



A bankközi forintpiacok likviditásának és a bankközi referenciakamatok információtartalmának alakulása

Pénzpiaci Konzultatív Fórum

2009. október 1.

Írta: Kuruc Emese és Pintér Klára

I. Összefoglaló

Anyagunkban a bankközi forintpiacok elmúlt időszakbeli folyamatait tekintjük át, különös tekintettel a 2008. ősztől bekövetkezett változásokra. Elsőként röviden bemutatjuk, hogyan változott az egyes piaci szegmensek forgalma és likviditása, majd rátérünk a piaci árak alakulására. Az adatok azt mutatják, hogy 2008. ősztől a fedezetlen bankközi hitelpiac forgalma jelentősen lecsökkent, különösen az egynapos szegmensben. Ennek likviditás-újraelosztó szerepét a fedezett hitelpiac sem tudta átvenni, a repó piac forgalma nem emelkedett, a bankok likviditáskezelésükben egyre inkább az MNB eszközeire támaszkodtak. A piacok likviditását leíró mutatók ugyancsak alacsony likviditásra és működési zavarokra utaltak.

Az egyes piaci hozamok alakulása is tükrözi e feszültségeket, a forint bankközi kamatok esetében a fedezett és fedezetlen hitelek kamata közötti különbség emelkedett, a devizalikviditás biztosításának nehézségei miatt pedig az FX-swap ügyletek implikált forintkamatai elszakadtak a bankközi hitelek kamatától. A piaci hozamok alakulásának vizsgálata rávilágít arra is, hogy 2008. október közepétől kezdődően a Bubor tartósan elszakadt a többi referenciakamattól, és nem tükrözte a piaci szereplők kamatvárakozásait. A 4. fejezetben ezt a jelenséget vizsgáljuk részletesebben. A Bubor információtartalmának „ elveszése ” nemcsak a jegybank számára okoz problémát, a piaci szereplőket is érinti, mivel a vállalati hitelek referencia-kamataként és más pénzügyi eszközök alaptermékeként szolgál. Ezt követően rövid nemzetközi kitekintést teszünk, bemutatva más országok piacainak helyzetét, a globális pénzügyi és bizalmi válság következtében azokon bekövetkezett változásokat. Ennek kapcsán megállapíthatjuk, hogy – Magyarországgal ellentétben – több esetben a fedezett piac vagy az OIS piac többé-kevésbé sikeresen átvette a fedezetlen piac szerepét.

Célunk, hogy az anyagban bemutatott szempontok mentén párbeszédet kezdeményezzünk a hazai kereskedelmi bankokkal a kialakult helyzetről. Ezt a célt szolgálják az anyag végén megfogalmazott vitaindító kérdések.

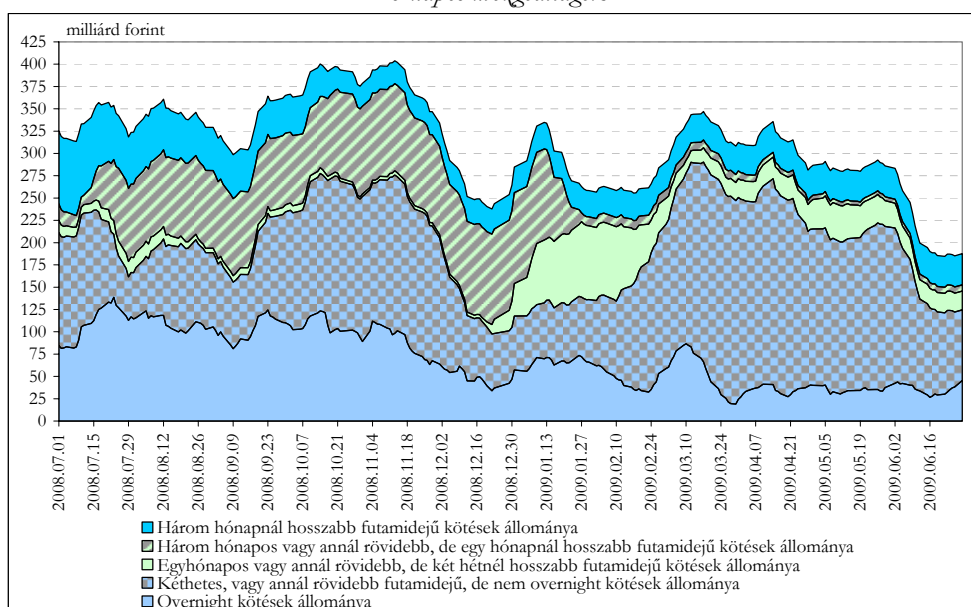
II. A hazai bankközi forintpiaci folyamatok rövid áttekintése

II.1. A hazai bankközi forintpiac forgalmának alakulása

Magyarországon a forintlikviditás bankközi újraelosztása során az FX-swap piac mellett a fedezetlen piac szerepe a meghatározó, amit futamidő szempontjából az egynapos tranzakciók

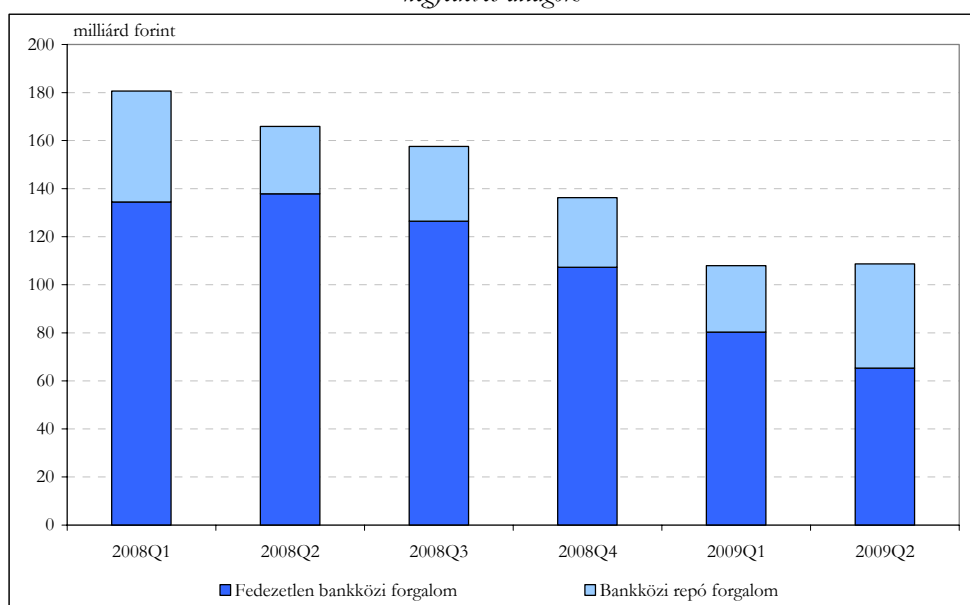
dominálnak. A naponkénti újrakötés szükségességének köszönhetően ezen ügyletek adják a piac forgalmának legnagyobb részét, azonban a fennálló hitelállomány szempontjából már az egynaposnál hosszabb kötések túlsúlyban. A 2008. őszi kirobbanó nemzetközi pénzügyi válság következtében kialakult bizalmi válság a bankok egymással szembeni limitjeinek csökkentésén keresztül a fedezetlen bankközi forintpiac szűkülését eredményezte (2. ábra). Ez leginkább az overnight bankközi ügyletekben tükröződik, mely részpiac forgalma a korábbi napi átlagos 100 milliárd forint fölötti szintjéről hirtelen kevesebb, mint felére esett vissza és azóta is ezen az alacsonyabb szinten tartózkodik. A – korábban lényegesen alacsonyabb forgalmú – egynaposnál hosszabb futamidő esetén arányaiban kisebb mértékű visszaesés volt megfigyelhető, amit viszont a futamidő rövidülése kísért. A fennálló hitelállomány – csökkenő forgalom és rövidülő futamidő miatt – november elején kezdődő csökkenésében december második felében indult meg némi átmeneti korrekció. Ekkortól azonban eleinte az egyhónapos, majd 2009. márciustól leginkább az 1-2 hetes futamidejű kötések lettek a meghatározóak, ennél hosszabb, különösen egy hónapon túli ügyletek lényegében nem születtek. A három hónapnál hosszabb futamidejű ügyletek állománya néhány kis összegű, de hosszú futamidejű ügyletből adódik.

