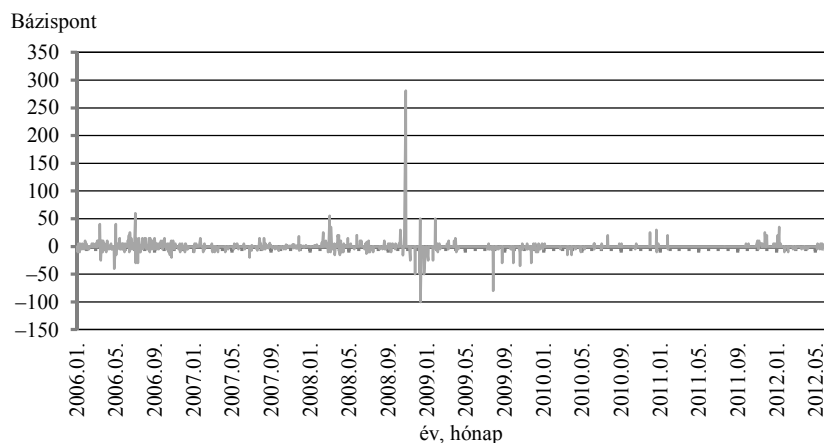
Mind a 3, mind a 6 havi BUBOR-értékek esetén sokkal gyakoribbak voltak 2008-ig két egymást követő kereskedési nap között a változtatások, melyek jellemzően

+/-25 bázisponton belül maradtak. Ennek szemléltetéséhez tekintsük „V” és „W” intézmény¹¹ 3, illetve 6 havi BUBOR-jegyzései differenciáinak idősorát. (Lásd az 5–8. ábrákat.)

5. ábra. „V” intézmény 3 havi BUBOR-jegyzéseinek differencia-idősora,
2006. január 2.–2012. június 30.



6. ábra. „V” intézmény 6 havi BUBOR-jegyzéseinek differencia-idősora,
2006. január 2.–2012. június 30.

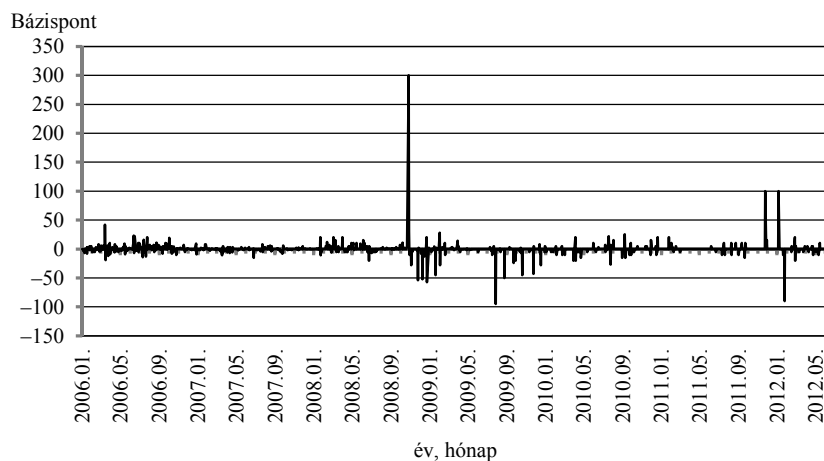


„V” és „W” intézmény adatai tehát bizonyítják az általánosságban leírtakat: mind a 3, mind a 6 havi BUBOR-értékek differenciái esetén megfigyelhető, hogy 2008-ig

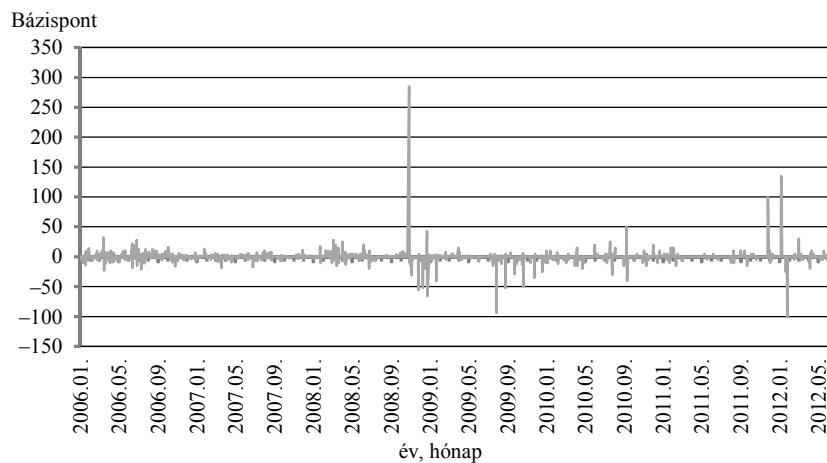
¹¹ „V” és „W” intézmény a legkisebb, illetve a legmagasabb volatilitást jelentő intézmények közül lett kiválasztva, így az olvasó még e szélsőséges esetekben is láthatja az elmozdulások alacsony számát.

sokkal gyakoribbak voltak egymást követő napokon a változtatások, és ezek jellemzően ± 25 bázisponton belül maradtak. A 2008-as válság kitörése után minimalizálódott a 10 bázispont feletti elmozdulások száma.

