

PÉNZÜGYI ÉLET A LIBOR UTÁN

Kovács Levente – Kajtor-Wieland Ildikó – Vass Péter¹

ABSZTRAKT

A tanulmány bevezetőjében vázlatosan bemutatjuk a referenciakamat szükségességét és annak egyik leginkább ismert típusát, a LIBOR-t (London Interbank Offered Rate), valamint a LIBOR manipulációjára tett kísérleteket. Ezek után részletesen áttekintjük és értékeljük a mutató megreformálására tett szabályozói kezdeményezéseket, kitérve az európai és a globális szabályozói környezetre, illetve a még a szabályozás előtti feladatokra. A tanulmányban ajánlásokat fogalmazunk meg a magyarországi referenciakamat-keretrendszerrel kapcsolatosan is, és javasoljuk egy ezzel foglalkozó munkacsoport kialakítását.

JEL-kódok: E43, G21, G28

Kulcsszavak: referenciakamat, LIBOR, manipuláció, reform

1. A REFERENCIAKAMAT SZÜKSÉGESSÉGE ÉS ISMÉRVEI

A pénzügyi szektor globális működésének egyik gyakorlati alapja az általánosan elfogadott referenciakamat létezése. A pénzügyi termékek árainak, így pl. a SWAP-, a hitel- és betétügyletek, a treasury termékek kamatának kiszámításához jellemzően szükség is van a referenciakamat aktuális és pontos értékének az ismeretére. A szükségesség mellett a referenciakammattal kapcsolatos, fő funkcionális követelmények *Schrumpf* (2019) nyomán a következők:

- i. A pénzpiaci kamatok megbízható és pontos (nem manipulálható) tükrözése
- ii. Referenciakamat a pénzügyi szerződésekhez (a pénzpiacok mellett a reálgazdaság számára is). Ez a pénzeszközök és a kamatláb derivatív ügyletek (cash instruments and IR derivatives) diszkontálásához és árazásához is alkalmas.
- iii. Viszonyítási érték a határozott futamidejű hitelekhez és a betétekhez.

1 *Kovács Levente* főtitkár, egyetemi tanár, Magyar Bankszövetség, Miskolci Egyetem. E-mail: kovacs.levente@bankszovetseg.hu.

Kajtor-Wieland Ildikó igazgató, Magyar Bankszövetség. E-mail: kajtor-wieland.ildiko@bankszovetseg.hu.

Vass Péter főtitkár-helyettes, Magyar Bankszövetség. E-mail: vass.peter@bankszovetseg.hu.

Előfeltétel, hogy a referenciakamatot a hitelezők és a hitelfelvevők is egyaránt elfogadják. Ezen túl általános elvárás, hogy a kockázatmentes mértéke a piaci forrás-szerzés lehetséges költségével egyezést mutasson.

A pénzügyi piacokon 1986 óta közmegegyezéssel a Brit Bankszövetség (British Bankers' Association) által megalapított LIBOR-t (London Interbank Offered Rate, londoni bankközi referencia-kamatláb) a világ legjelentősebb nemzetközi pénzügyi centrumában, Londonban a meghatározó bankok által jegyzett referenciakamatként alkalmazzák széles körben. A LIBOR láthatósága a bankközi kereskedési ügyletek felfutásával, az 1980-as években emelkedett meg. Ettől kezdve vált általánossá alkalmazása a bank/ügyfél hitelkapcsolatokban (*Pásztor, 2018*). A Londonba mint globális pénzügyi központba vetett bizalom erősítette az összes pénzügyi, vállalati és lakossági szereplő nyitottságát a LIBOR-alapú ügyletek elfogadására.

Az elmúlt évtizedekben az ismertetett funkcionális követelmények biztosítását az alábbi hagyományos jegyzési módszertannal próbálták meg teljesíteni. A Brit Bankszövetség (British Banking Association – BBA) létrehozott a LIBOR közlésére egy olyan dedikált honlapot (ma már nem működik), amelyik bemutatta a rendszer működését és azon bankok listáját, amelyek az összes meghatározott deviza árjegyzésében, köztük az angol fontéban részt vettek. Az adatokat egy, a Brit Bankszövetséget képviselő cég gyűjtötte össze és dolgozta fel minden munkanapon, majd ennek alapján tette közzé a LIBOR-kamatokat. Az egyes árjegyző bankok árai nem publikusak. A tárgynapi árakat az adatszolgáltatók, pl. a Bloomberg fizetett szolgáltatásként nyújtották (ICAEW, 2021). A LIBOR adminisztrátori feladatok, később bemutatandó botrányok hatására 2014-ben az ICE Benchmark Administration Ltd.-hez került.