1. ábra: A hazai bankközi forintpiacon fennálló hitelállományok futamidő szerint megbontva – 10 napos mozgóátlagok



A fedezetlen bankközi forintpiac szűkülése mellett az értékpapír fedezet mellett nyújtott hitel (repó) piac forgalma nem változott jelentősen 2008. őszi után sem. A fedezett szegmensben is az egynapos kötések forgalma és a hosszabb futamidejű kötésekkel szemben fennálló hitelek állománya a meghatározó. Az egynapos repó piac likviditása 2009-ben mutatott enyhe átmeneti növekedést, de a február elejétől május végéig tartó forgalomemelkedést június elejétől hirtelen meredek csökkenés követte. A repó ügyletek típus szerinti megkülönböztetésére vonatkozóan ez év elejétől rendelkezünk adatokkal. A fedezett bankközi forintpiacon ekkortól az óvadéki repó forgalom dominál, melyet szinte kizárólagosan egynapos futamidőn kötöttek a piaci szereplők. A kisebb arányú szállítási repó ügyletek voltak a hosszabb futamidejűek. Az, hogy a teljes repó forgalom nem emelkedett és hogy az óvadéki repó a meghatározó, meglepőnek számít, különösen annak figyelembevételével, hogy 2008. októberében módosult a vonatkozó jogszabályi rendelkezés. Ennek értelmében ekkortól bevezetésre került a nemzetközi gyakorlatnak megfelelő ún. sajátos szállítási repó kategória, melynek keretében a repó szerződésben résztvevő szereplők ugyan leszállítják a kapcsolódó értékpapírt, de a tranzakció számviteli elszámolása inkább az óvadéki repóhoz hasonlít. Ennek megfelelően a fedezetként szolgáló értékpapírpapír a repóba adó – forinthitelt kapó – fél számviteli mérlegében marad, míg a repóba vevő – forinthitelt nyújtó – fél azt mérlegén kívül tartja nyilván.

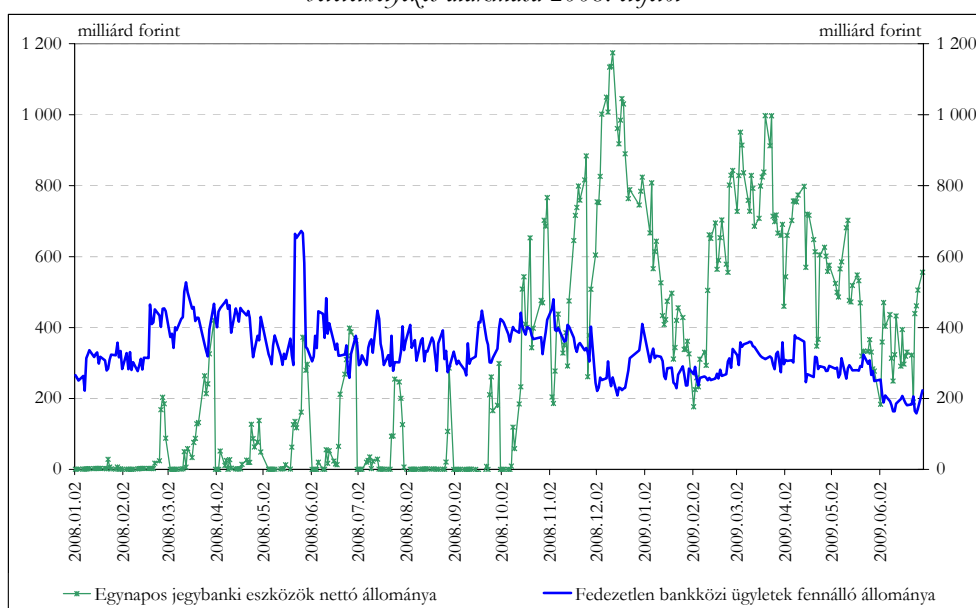
2. ábra: A hazai bankközi forintpiac egyes szegmenseinek napi forgalmi adatai 2008. elejétől – negyedéves átlagok



A forintlikviditás piaci újraelosztásában döntő szerepet játszó fedezetlen bankközi hitelpiac globális bizalmi válság következtében történő beszűkülése során tehát a jelentősen kisebb hitelkockázatot jelentő fedezett hitelpiac nem vette át a kieső kockázatosabb szegmens szerepét. Az FRA piacra vonatkozóan csak 2009. január elejétől állnak rendelkezésünkre forgalmi adatok. A nagy napok közötti különbséget mutató piac napi átlagos forgalma az első félévben kismértékben meghaladta a 40 milliárd forintot. A forintlikviditás kezelése az FX-swap piacon is történhet, azonban 2008. őszen ezen a piacon is működési zavarok mutatkoztak, a bankok többsége a korábbinál nehezebben, lényegesen magasabb költség mellett jutott hozzá a szükséges devizához.

2008. ősztől kezdődően a bankok növekvő mértékben támaszkodtak forintlikviditásuk kezelésében az MNB eszközeire, elsősorban az egynapos betétre. 2008. december elejétől a lecsökkent bankközi partnerlimitek és a külföldi partnerek nagyon rövid futamidejű forint-elhelyezéseinek növekvő mennyisége mellett ebben szerepet játszhatott a kötelező tartalékráta 5-ről 2 százalékra történő csökkentése is. Elképzelhető ugyanis, hogy a kisebb átlagos napvégi jegybanki számlaállományok megnehezítették néhány hazai hitelintézet likviditáskezelését, és a bankok a likviditáskezelés biztonsága miatt helyeztek el a korábbinál sokkal jelentősebb összegben, és sokkal gyakrabban egynapos betétet az MNB-nél, ami likvid, mégis viszonylag magasan kamatozik. Ebből a szempontból a jegybanki kamatfolyosó jelenlegi ± 50 bázispontos szélessége is kisebb ösztönzést jelent a teljes szabad likviditás kéthetes jegybanki kötvényben történő lekötésére, illetve aktívabb bankközi újraelosztására a korábbi ± 100 bázispontos szélességnél. A szűkebb kamatfolyosó mellett ugyanis csak 50 bázisponttól esik el a bank, ha a kéthetes kötvény vagy a bankközi piaci kihelyezés helyett tartósan jegybanki betétben görgeti likviditásának egy részét.