7. ábra. „W” intézmény 3 havi BUBOR-jegyzéseinek differencia-idősora, 2006. január 2.–2012. június 30.



8. ábra. „W” intézmény 6 havi BUBOR-jegyzéseinek differencia-idősora, 2006. január 2.–2012. június 30.



Az egyedi jegyzések modellezését ez igen nehézkesé teszi, hiszen sok esetben napokig nem voltak elmozdulások, vagy az adatok fix értékeket takartak. Bár a BUBOR arányskálán mérhető változó, az egyedi jegyzések során az intézmények – a kialakult gyakorlatot követve – az esetek többségében 5 bázisponttal osztható értéket jegyeznek.

Ezt jól szemlélteti a 3. táblázat is, melyből kiolvasható, hogy a 2006 és 2012 közötti időszakban a „V” intézmény 3, illetve 6 havi BUBOR-jegyzései során, az általa rögzített előző napi értékhez képest a következő napon a kereskedési napok 95,5, illetve 94,3 százalékán pontosan 0, 5, 10 vagy 15 bázisponttal magasabb/alacsonyabb értéket jegyzett. „W” intézmény esetén ez utóbbi értékek 77,3 és 73,5 százalék voltak. Az aktív kamattjegyzők viselkedése „V” intézményhez állt közelebb.

A 3. táblázatban az is látható, hogy a vizsgált 1707-ből az 1000-et is meghaladja azoknak a kereskedési napoknak száma, amikor az intézmény nem tért el az előző napon jelentett értéktől. A piaci referenciaértékekre (az alapkamat kivételével) ilyen típusú viselkedés nem jellemző, mivel ezekbe folyamatosan épülnek be a piaci információk.

3. táblázat

„V” és „W” intézmények 3, illetve 6 havi BUBOR-jegyzései differenciáinak gyakorisági táblája, 2006. január 2.–2012. június 30.

Bázispont	„V”		„W”	
	3 havi	6 havi	3 havi	6 havi
	BUBOR			
16–310	18	24	21	21
15	14	17	5	6
11–14	0	0	5	8
10	30	29	20	26
6–9	4	4	31	41
5	110	114	59	62
1–4	13	22	129	142
0	1312	1252	1142	1065
–1–4	17	20	148	172
–5	132	145	68	62
–6–9	3	5	26	32
–10	27	45	21	24
–11–14	2	1	6	9
–15	5	8	5	10
–16–100	20	21	21	27

Forrás: MNB-adatok.

Az 5–8. ábrákból kirajzolódik, hogy a BUBOR egy olyan terméket takar, amelynek piaca fokozatosan kiürült (a napi differenciák sokkal szélsőségesebbek lettek az

idő előrehaladtával), és az intézmények valamilyen alternatív definíció alkalmazására törekszenek jegyzéseik során, mivel ezekben nem tükröződnek egy dinamikusan működő piac folyamatos változásai.

5. Összegzés

A témában született korábbi elemzések zöme arra keresett választ, hogy a BUBOR tágan értelmezett definíciója milyen információkat tartalmaz, illetve hogy e hitelkamatláb milyen szerepet tölt be a pénzügyi monetáris folyamatokban. *Horváth–Krekó–Naszódi* [2004] azt vizsgálták, hogy a BUBOR szintjének változása miként hat a lakossági és a vállalati hitelek kamatára, mivel e mutató a kiemelt referenciaráta szerepét tölti be. További tanulmányok megállapították, hogy a 3 hónapos bankközi kamatláb alakulása a monetáris transzmisszió egyik kulcseleme (*Vonnák* [2006], *Ábel–Kóbor* [2008]).

2007-ben a swapszpred mozgatórugói között a BUBOR-értékek kiemelten szerepeltek. *Csávás–Varga–Balogh* [2007] tanulmányukban kimutatták, hogy a BUBOR-szpred¹² előjele 3 éves szpred esetén pozitív, mely előjelet a BUBOR definíciójára vezették vissza és nem arra a tényre, hogy a jegyző bank nemfizetési kockázata magasabb az államénál, hiszen a magyar piacon többségében külföldi tulajdonú bankok tevékenykednek. A szerzők ezeken a megállapításokon túl előrevetítették a BUBOR szerepének csökkenését a nagyobb referencia-kamatlábakkal szemben. *Pintér–Pulai* 2009-ben az *MNB Szemle* hasábjain megállapították, hogy a BUBOR-értékek a válság elmélyülése óta nem tükrözik a szereplők piaci várakozásait. A mutató elvesztette információtartalmát, és más bankközi eszközök alkalmasabbak a hozamgörbebecslésekre.

