

KOPÁNYI SZABOLCS

A bankközi kamatfixingek érdekességei

A pénzügyi irodalom axiómaként tekint a bankközi kamatfixingekre. A téma így első ránézésre unalmasnak is tűnhet. Pedig nagyon sok múlik rajtuk, csupán LIBOR-alapon mintegy 360 ezer milliárd amerikai dollár értékű pénzügyi tranzakció születik világszerte. Ehhez képest meglepő tény, hogy a fixing értékek megállapítása mekkora szabadságfok mellett történik, vagyis a fixingek gyakorlatilag „külön életet” képesek élni. Cikkemben e triviálisnak hitt téma számos érdekességére és tanulságára kívánom az olvasó figyelmét felhívni.

1. A BANKKÖZI HITELÜGYLETEKRŐL ÁLTALÁBAN: BIZTOSÍTÉKKAL VAGY ANÉLKÜL?

A bankközi hitelügyletek a banki likviditásmenedzsment fontos eszközei. A bankok ezeken keresztül tudnak pótlólagos likviditást szerezni, illetve többletlikviditásuktól megszabadulni. A bankközi hitelügyleteknek alapvetően két fajtáját különböztetjük meg: a biztosítékkal fedezett (collateralised lending) és a biztosítékkal nem fedezett (uncollateralised lending) hiteleket. A biztosíték a gyakorlatban valamilyen értékpapír, amelyet a hitelező bank konzervatív értékelés (ún. haircut) mellett fogad be. Minél kockázatosabb a biztosítékként nyújtott értékpapír, annál nagyobb a haircut, azaz annál kevesebb forráshoz jut a biztosítékot elhelyező és forrásért folyamodó bank. A biztosítékkal nem fedezett hitelügyletek magasabb partnerkockázatot testesítenek meg, ezért elvileg drágábbak a biztosítékkal fedezett hiteleknél.

Azért elvileg, mert a gyakorlat számos esetben felülírja az elméletet. Képzeljük csak el azt az esetet, amikor a bank egy vállalati ügyfele megbízást ad a banknak, hogy 3 hónapos USD LIBOR felett 300 bázispontot fizetne egy adott lejáratú biztosítékkal fedezett hitelügyletért. Az így remélt forrás a magas felár ellenére még mindig olcsóbb lehet az ügyfélnek, mint saját értékpapír kibocsátása, hiszen az európai adósságválság nyomán rendkívüli mértékben kitágultak a hitelkockázati felárok. Ha a szóban forgó bank 3 hónapos USD LIBOR felett 250 bázisponton talál egy ellenoldali érdekelteket, akkor megszülethet az ügylet a bank 50 bázispontos nyeresége mellett. Abban az esetben, ha a szóban forgó bank a példának okáért 3 hónapos USD LIBOR plusz 100 bázisponton tud biztosítékkal nem fedezett bankközi hitelügyletet kötni az adott lejáratra, akkor az a racionálisan nehezen megmagyarázható helyzet áll elő, hogy a bank biztosíték megléte nélkül olcsóbban vesz fel forrást, mint biztosíték mellett. A legvalószínűbb persze az, hogy a tetemes reputációs kockázat miatt (hiszen a piacon hamar elterjedhet, hogy a szóban forgó bank 3 hónapos USD LIBOR felett 250 bázisponton jut biztosítékkal fedezett forráshoz), a bank a kedvező profitkilitások ellenére sem köti meg az adott ügyletet. Ha ugyanis a partnerbankok felemelnék a biztosítékkal nem fedezett hitel elvárt felárát (akár csak 50 bázisponttal), az

jelentősen (a példában 50 százalékkal) megdrágítaná bankunk likviditásmenedzsmentjét, amire – tőzsdén kereskedett bankot feltételezve – valószínűleg a részvénytőzsdén is eséssel reagálna, a részvényárfolyam csökkenése pedig rontaná a bank tőkehelyzetét, ami ismételten megemelkedett kockázati felárakhoz vezethetne.