3. ábra: A fedezetlen bankközi ügyletek fennálló állománya és az egynapos nettó jegybanki betételhelyezés alakulása 2008. elejétől



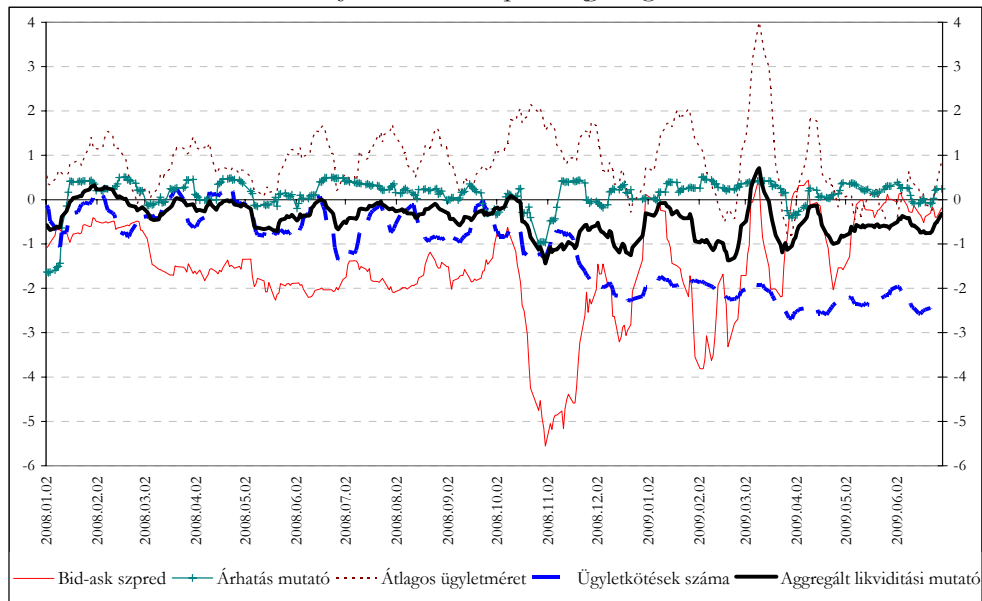
Megjegyzések: Az egynapos eszköz a jegybanki egynapos betét- és hitelállomány nettó értékét jelenti.

II.2. A hazai bankközi forintpiac likviditásának alakulása

A bankközi piac forgalmának visszaesésén túl a piac likviditását tükröző indexek¹ alakulásában is nyomon követhető a globális válság okozta piaci feszültség kialakulása. Az aggregált likviditási mutató és a részindexek az egynapos fedezetlen bankközi forintpiac likviditását mutatják (4. ábra). A likviditási feszültségek megjelenése leginkább a piac feszességét leíró bid-ask szpred mutató nagymértékű csökkenésében (a bid-ask szpred jelentős tágulásában) figyelhető meg, ami azonban ez év márciusa óta fokozatos javulást mutat, bár a jelentős volatilitás megszűnése csak május óta figyelhető meg. Szintén a likviditás nagy csökkenését mutatja az ügyletkötések száma mutató, ami, mivel az átlagos ügyletméret nem változott jelentősen 2008-ban és 2009-ben, az előző bekezdésben részletezett forgalom visszaesésével mutat szoros párhuzamot és jelenleg is szűk likviditásra utal. A piaci tranzakciók árelmozdító hatását, azaz a piac rugalmasságát leíró árhatás mutató értékében nem következett be szignifikáns változás, ami részben arra vezethető vissza, hogy a kamatfolyosó abszolút korlátot szab az átlagos kamatlábnak. Ennek megfelelően ez a részmutató csak korlátozottan tükrözi a piac likviditási helyzetét.

¹ Az MNB által számított likviditási indexekről bővebben lásd: Páles Judit – Varga Lóránt: A magyar pénzügyi piacok likviditásának alakulása – mit mutat az MNB új aggregált piaci likviditási indexe? MNB szemle, 2008. április.

4. ábra: A hazai fedezetlen bankközi forintpiac aggregált likviditási mutatói és a likviditási részindexek – 10 napos mozgóátlagok



Megjegyzések: A likviditási mutatók emelkedése a likviditás adott dimenziójának növekedésére utalnak. A mutatókat a 2005. január 1. és 2008. március 31. közötti átlaguk és szórásuk felhasználásával normáltuk. A fedezetlen bankközi forintpiac ebben az esetben az egynapos fedezetlen bankközi forintpiacot jelenti, ami volumenében kiteszi a teljes részpiac többségét.

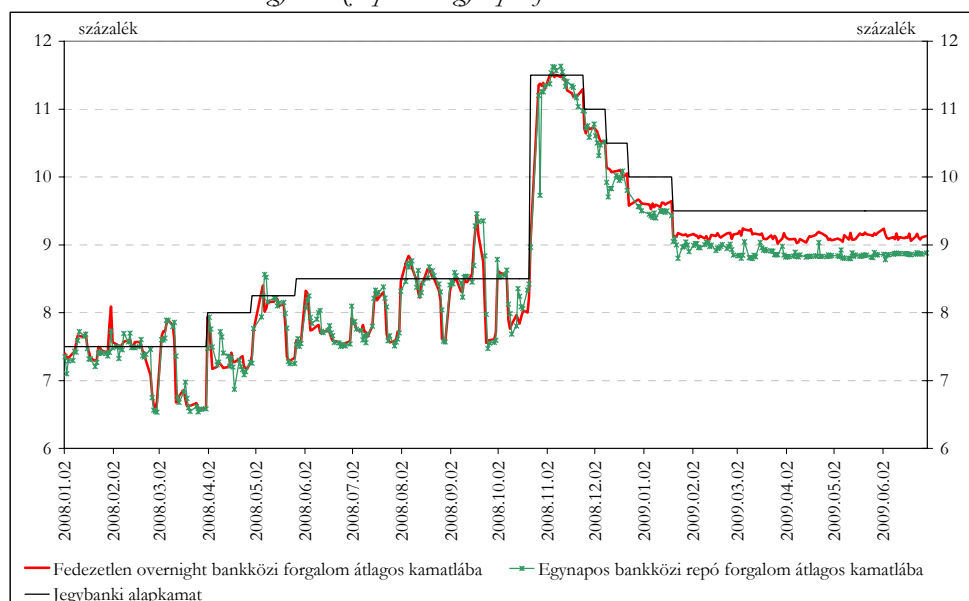
Az egyes likviditási részindexek hatását együttesen tükröző aggregált likviditási mutató a bankközi forintpiac likviditásának egyértelmű szűkülését mutatta 2008. októberében, illetve azóta is a forintpiac alacsony likviditását jelzi.

III. Az egyes piacok forintkamatainak alakulása

A hazai forintkamatok változásának áttekintésekor érdemes megkülönböztetni az egynapos ügyletek során alkalmazott kamatokat, illetve a kamatvárakozásokat is tükröző hosszabb futamidejű kamatokat.