Tanulmányomban egyszerű leíró statisztikai elemzéseket végeztem a 2006 és 2012 közötti BUBOR-jegyzésekre, hogy rámutassak, ezek segítségével is fontos információk olvashatók ki a referencia-kamatláb jegyzése mögötti feltételezésekről. A referenciakamat és a jegybanki alapkamat eltérésének összevetéséből megállapítottam, hogy az aktív kamatjegyző intézmények által kialakított BUBOR-értékek 2012-ig – a turbulens piaci időszakok kivételével – egyre jobban közelítettek a jegybanki alapkamathoz, vagyis a mögöttes termék piacának visszaszorulása mellett az intézmények a jegybanki referenciaráta felé fordultak. Jegyzéseik szórásának időszora alátámasztja, hogy ez az elmozdulás egységes volt, hiszen a szórásértékek nem emelkedtek számottevően. Az aktív kamatjegyző intézmények egymást követő napi

¹² A 6 hónapos BUBOR és 6 hónapos zérókupon hozamkülönbsége.

jegyzéseinek differencia-idősora alapján a dinamikusan működő piac tulajdonságai 2012-ig fokozatosan eltűntek a jegyzésekből. A kereskedési napok többségén az intézmények egyre nagyobb valószínűséggel jelentettek változatlan értéket, mely szintén közelítést mutatott az alapkamatpályához, és nem tartalmazott további piaci várakozásokat mint ahogy azt *Pintér–Pulai* [2009] is megállapították.

Irodalom

- ÁBEL I. – KÓBOR Á. [2008]: Kamatkülönbözet, spekulációs profit és árfolyam-változékonyság. *Közgazdasági Szemle*. LV. évf. 11. sz. 941–961. old.
- Az Európai Unió Hivatalos Lapja* [2013]: Az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről. 2013.6.27. L 176. 1–337. old. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0575&from=HU>
- CSÁVÁS CS. – VARGA L. – BALOGH CS. [2007]: *A forint kamatswappiac jellemzői és a swapspredek mozgatórugói*. MNB Tanulmányok 64. Magyar Nemzeti Bank. Budapest.
- ERHART SZ. – LIGETI I. – MOLNÁR Z. [2013]: A LIBOR-átvilágítás okai és hatásai a nemzetközi bankközi referenciakamat-jegyzésekre. *MNB Szemle*. Január. 22–32. old.
- FSA (FINANCIAL SERVICES AUTHORITY) [2012]: *Barclays Fined £59.5 Million for Significant Failings in Relation to LIBOR and EURIBOR*. <http://www.fsa.gov.uk/library/communication/pr/2012/070.shtml>
- GYARMATI Á. – MEDVEGYEV P. [2011]: Válság és hitelderivatívák – a szintetikus fedezett adósságkötelezettségek (CDO-k) árazása és kockázataik. *Közgazdasági Szemle*. LVIII. évf. 11. sz. 949–969. old.
- HORVÁTH CS. – KREKÓ J. – NASZÓDI A. [2004]: Kamatátgyűrűzés Magyarországon. *MNB füzetek* 8. Magyar Nemzeti Bank. Budapest.
- IBA (INTERCONTINENTAL EXCHANGE BENCHMARK ADMINISTRATION) [2015]: *ICE LIBOR website*. <https://www.theice.com/iba/libor>
- KOVÁCS E. [2011]: *Pénzügyi adatok statisztikai elemzése*. Tanszék Kft. Budapest.
- MFT (MAGYAR FOREX TÁRSASÁG) [2014]: *BUBOR szabályzat*. Augusztus 1. http://www.acihungary.hu/doc/bubor_szabalyzat.pdf
- PSZÁF (PÉNZÜGYI SZERVEZETEK ÁLLAMI FELÜGYELETE) [2013a]: *A BUBOR-hoz köthető állományok és a BUBOR jegyzések részletes statisztikai elemzése*. (Készítette: Fliszár Vilmos.) https://felugyelet.mnb.hu/data/cms2384951/BUBOR_allomanyok_jegyzesek.pdf
- PSZÁF [2013b]: *Sajtóközlemény: Felügyeleti javaslatok a budapesti bankközi kamatláb szabályozására és ellenőrzésére*. Február 13. http://felugyelet.mnb.hu/hirek_ujdonsagok/13_02_13-BUBOR.html
- PINTÉR K. – PULAI GY. [2009]: Kamatvárakozások számszerűsítése piaci hozamokból: aktuális kérdések. *MNB Szemle*. Július. 34–42. old.
- VONNÁK B. [2006]: A magyarországi monetáris transzmissziós mechanizmus fő jellemzői. *Közgazdasági Szemle*. LIII. évf. 12. sz. 1155–1177. old.

Summary

After the manipulation scandal of LIBOR, special attention was paid to the interbank reference rates. The study focuses on three- and six-month BUBOR fixings between 2006 and 2012. The author's goal was to analyse the individual fixings and draw conclusions about the unsecured interbank Hungarian forint markets. According to the results, many signs of the decreasing activity of such markets can be identified.