2. A BIZTOSÍTÉKKAL NEM FEDEZETT BANKKÖZI HITELEZÉS REFERENCIARÁTÁI

A biztosítékkal nem fedezett hitelügyleteknél valamennyi jegyzett deviza esetében egy referenciárátát, az ún. fixinget határozzák meg. A bankközi kamatfixingek azonban nem egy adott intervallumban született kötések átlagolásával születnek, hanem kiválasztott bankok (az ún. panel) kontribúciói nyomán. A bankközi kamatfixingek meghatározása így éles elhatárolt áll a tőzsdéi elszámolóárakkal és a deviza referencia-árfolyamokkal (pl. ECB37), utóbbiak ugyanis kereskedhetők, és a valóságban tetemes volumenű üzlet születik rajtuk. A kamatfixingek ezzel szemben bankközi szempontból elméleti kategóriába esnek, hiszen hangsúlyozottan bankközi hitelügylet szinte alig születik rajtuk. A szerző számára kifejezetten meglepő, hogy ilyen nagy horderejű, néhány deviza (pl. USD, EUR, CHF) esetén világszerte hatással bíró mutatók meghatározása ilyen szabadság mellett történik.

A csaknem százéves múltú visszatekintő Brit Bankszövetség¹ (BBA) bankközi fixingjei, a LIBOR értékei alapján mintegy 360 ezer milliárd amerikai dollár értékű pénzügyi tranzakció születik világszerte.² Ehhez a súlyhoz képest meglepő, hogy a fixing valójában nem több, mint fikció, egy virtuális kamatláb.

A következőkben három önkényesen kiválasztott bankközi kamatfixing, a LIBOR, az EURIBOR és a BUBOR legfontosabb jellemzőit mutatom be.

2.1. A LIBOR-fixingek

A LIBOR a Brit Bankszövetség londoni bankközi hitelkamatlába (London InterBank Offered Rate). A BBA tíz deviza (GBP, USD, JPY, CHF, CAD, AUD, EUR, DKK, SEK, NZD) tizenöt lejáratára (overnighttól az egy évig) számítja naponta. A résztvevő bankoknak (a panel összetétele, valamint az azt alkotó résztvevők száma devizánként változhat) arra a kérdésre válaszolva kell megadniuk a LIBOR-értékeket, hogy milyen kamattal tudnak értékelhető mennyiségű forráshoz jutni a bankközi piacon³ a fixing délelőttjén, nem sokkal 11 óra előtt.

A kérdésfeltevés már eleve a legalacsonyabb elérhető kamatok felé orientál, hiszen ha a bank által kapott jegyzések erősen szóródnak, a kérdés korrekt megválaszolása során a bank nem valamiféle átlagos kamatot ad meg, hanem egy alsó tartománybelit (a legalacsonyabbat,

¹ British Bankers' Association (BBA)

² Forrás: <http://www.bbalibor.com/bbalibor-explained/faqs>

³ Az eredeti kérdés angolul így hangzik: „*At what rate could you borrow funds, were you to do so by asking for and then accepting inter-bank offers in a reasonable market size just prior to 11 am?*” Forrás: <http://www.bbalibor.com/bbalibor-explained/historical-perspective>

ha az ügylet volumene piacnak tekinthető). A Brit Bankszövetség összesíti az adatokat, és a legmagasabb, illetve a legalacsonyabb értékek (az átlagolásból kiszűrt elemek száma függ a panel méretétől) kiszűrése után átlagolja, ez lesz a LIBOR-fixing.

A fenti definíciós hatáson túl számos esetben bírálták a LIBOR-fixingek megbízhatóságát. 2011-ben számos európai és amerikai bíróságon indítottak pert kontribútor bankokkal szemben, mondván, azok 2007-től kezdve (az időpont nem véletlen: ekkor robban ki az amerikai jelzáloghitel-válság, az egekbe lökve a bankközi forrásköltségeket) tisztességtelenül manipulálták a LIBOR-fixinget. A San Franciscó-i székhelyű Charles Schwab bróker cég például tizenegy globális bank (köztük a Bank of America, a Citigroup és a JPMorgan Chase) ellen indított pert 2011 augusztusában. A bróker cég szerint a perben megnevezett bankok szándékosan alulbecsülték forrásköltségeiket, ezáltal csökkentve kamatkiadásait egy sor, LIBOR-fixingek alapján árazott pénzügyi termékben. A bankok így „több százmillió vagy akár milliárd” dolláros kárt okoztak az ellenoldali érdekelteknek – véli a bróker cég.