Az egynapos fedezetlen és fedezett (repó) szegmensben 2008. ősztől jól tükröződik a jegybanki alapkamat alakulása. A tavalyi év végétől egyértelműen megnőtt a fedezetlen hitelekért elvárt kamatfelár a repó ügyletekhez képest, a kettő közötti különbség átlagosan 20 bázispont közelében alakul, míg korábban közel megegyező értékek jellemezték a két részpiacot.

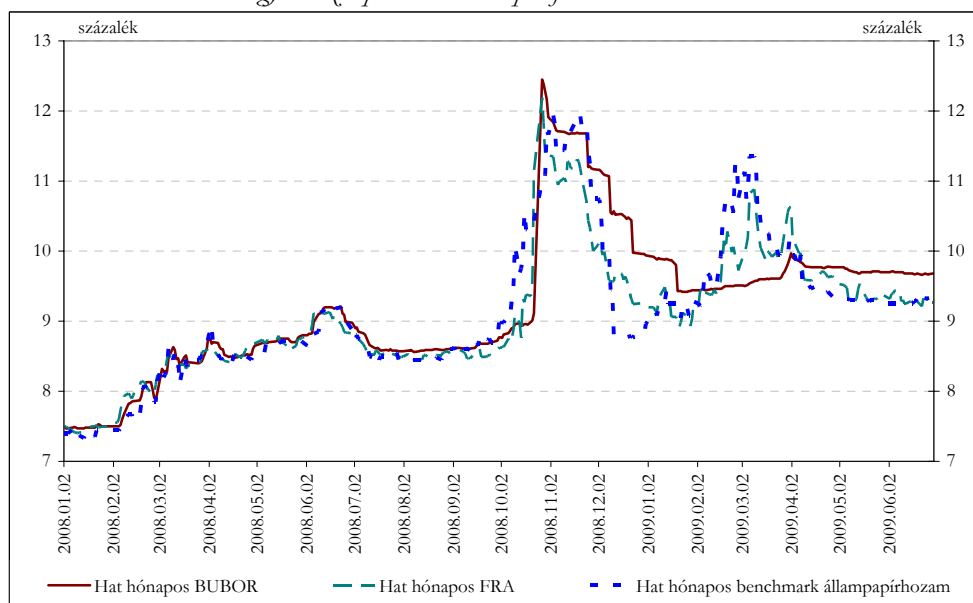
5. ábra: Egyes hazai piacok egynapos forintkamatainak alakulása



Megjegyzés: A 2008. évi adatok az ÁKK-val kötött repó ügyleteket is tartalmazzák.

A hat hónapos periódus esetén jelentős eltérés figyelhető meg 2008. október óta a különböző forintkamatok között. Április elejétől a Bubor van a legmagasabb szinten, ami egyben a jegybanki alapkamatnál magasabb értéket jelent. Eközben az állampapírpiaci benchmark hozam, az FRA jegyzésekből számolt kamat egymáshoz közel tartózkodik, mindkettő a jegybanki alapkamat alatt.

6. ábra: Egyes hazai piacok hathónapos forintkamatainak alakulása

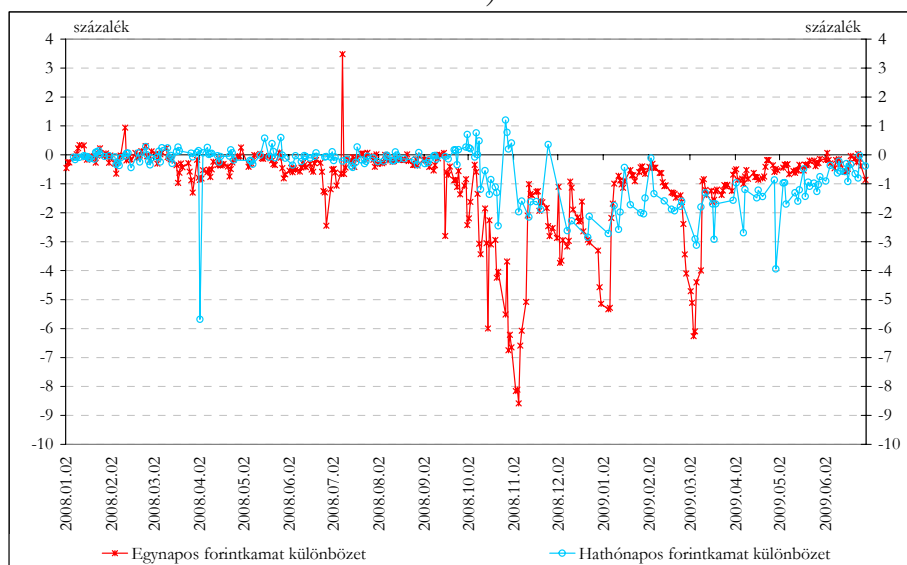


Az október közepe óta tartó időszakban a Bubor tartósan elszakadt a többi referenciakamattól, és nem a hat hónapos futamidőre vonatkozó kamatvárakozást tükrözte, hanem lényegében a jegybanki alapkamathoz közeli értéket vett fel. A következő fejezetben ezt vizsgáljuk meg részletesebben.

2008 ősze előtt a fedezetlen és fedezett bankközi forintkamatokkal megegyezően alakult az egynapos forint FX-swap ügyletek implikált forintkamata. A globális pénzügyi válság során kialakult devizapiaci likviditási feszültség következtében azonban nehezebbé és drágábbá vált az FX-swap ügyleteken keresztül történő devizaszerzés. Az egynapos devizalikviditás ára emelkedett, a devizahitel árának emelkedése a cserébe adott forintbetét árának csökkenését jelenti,

vagyis a forinthozamok nagymértékben csökkentek. Az implikált kamatok bankközi forintkamatokhoz történő folyamatos közelítése csak március közepe óta figyelhető meg.

7. ábra: Az egynapos és hathónapos implikált swappiaci forinthozamok eltérése a megfelelő futamidejű referencia kamatlábaktól (egynapos fedezetlen bankközi kamat és hat hónapos FRA kamat)



Megjegyzések: Az FX-swap piac ebben az esetben a magyar hitelintézetek hazai és külföldi hitelintézeteivel kötött – EUR, USD és CHF – ügyleteit jelenti. Az implikált forinthozamok meghatározásához piaci devizahozam jegyzéseket használtunk fel.

Az FX-swapon keresztül történő devizaforrás szerzésének ára a hat hónapos futamidőn is megemelkedett (lecsökkent implikált forintkamatok), majd folyamatosan korigált vissza, és most már az FX-swap ügyletek implikált forinthozama is állampapír-piaci benchmark hozam és az FRA jegyzésekből számolt kamat közelében tartózkodik.

IV. Bankközi forintkamatok információtartalma

IV.1. Miért fontos?

A rövid kamatok, és különösen a Bubor információtartalma több szempontból és több szereplőnek is fontos kérdés. Egyrészt a rövid hozamok a kamatderivatívák alaptermékei, másrészt számos változó kamatozású hitel kamata a Buborhoz kötött. Ezért a piaci szereplők számára a hitelek és a derivatív termékek árazásában kitüntetett szerepet játszanak, aminek betöltéséhez szükséges, hogy a referencia-kamatok a kamatvárakozásokat tükrözzék. Emelkedő jegybanki kamatpálya mellett a bankok számára veszteséget okoz, ha a Buborhoz kötött hitelek nem árazódnak át a várt kamatpályának megfelelően, csökkenő kamatpálya mellett pedig az ügyfél számára okoz veszteséget, ha a várt kamatcsökkentés nem tükröződik a hitel kamatában. A derivatív termékek árazását is megnehezíti, ha az alaptermék árazása, információtartalma bizonytalan. Szélsőséges esetben visszafoghatja vagy el is lehetetleníti a derivatív termékkel való kereskedést, ha bizonytalanok a piaci szereplők abban, hogy az alaptermék milyen információt hordoz, árazását mi befolyásolja.