A fent említett perek mellett az Európai Unió (EU), Japán, Nagy-Britannia és az Amerikai Egyesült Államok felügyeletei, illetve ügyészségei indítottak eljárást annak eldöntésére, hogy a kontribútor bankok manipulálták-e a kamatfixingeket, hogy így vezessék félre a hitelezőket és a részvénnytulajdonosokat a pénzügyi stressz mértékét illetően. A Royal Bank of Scotland Group 2011 augusztusában maga jelentette be, hogy EU-s, illetve amerikai felügyeleti szervek vizsgálódnak a skót székhelyű banknál.

Amikor egy bank likviditási helyzete piaci pletykák témájává lesz, a bank nyilvánvalóan mindent megtesz azért, hogy stabil képet mutasson az ügyfelek, a részvényesek és a közvélemény előtt. Ebbe akár az is beletartozhat, hogy a lehetőségekhez képest alacsony LIBOR-kamatot jelentsen. Az „XY bank finanszírozása hirtelen így vagy úgy megdrágult” típusú pletykák negatív visszacsatolási köröket indíthatnak el, ami a befektetőknek és a felügyeleti szerveknek sem érdeke.

A félrevezető szándék bizonyítása persze meglehetősen nehéz, és egyáltalán nem biztos, hogy a bankok manipulálják a fixingeket. Illetve, ha manipulálják is, annak mértéke kérdéses. A pénzügyi stresszek idején ugyanis megnő a bizonytalanság, amit a LIBOR-fixingek esetén mi sem mutat jobban, mint a kontribúciós minta szórásának ugrásszerű növekedése. A Lehman Brothers 2008. szeptemberi összeomlása után például a 3 hónapos USD LIBOR-panel legalacsonyabb és legmagasabb kontribúciójának különbsége két hét alatt hét bázisponttól 115 bázispontra ugrott.

2.2. Az EURIBOR

Az euró bankközi hitelkamatláb (EURO InterBank Offered Rate) a LIBOR-hoz hasonló konstrukció. A jelenleg 57 tagú kontribútor panel tagjai azt a kamatszintet jelölik meg a fixing 11 órai kihirdetése előtt kevéssel, amelyen egymással üzletelnek az adott lejáratokra.⁴ A LIBOR-hoz képest lényeges különbség ez, hiszen a fixinggel kapcsolatban elvárás, hogy az

⁴ Az eredeti angol definíció így hangzik: „*Euribor® is the rate at which Euro interbank term deposits are offered by one prime bank to another prime bank within the EMU zone, and is published at 11:00 a.m. (CET) for spot value (T+2).*” Forrás: <http://www.euribor-ebf.eu/euribor-org/about-euribor.html>

aznapi ügyletek mintájában reprezentatív legyen. Az EURIBOR-t tizenöt lejáratra jegyzik, overnighttől egy évig. A fixing számítása során kiszűrik a kontribúciók legfelső és legalsó 15 százalékát, majd az így kapott mintát átlagolják.⁵

Bár az EURIBOR-t is érték a panelbankok manipulációját gyanító kritikák (pl. 2011 októberében az Európai Bizottság is vizsgálatot indított több európai banknál, hogy tisztázzák a vádakat⁶), de a bírálók jóval kevesebb fogást találtak rajta, mint a LIBOR-on.

2.3. A BUBOR

A Budapesti Bankközi Forint Hitelkamatlábát, a BUBOR-t (BUdapest interBank Offered Rate) 1996-os indulása óta az alapító Magyar Forex Társaság (MFT) számítja és közli naponta a Magyar Nemzeti Bank (MNB) közreműködésével. A BUBOR-panelt tizenhat bank alkotja, a listát az MFT és az MNB közösen állítja össze, félig a tárgyidőszakot megelőző naptári negyedév futamidővel súlyozott HUF bankközi betét/hitel és devizacsere (FX-swap) ügyleteket tartalmazó forgalmi ranglista, félig pedig az ugyanerre az időszakra felállított banki mérlegfőösszegek alapján. Az üzletnaponként tizenegy órakor közzétett BUBOR-t szintén tizenöt lejáratra jegyzik, ugyancsak overnighttől egy évig.

3. MIÉRT FONTOSAK A FIXINGEK?

3.1. A hozamgörbe és a kamatderivatívok árazása

A fixingek fontosságát nem csak a hozzájuk árazott lakossági, illetve vállalati hitelek adják. Számos kamatláb-derivatíva elszámolóárát is ezek alapján határozzák meg, ilyenek például a határidős kamatláb-megállapodások (Forward Rate Agreement – FRA) vagy a kamatcsere (Interest Rate Swap – IRS) ügyletek. Ha XY bank jegybanki kamatemelésre spekulálva FRA-kat vesz a piacon, nyeresége valójában nem az alapkamat szintjétől, hanem a napi fixing értékétől függ. Ha pedig az adott bank egy kamatcsereügyletben fix kamatfizetési kötelezettséget vállal, az ügylet változó kamatozású lábán (a piaci konvencióktól függően, a magyar piacon jellemzően félévente) megállapított fixingnek megfelelő kamatot kapja.

A fent említett piaci összefüggések alapján lehet felépíteni a swaphozamgörbét, arbitrázsmentességet feltételezve az ugyanazon kockázatot megtestesítő, szintetikus replikálható termékek között. Egy IRS például az első fixing és a swap futamidejének megfelelő FRA-k sorozataként állítható elő, amit a hozamgörbe építésekor, illetve általánosságban a derivatívok árazásakor illik is kihasználni.

Piaconként, mármint devizánként persze akadnak eltérések, például az első fixing kezelését illetően. Euróswapok esetén például az adott napon kötött swapok minden esetben az adott napi első fixing ellenében számolódnak el. Ennek az a következménye, hogy az az-

5 Az angol terminológiában: „*trimmed average*”.

6 Forrás: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/711&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>

napi fixing megjelenése előtt kötött ügyleteknél a változó kamatozású láb első cash flow-ja ismeretlen. Ezzel szemben például a forintpiacon minden pillanatban ismert az első fixing értéke: az aznapi fixing megjelenése előtt az előző napi első fixinggel számol a piac. Ennek a megoldásnak pedig az a következménye, hogy a fixing jelentős változásakor (pl. jegybanki kamatvágás, illetve -emelés, hitelminősítói lépés stb. esetén) hirtelen ugrik nagyot a piac, egy összetett portfólió beértékelése pedig problémássá válik. A swapok árazásakor ugyanis a piaci szereplők feltételezésekkel élnek a fixing változására vonatkozóan is, így amikor megjelenik a tényadat, az nemcsak közvetlenül (lásd aribrázstmentes árazás) befolyásolja a piaci árazást, hanem a befektetők várakozásainak függvényében is (mire számítottak a fixing előtt, és mi lett a tényleges fixing). Turbulens időszakban mindez többlépcsős, iterációs folyamat formáját ölti, így jelentősen megnehezíti az összetett portfóliók prudens értékelését.

Egy adott deviza piacán belül is vannak eltérések a piaci szereplők hátterének, egyedi jellemzőinek függvényében. Attól függően ugyanis, hogy egy adott bank milyen terméket ér el, illetve hogyan szervezi likviditásának menedzsmentjét, lényegesen eltérő fair ára lehet ugyanannak a pénzügyi kockázatnak. Miről van itt szó? Csak a példa kedvéért kiragadott neveket választva, az OTP Bank, a JPMorgan Chase és a BNP Paribas számára ugyanazon cash flow feltehetően különböző értékkel bír. A bankok diszkontálási modelljükben érvényesítik azon egyedi tényezőket, amelyek jelentős mértékben befolyásolják az időbeli értéktranszfert. Ugyanez a logika érvényesül, amikor egy adott bank egy adott termékre különböző árat ad két ügyfelének, mert a két ügyfélnél eltérő módon kezelik a hitelezési biztosítékot (collateral).⁷