A jegybank számára ugyancsak kulcsfontosságú, hogy a piaci hozamok a várt jegybanki kamatpályára vonatkozó információt hordozzák. Egyrészt a sikeres transzmisszió feltétele, hogy a jegybank hatékonyan tudja alakítani a piaci szereplők várakozásait, és a piaci szereplők által várt kamatpálya összhangban legyen a jegybank által tervezett lépésekkel. A jegybank irányadó eszköze rövid futamidejű, ezzel szemben a gazdasági szereplők döntéseit a hosszabb lejáratú kamatok befolyásolják. A rövid és hosszú lejáratú kamatok közötti kapcsolatot a piaci szereplőknek a jegybank jövőbeli magatartására vonatkozó várakozásai teremtik meg. A jegybank akkor képes

hatékonyan – kevesebb kamatlépéssel, minimális reálgazdasági költséggel – elérni célját, ha a piaci hozamok alakulása tükrözi a szándékait. Másrészt a piaci szereplők kamatvárákozásai információt hordozhatnak arról, hogy ők hogyan ítélik meg a gazdasági kilátásokat. Ha ezt az információt a jegybank ki tudja olvasni a piaci hozamokból, akkor azt a döntéshozók figyelembe vehetik saját helyzetértékelésük kialakításakor.

IV.2. Bankközi hozamgörbe a turbulens időszakban. Mit mutat a Bubor?²

A piaci szereplők várákozásai közvetlenül nem figyelhetők meg, azonban a kamatvárákozásokkal erős kapcsolatban levő pénzügyi eszközök áraiból megpróbáljuk kiolvasni a piaci szereplők várákozásait. Egy adott pénzügyi instrumentum különböző futamidejű hozamaiból számítható határidős hozam megegyezik a várt jövőbeli kamat és az adott eszközre – vagy eszközcsoportra – jellemző kockázati prémium összegével. A legfontosabb kockázati tényezők, melyekkel a kamatvárákozásokat tükröző eszközök piacán szembesülnek a befektetők, a hitel- vagy partnerkockázat és a likviditási kockázat. Mivel a piaci hozamokból csak a két komponens – a várt kamatszint és az érzékelt kockázat vállalásáért elvárt prémium – összegét tudjuk kiszámítani, a jövőbeli kamatpályára vonatkozó várákozások elkülönítéséhez valamilyen feltevéssel kell élnünk. A várt kamatpálya meghatározásához használt szokásos feltevés, hogy a kockázati prémium időben állandó. Ha ez a feltétel teljesül, akkor egy hosszabb időszakot vizsgálva a prémium és a várt kamatpálya is meghatározható, illetve a hozamok változásaiból közvetlenül következtethetünk a várákozások változásaira. Ennek feltétele ugyanakkor, hogy a piac kellően mély és likvid legyen ahhoz, hogy a hozamokban a várákozásokra vonatkozó információk megjelenjenek, és ne a kockázati prémium változásai legyenek az elsődleges mozgatói a hozamváltozásoknak.

Az elmúlt évben azonban a pénzügyi piacok működési zavarainak hatására a kockázati prémiumok szintje és változékonysága is jelentősen emelkedett, a stabilitására vonatkozó feltevés nem teljesült. A kockázati prémium emelkedése miatt a hozamok is megugrottak és a korábbinál jelentősebb változékonyságot mutattak. Ezért ha a határidős hozamokat a korábbi átlagos kockázati prémiumokkal korrigáljuk, a kamatvárákozásokról torz képet festenénk, azok megemelkedésére és bizonytalanabbá válására következtetnénk. Az eltérés különösen jelentős lehet a rövid távú várákozások esetében, mivel jól működő piacok esetén a rövid lejáratokon kisebb kockázati prémiumokkal szembesülünk, így a várákozásokat is pontosabban tudjuk mérni.

2008 őszétől a bankközi piac működési zavarai a hozamgörbe becslésének alapjául szolgáló Bubor és FRA jegyzésekben is torzításokhoz, és ennek következtében a várákozásokra vonatkozóan téves következtetésekhez vezethettek.

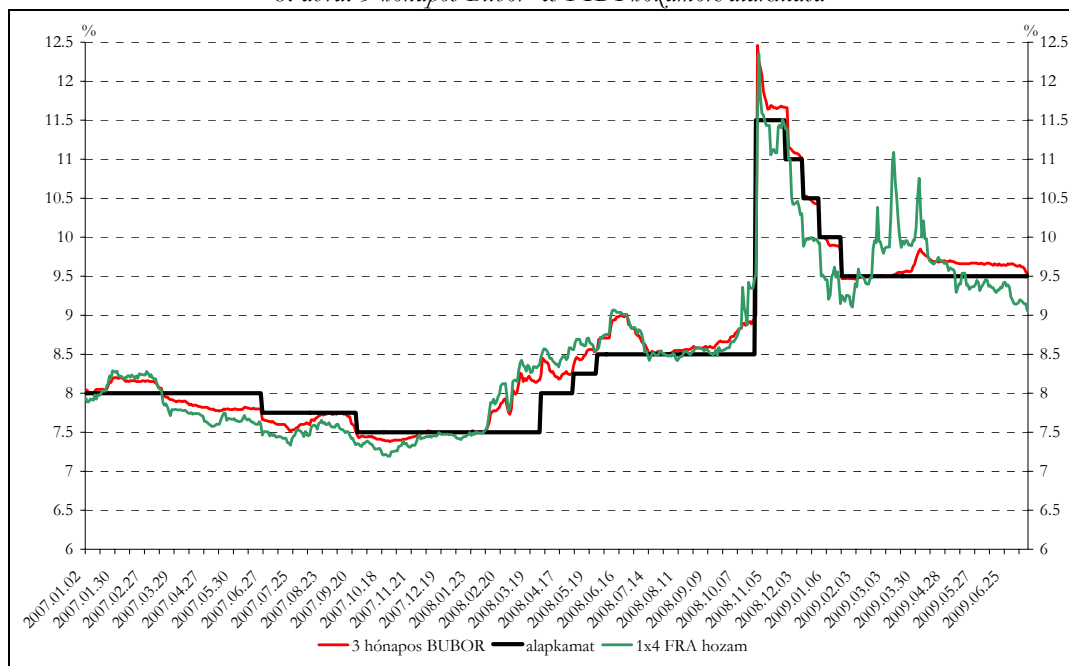
Amellett, hogy a bizalmi válság miatt csökkenő likviditás, az átmenetileg kiszáradt bankközi piac torzította a hozamok információtartalmát, a Buborral kapcsolatban felmerül az a kérdés is, hogy a kamatjegyző bankok által beadott jegyzések mennyire tükrözik a tényleges várákozásokat. Miután tényleges üzletkötés nem történik a Bubor kamatlábakon, elméletileg semmilyen közvetlen költséget nem jelent, ha a bankok által megadott kamatlábak sem az alapkamatot illető várákozásokat, sem egy tényleges üzletkötés kamatlábat nem tükrözik pontosan. Ez a típusú torzítás nem feltétlenül a bankok érdektelenségéből fakad, ebben fontos szerepet játszhat a fedezetlen bankközi piac likviditásának visszaesése a piaci turbulenciák idején. Ez különösen érzékenyen érintette az egynaposnál amúgy is lényegesen kisebb forgalmú hosszabb futamidejű ügyletek részpiacát, 2008 decemberétől lényegében eltűntek a 3 hónapos vagy annál hosszabb futamidejű hitelügyletek a bankközi piacon. Piaci likviditás hiányában a Bubor jegyzőjének nincs