3.2. Miért jó és miért rossz a panelbankoknak, ha manipulálják a fixinget?

Tekintettel arra, hogy a kontribútor bank mérlegében eszköz- és forrásoldalon is előfordulhatnak fixinghez kapcsolódó tételek, a banknak valamennyi jegyzett fixing (deviza, lejárat) esetén van egy – időben akár dinamikusan változó – nettó pozíciója. A közvetlen mérlegpozíción túl előfordulhat, hogy a banknak közvetett pozíciója, érdekeltsége is van a fixing alakulásában.

A közvetlen mérlegpozícióra példaként említhetjük: tegyük fel, hogy XY bank eszközeinek nagy része fixing alapján árazott, miközben a forrásokban elenyésző súllyal szerepelnek fixinghez kötött tételek. Ekkor a banknak megéri, hogy feljebb húzza a fixinget, mivel ezáltal többletbevételre tesz szert a fixing alapján újraárazódó terméksorokon. A közvetett érdekeltiségre példaként említhetők a LIBOR-kontribúciókkal kapcsolatban a LIBOR-alfejzetben szereplő felügyeleti vizsgálatok, illetve az azok elindításához vezető gyanúk. Ezekben úgy hangzott a vád, hogy a kontribútor bankok mesterségesen alacsony értékeket jegyeztek (mivel ez tömegesen zajlott, az eredményül kapott fixing is lényegesen alacsonyabb lett az

⁷ A témakör itt szorosan kapcsolódik az elszámolóházakhoz. A bankközi derivatív tranzakciók növekvő részaránya bonyolódik elszámolóházakon (pl. London Clearing House – LCH) keresztül. A folyamat arra vezethető vissza, hogy az elszámolóház beiktatása csökkenti a partnerkockázatot, így hatékonyabb, olcsóbb működéshez vezet a pozícióvállaló banknál. A kérdés eléggé összetett ahhoz, hogy egy önálló cikkben keressük rá a választ.

indokoltnál), nehogy részvényeseik negatív következtetéseket vonjanak le a bankok likviditási helyzetére vonatkozóan.

A fenti példák azt mutatják: a bankoknak számos esetben érdekében állhat, hogy a fixing a valós értékétől alacsonyabban vagy éppen magasabban rögzüljön. Persze, a fixing manipulálása tilos, a bankok nem tehetnek meg mindent, játékerük azonban kétségtelenül van (lásd a fixing kontribúciós minták szórása). Hosszabb távú hatásként azt is figyelembe kell venni, hogy a látványosan manipulált fixing hamar elveszítheti a piaci szereplők bizalmát. A piac teljes átstrukturálódásához vezethet, ha a fixing képtelenné válik arra, hogy betöltse fontos szerepét a kamatderivatívok árazásában és a hozamgörbe felépítésében.

Utóbbi esetre példaként hozható fel Románia esete, amikor a 2008-as válságban a pénzügyi válság az egekbe hajtotta a likviditásmenedzsmentben használt devizaswapok implikált kamatait. A pénzügyi válság a román jegybank szándékosan táplálta, hogy ezáltal védje a román deviza, a RON értékét (az overnight és tomnext implikált kamatok 800% felett is jártak, tetemes veszteségeket okozva a devizapiacra RON ellen spekuláló szereplőknek⁸). A román bankközi fixing, a ROBOR (Romanian Interbank Offered Rate) ezalatt az implikált kamatokhoz képest alig mozdult (a legmagasabb 3 hónapos fixing 50% volt). Sőt, 2008. október 23-án a román jegybank bejelentette, hogy átmenetileg szünetelteti a ROBOR publikálását, mindaddig, amíg a korábbi eljárásnak megfelelően fixált érték több mint 25 százalékkal meghaladja a jegybanki lombard kamatszintet (ami ekkor 14,25% volt). A külföldi szereplők bizalma ekkor annyira megrendült a román fixingben, hogy ettől kezdve a piaci szokvány nem a ROBOR-ral szemben fixált kamatswapok, hanem az implikált kamatokból származtatott, ún. cross currency swapok kereskedése lett. Ezekben a struktúrákban ugyanis a fix román kamatokot változó eurókamatokra⁹ cserélik el a befektetők. Innentől kezdve drasztikusan visszaesett, gyakorlatilag megszűnt a román kamatswapok piaci kereskedése, ami természetesen nem segítette a román piac fejlődését. Az más kérdés, hogy a román jegybank 2008-as, a román devizát védő intézkedéseivel olyan hírnévre tett szert (illetve számos külföldi piaci szereplő olyannyira „megégette magát”), hogy a RON – a rögzített devizákat leszámítva – messze a legstabilabb devizává vált a kelet-európai régióban.