² A továbbiakban a 3 hónapos Bubor alakulását vizsgáljuk, mivel a 3 hónapos FRA-jegyzések piaca a leginkább likvid, és ezen termékek referencia-kamataként a 3 hónapos Bubornak kitüntetett jelentősége. Ugyanakkor a 6 hónapos Bubor, illetve a hosszabb lejáratú FRA-jegyzések viselkedése nagyon hasonló, megállapításaink ezek esetében is érvényesek maradnak.

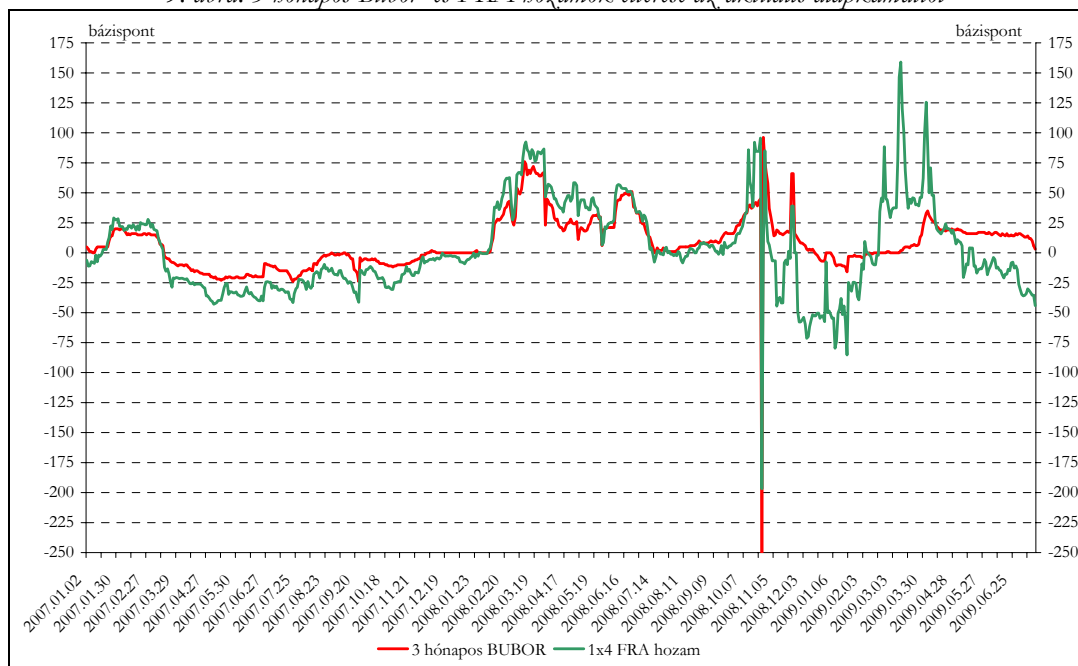
viszonyítási alapja, nem tudja a jegyzését a tényleges ügyletek kamatához igazítani. A Bubor vállalati hitelek referenciakamataként való megjelenése ugyan azt jelentheti, hogy a bankok ténylegesen pénzüket kockáztatják, fogadnak várakozásaik helyességére. Azonban ez sem biztosítja feltétlenül, hogy a jegyzések a kamatvárakozásokhoz igazodjanak.

Ezt megerősíti a Bubor jegyzések közelmúltban tapasztalt rugalmatlansága, 2008 decemberétől márciusig a 3 hónapos Bubor gyakorlatilag megegyezett az aktuális alapkamattal, annak ellenére, hogy február közepéig az FRA jegyzések, illetve időnként az elemzők előrejelzései is számottevő kamatsökkentési várakozásokra utaltak (8. és 9. ábrák). 2009 áprilistól ugyan a BUBOR jegyzések kissé emelkedtek és így közel 25 bázispontra eltávolodtak az alapkamattól, azonban ez leginkább egy egyszeri emelkedésnek volt köszönhető, a jegyzések volatilitása továbbra is alacsony maradt.

8. ábra: 3 hónapos Bubor- és FRA-hozamok alakulása



9. ábra: 3 hónapos Bubor- és FRA-hozamok eltérése az aktuális alapkamattól



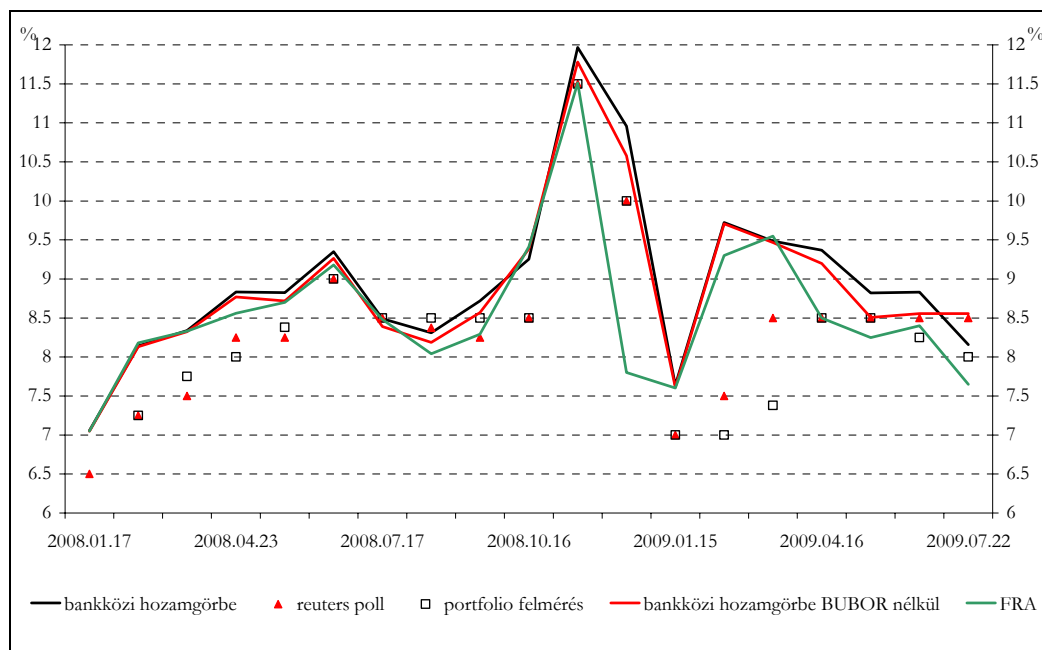
A Bubor magasabb szintje elméletileg tükrözheti azt a tényt, hogy a bankközi hitelnyújtáskor mind az FRA-ügylethez képest, mind a jegybanknak történő hitelnyújtáshoz képest magasabb prémiumot várnak el a bankok a partnerkockázatáért cserében, illetve tükrözheti a piaci súrlódások miatt megemelkedett likviditási prémiumot is. Lazítási ciklus és ezzel összhangban levő kamatcsökkentési várakozások idején különösen nehéz elkülöníteni, hogy a Bubor FRA-hozamokat meghaladó szintje a hitelkockázati prémiumnak vagy az árjegyzés torzítottságának köszönhető-e. Ugyanakkor két jelenség is arra utal, hogy a Bubor az elmúlt időszakban egyre kevésbé tükrözi a piaci szereplők várakozásait, a beadott jegyzések inkább az alapkamat alakulását követik le. Egyrészt, amennyiben a magasabb szintet a kockázati prémium magyarázza, a Bubor szintjének többé-kevésbé folyamatos ingadozását figyelhetnénk meg, ahogyan a beérkező új információk hatására a piaci szereplők felülvizsgálják a várakozásaikat. Kamatdöntésekkor csak akkor következne be ugrásszerű változás, ha a döntés eltért a várakozásoktól, meglepetést okozott. Továbbá, ugyancsak volatilitást okozhat a kockázati prémiumok ingadozása. Ezzel szemben a Bubor ingadozása minimális, az FRA-jegyzéseket jóval alulmúlja, és a változások lépcsőzetesen, a kamatcsökkentéskor következnek be.

Másrészt a Bubor ugyancsak változatlan maradt, mikor 2009 február közepe és március vége között az FRA-hozamok – hasonlóan az elemzői várakozásokhoz – a kamatcsökkentési várakozások kiárazódását és emelési várakozások megjelenését tükrözték. Amennyiben a kockázati prémiumhoz kapcsolódó magyarázat érvényes lenne, a Bubor-jegyzéseknek lényegesen az aktuális irányadó kamat felett kellene lenniük március elejétől. Ennek ellenére a Bubor változatlanul az aktuális irányadó kamat közvetlen közelében tartózkodott, és csak április elején, kis mértékben követte az FRA-jegyzésekben január vége óta tapasztalt emelkedést. A volatilitása ugyanakkor továbbra is rendkívül alacsony maradt, és a kamatemelési várakozások ismételt kiárazódását is kevésbé követte. Ugyanakkor a 8. és 9. ábrán jól látszik, hogy ez nem volt mindig így az elmúlt két év során, korábban a Bubor az FRA-khoz közel hasonló dinamikával változott a piaci viszonyok függvényében.³

A Bubor információtartalmának elveszése azt is eredményezi, hogy a bankközi piaci eszközök hozamából becsült hozamgörbe 2008 őszét követően némileg pontosabb képet ad a várakozásokról, ha a BUBOR-jegyzések adatait nem használjuk fel. Az év végére vonatkozó várakozások esetében a különbség 2008 decemberben a legnagyobb, ekkor több, mint 50 bázisponttal közelebb volt a BUBOR adatok nélkül számított hozamgörbe mind az elemzői felmérésekben, mind az FRA hozamokban tükröződő várakozásokhoz (10. ábra). A különbség átmenetileg záródott 2009 első negyedévében, azonban áprilistól júniusig ismét megnőtt, 25-50 bázispontos eltéréseket figyelhattunk meg. Júliusban az egyes mutatók eltérő várakozásokat tükröztek, ekkor a bankközi hozamgörbe jobban közelítette az FRA hozamokban és a portfolio.hu felmérésében megjelenő várakozásokat, míg a BUBOR nélküli hozamgörbe a Reuters felmérésének eredményét adta vissza.

³ Mivel a Bubornál a futamidő egy részében, a következő kamatdöntésig ismert és fix az irányadó kamat, indokolt, hogy a volatilitás némileg kisebb legyen, mint az FRA-k esetében.

10. ábra: Év végére várt jegybanki kamatláb



IV.3. Hogyan nézzük az FRA hozamokat?

Felmerül ezek után a kérdés, hogy az FRA-jegyzések, még ha dinamikusan változnak is a piaci hangulat alakulásával, tartalmazzak-e abból származó torzítást, hogy egy „beragadt”, várakozásokat nem tükröző Buborral szemben kerülnek elszámolásra az adott 3 hónapos időszak elérkezésekor. Ebben az esetben az FRA-ügyleteket úgy tekinthetjük, mintha az alaptermékük (a referenciakamat) az esedékességkor aktuális jegybanki alapkamattal megegyező, három hónapos futamidejű kamat lenne. Ekkor az FRA-ügyletek erre az eszközre, vagyis az esedékességkor aktuális alapkamatra vonatkozó várakozásokat tükröznék. Ez a várakozások értelmezésekor jelentős különbséget takar, az FRA-hozamokból kiolvasható kamatvárakozások nem az ügylet futamideje alatti, hanem az indulásakor érvényes jegybanki kamatra vonatkoznak. Tehát ha a 3 hónapos Bubor a piaci szereplők következő 3 hónapra vonatkozó kamatvárakozásait tükrözné, akkor például az 1 hónap múlva induló 3 hónapos (1x4) FRA az 1 hónappal későbbi Buborra vonatkozó várakozásokat tükrözné, ami az 1 hónap múlva induló 3 hónapos periódus átlagos jegybanki kamatainak átlagára vonatkozó várakozásokat tartalmazza. Ha viszont a Bubor az alapkamattal egyezik meg, akkor ugyanez az ügylet az indulásakor érvényes, vagyis a következő havi alapkamatra vonatkozó várakozásokat mutatja. Ekkor a különböző időpontokban induló FRA-hozamokból közvetlenül kirajzolódik a várt jegybanki kamatpálya. Ez azt is jelentené, hogy az FRA-hozamok alakulásában jellegzetes, lépcsőzetes mintázatot figyelhetnénk meg, ugyanis a kamatsökkentési várakozások akkor jelennek meg az árakban, mikor az ügylet elszámolásáig terjedő időszakba beleesik az a kamatdöntő ülést követő nap, melyen a változtatást várják.⁴ Ha a Bubor egyáltalán nem ragadna be, akkor ilyen jellegű naptári tényezőnek nem szabadna látszódnia az FRA-hozamok alakulásában, csakis az irányadó kamat jövőbeli szintjére, illetve a Bubor kamatláb ettől való eltérésére vonatkozó várakozások alakulásának.

Néhány napon, főleg a kamatdöntő ülések napján vagy az azt megelőző napon valóban látni nagy esést az FRA-hozamokban, amiből arra következtethetnénk, hogy ez a jövőbeni Bubor fixing várt kamatsökkentéshez kapcsolódó beszakadása miatt van. Ezt a hipotézist anekdotikus információk is megerősítették. A pontos dátumokat megvizsgálva azonban az látszik, hogy ezek a nagyobb

⁴ Az új alapkamat – rendkívüli esetektől eltekintve – nem a döntés napjától érvényes, hanem a következő naptól, így a másnapi Bubor fixingben jelenik meg feltételezésünk mellett.

esések nem igazodnak a megfelelő jövőbeni periódus elején lévő kamatsökkentés napjához (amikor a referenciaként szolgáló Bubor esése várható).⁵ Ezen kívül az is megfigyelhető, hogy a különböző lejáratú (1x4, 2x5 stb.) FRA-hozamok esetében jelentős ugrásra ugyanazon a napon kerül sor, pedig a kamatdöntő ülések nem pontosan egy hónapnyira vannak egymástól. Tehát az adatok nem támasztják alá teljes mértékben azt a feltételezésünket, hogy az FRA-hozamok közvetlenül az alapkamatra vonatkozó várakozásokat tükröznék. Ezt részben magyarázhatja, hogy az elmúlt időszakban lecsökkent likviditás az FRA-piac hatékonyságának romlásában tükröződik, és előfordul, hogy néhány bank nem fordít figyelmet a jegyzés megváltoztatására ezeken a „fordulónapokon”.