4. AZ IDEÁLIS BANKKÖZI KAMATFIXING

A fent részletezett kérdőjelek, illetve kritikai megjegyzések után jogos kérdésként merül fel, hogy létezik-e ideális fixing – illetve, ha létezik, milyen ismérvekkel bír. A piacon megjelenő alternatív fixingek (pl. Ronia, Icap stb. fixingek) valamennyi esetben azért jöttek létre, hogy tartalmilag jobban reprezentálják a mögöttük lévő valós bankközi ügyleteket.

A megfelelő reprezentációs képesség a legkönnyebben úgy állítható elő, ha a fixing valós ügyleteket aggregál (pl. egy megadott kereskedési óra forgalommal súlyozott átlagára stb.).

8 Ha ugyanis egy szereplő a devizapiacra a RON ellen spekulál, példának okáért long EUR short RON pozíciót épít ki, akkor az eladott RON mennyiségét folyamatosan kölcsön kell vennie. A bank nostroszámláján negatív RON-egyenleg nem maradhat, azt finanszírozni kell.

9 Tétélezzük fel, hogy EUR/RON cross currency swapról van szó. A piaci szokvány ugyanis az euró (3 havi EURIBOR) lett (ennek magyarázata, hogy a bankközi devizacsere-piac túlnyomó többségben EUR/RON relációban zajlik), persze elméletileg lehetett volna bármi más.

Egy valós piaci üzletkötéseket aggregáló fixingbe a kritikusok is nehezebben kötnek bele. Amíg csak véleménynyilvánítás zajlik, könnyű megkérdőjelezni a fixinget. Amint azonban a kontribútor bank „megüthetővé válik”¹⁰, lényegesen nő a résztvevő bankok, ezáltal pedig az eredményül kapott fixingek hitelessége is.

IRODALOMJEGYZÉK

EURIBOR-ral kapcsolatos információk: <http://www.EURIBOR-ebf.eu/>

GILBERT, M.–FINCH, G.–WORRACHATE, A. [2011]: London Banks Seen Rigging Rates Losing Credibility With Markets. *Bloomberg Markets Magazine*, <http://www.bloomberg.com/news/2011-11-23/london-banks-seen-rigging-rates-for-decades-losing-credibility-in-markets.html>

GRIFFIN, D. [2011]: Citi Penalty Sought in Japanese Tibor Probe, *Bloomberg*, <http://www.bloomberg.com/news/2011-12-08/japan-seeks-punishment-of-citigroup-unit-on-rate-manipulation-nikkei-says.html>

Hivatalos BUBOR-szabályzat: http://www.acihungary.hu/doc/BUBOR_szabalyzat.pdf

KUO, D.–SKEIE, D.–VICKERY, J. [2010]: How well did LIBOR measure bank wholesale funding rates during the crisis? *Preliminary Draft*, <http://kcfed.org/publicat/events/research/2011DayAhead/KuoSkeieVickery.pdf>

LIBOR-ral kapcsolatos információk: <http://www.bbaLIBOR.com/>

WHITE, A. [2011]: Banks Raided in EU Antitrust Probe Over EURIBOR Derivatives. *Bloomberg*, <http://www.bloomberg.com/news/2011-10-19/eu-says-companies-raided-in-investigation-on-EURIBOR-derivatives.html>

10 Azaz kötelező üzleti érvényű ajánlatot tesz a fixing kontribúciójaker.