Ugyanakkor maga az a megfigyelés, hogy csökkenő kamatpályát tükröző várakozások mellett a kamatdöntések előtt esés látható az FRA-szintekben, anélkül, hogy a fundamentumok vagy a piaci hangulat jelentősen változott volna, arra utal, hogy a piaci szereplők az árazásnál figyelembe veszik a Bubor rugalmatlanságát, az alapkamathoz tapadását.

V. Nemzetközi tapasztalatok

A fedezetlen bankközi piac forgalmának és információtartalmának hazai visszaesése nem volt egyedülálló jelenség. A globális bizalmi válság következtében nemzetközileg megfigyelhető volt a fedezetlen bankközi piac forgalmának mérséklődése, ezt azonban több esetben a fedezett piac relatív súlyának növekedése kísérte. Az eurozónában a 2008. évi turbulencia idején mind a fedezetlen, mind a fedezett forgalom lecsökkent, a bankközi piac szerepét részben a jegybanki eszközök vállalták át. Ugyanakkor a fedezett forgalom fedezetlenhez viszonyított súlya nőtt, miközben a repók esetében futamidő szerinti átrendeződés is bekövetkezett. Az egynapos ügyletek részesedése megnőtt, helyettesítve bizonyos mértékig a – döntően addig is egynapos – fedezetlen piac csökkent szerepét a napi likviditás-kezelésben⁶.

A kamatvárakozás pályájának meghatározására korábban több jegybank is a fedezetlen bankközi ügyletek hozamait használta fel, melynek információtartalma azonban – a piac likviditásának szűkülése következtében – lényegesen lecsökkent. Emiatt a jövőbeli kamatok alakulására vonatkozó várakozások meghatározásához más eszközöket kellett igénybe venni. A Bank of England pl. korábban szintén a fedezetlen bankközi ügyletek hozamaira illesztett hozamgörbéből számított határidős hozamokat vette alapul a kamatvárakozások meghatározásakor, a megfelelő korrekciók elvégzésével⁷. Azonban a bankok egymással szembeni bizalmatlanságának növekedése megemelte az érzékelt hitelkockázatot, így a fedezetlen bankközi piac likviditásának szűkülése mellett – mely még a nemzetközi válság előtt/legelején bekövetkezett – a fedezetlen bankközi ügyletek hozamai elszakadtak az állampapírpiazi hozamoktól. A BoE által alkalmazott korrekció már nem mutatta megfelelően a hitelkockázati prémiumot, így a fedezetlen bankközi hozam nem volt alkalmas a kamatvárakozások meghatározására. Emiatt a jegybank a rövid futamidőn – ahol az átmenetinek tekintett zavarok hozamemelő hatása elsősorban jelentkezett – áttért a korábban kevésbé likvid, ám hitelkockázatot lényegében nem tükröző repó hozamokból számított

⁵ A konvenció szerint egy pl. 2009. április 7-én megkötött 1*4-es FRA üzlet értéknapja április 9. (T+2), a forward periódus kezdőnapja így május 9. lenne, de mivel az hétvégére esik, ezért az azt követő első munkanap (május 11.), az elszámolás alapját képező Bubor kamatláb pedig az erre a napra vonatkozó (T-2), május 7-i fixing.

⁶ Euro money market study – 2008

⁷ A fedezetlen bankközi ügyletek választását a piac likviditása indokolta, mind a fedezett bankközi piac, mind az állampapírpiazi likviditása, az elérhető eszközök köre lényegesen szűkebb volt, különösen rövid lejáratokon. Az implikált határidős hozamokat a jegybank a fedezett és fedezetlen ügyletek hozamai között a múltban fennálló átlagos különbséggel mért hitelkockázati prémiummal, és a repo hozamok valamint a jegybanki alapkamat közötti átlagos különbséggel korrigálta.

várakozás-pálya használatára, majd később a repó hozamokat az OIS⁸ hozamokkal váltotta fel, figyelembe véve, hogy jelentősen megemelkedett ennek a részpiacnak a likviditása⁹.

Ahogy korábban bemutattuk, Magyarországon a fedezetlen bankközi forintpiac forgalmának és likviditásának szűkülését nem kísérte a repó forgalom emelkedése, noha 2008. októbertől – az MNB kezdeményezésére, melyet korábban több kereskedelmi bank is támogatott és szorgalmazott – a jogszabályi változás által bevezetett sajátos szállítási repó ügyletek számviteli szempontból kedvezőbb módon számolhatók el, ami elvileg ösztönözheti a repóügyletek likviditáskezelési célú alkalmazását. Emellett egy likvid OIS piac kialakulása sem figyelhető meg, mely piac meglétének kettős előnye lenne. A piaci szereplőknek rugalmas kamatkockázat-kezelést, míg a jegybank számára az alapkamatra vonatkozó várakozások pontos számszerűsítését tenné lehetővé ez az eszköz. Az OIS piac működésének elvi feltétele pedig hazánkban adott, az MNB naponta publikálja az egynapos fedezetlen bankközi hiteltranzakciók ügyletkötési volumennel súlyozott átlagos kamatláb adatait.

VI. Vitaindító kérdések

Hogyan értékelik a fedezetlen bankközi hitel-betét piac jelenlegi forgalmát, likviditását?

Hogyan értékelik a BUBOR kamatok szintjét és alakulását, okoz-e bármilyen problémát, hogy a BUBOR-ba nem épülnek be a piaci kamatvárakozások?

Milyen esetben/feltételek mellett tudják elképzelni, hogy a BUBOR jegyzések a jelenleginél reálisabb szintre kerüljenek?

Milyen esélyét látják, hogy Magyarországon aktív, likviditáskezelési célú repópiac alakuljon ki, illetve milyen szabályozási/intézményi változások szükségesek ehhez?

Lenne-e kereslet Magyarországon egy OIS típusú termék iránt, illetve milyen szabályozási/intézményi változások tudnák elősegíteni a kialakulását?

Hogyan vélekednek likviditáskezelői szemmel a jegybanki overnight betétállomány magas szintjéről, a jegybanki kamatfolyosó jelenlegi szélességéről, a kötelező tartalékráta nagyságáról, illetve a kéthetes MNB-kötvény futamidejéről?

⁸ Overnight index swap: olyan rövid futamidejű kamatswap, melynek alapterméke (a naponta változó láb referencia hozama) a bankközi fedezetlen overnight hitelek átlagos kamatlába.

⁹ BoE Inflation Report – November 2007, Inflation Report Conditioning Path for Interest rates