A LIBOR ármeghatározásában csak olyan jelentős londoni aktivitással rendelkező bankok vehettek részt, amelyeknek a rövid futamidejű hitelfelvételében az üzleti kockázat gyakorlatilag minimális; zéró volt. Ezen LIBOR-jegyző bankok egyrészt közismert, másrészt kiváló üzleti hírnévvel rendelkeztek. Az árjegyző (panel) bankok minden munkanapon potenciális hitel- és betéti ajánlatokat adnak. A hitel- és a betétkamat között a különbség hagyományosan egynolcad, azaz 0,125% volt, ami az alacsony kamatszintek miatt az utóbbi időben csökkent. Azaz a rövid futamidő és a résztvevői kör minősítése miatt az ajánlatok kockázati felártól mentesen képzett áraknak voltak tekinthetők.

Az árjegyzéseknél a felelősség kérdését kereskedésivolumen-kötelezettséggel lehet emelni, amely más IBOR- (Interbank Offered Rate) képzéseknél gyakorlat, azonban állandó vita tárgya is. Kérdéses ugyanis, hogy mekkora az a minimumösszeg, amely már kellően nagy ahhoz, hogy a jegyző bankok valós piaci szinteket jegyezzenek, csökkentve ezzel az arbitrálnálhatóság lehetőségét. Másrészt viszont mekkora az az elvárható partnerkockázati limit, amit a jegyzések kapcsán ilyen

esetekben minden egyes futamidőben minden jegyző banknak a többi jegyzésben álló bankkal szemben minden nap vállalnia kell. Természetesen az árjegyzésben a presztízsokokon felül is érdemes részt venni, hiszen így a piaci árak az egyes bankok aktuális helyzetéhez jobban illeszkednek. A LIBOR (és ahhoz hasonlóan a London Interbank Bid Rate – LIBID) meghatározása során az adminisztrátor feladata a 25% legmagasabb és az ugyanannyi darab legalacsonyabb ár kiszűrése, majd a maradék 50%-ból az átlagár két tizedesjegyre kerekített értékének, azaz magának a LIBOR-nak a meghatározása. Az árjegyzést vállaló bankok közül évente választják ki azt a legalább nyolc, legfeljebb tizenhat bankot, amelyek lehetőleg minden munkanapon minden jegyzett devizára (GBP, USD, JPY, EUR, CHF) és minden meghatározott futamidőre (overnight, egy hét, egy, kettő, három, hat, illetve tizenkét hónap) hitel- és betétkamat-árjegyzést fognak végezni (Global Rates, 2021). Ez naponta maximum 35 darab hitel (LIBOR) és 35 darab betét (LIBID) árjegyzést jelenthet.

Az árjegyző bankok nagy felelősséggel és óvatosan járnak el. Igyekeznek olyan árakat adni, amelyeket piaci jegyzési árak támasztanak alá. Az óvatosság miatt az egymást követő napok, jelentős piaci változás hiányában, az előzőhöz jellemzően jól illeszkednek. A klasszikus jegyzési módszertan alapján meghatározott LIBOR-görbe ennek megfelelően rövid időszakaszokon belül jellemzően csak kis amplitúdóval mozgó, „nyugalmat” sugalló görbe. A jegyzési módszertan a LIBID meghatározásával biztosította a lehetőséget a betéti, befektetési termékek árazásához is, ez azonban nem terjedt el. A LIBOR viszont mind a hat fő devizanem esetén a standard rövid futamidőkre, az elsődleges kamatláb (prime rate) korszakkal némi időbeli átfedéssel, az elmúlt évtizedekben a pénzügyi piacokon elsődlegesen alkalmazott hitel-referenciakamattá vált.

2. A LIBOR MANIPULÁCIÓJA

A LIBOR 2012-ben feltárt manipulációja alapjaiban rengette meg a bizalmat a pénzügyi szektorban, és a szabályozók figyelmét a kamatlábjegyzési gyakorlatok esetlegességére (Fliszár, 2015), illetve azok tényleges piaci tranzakciós alapokat nélkülöző működésére irányította (Klinger–Syrstad, 2021; Duffie–Stein, 2015; Schimpf–Suschko, 2019; Stenfors–Lindo, 2018). A piac figyelmét az esetleges banki manipulációra az UBS svájci bank 2011. március 15-én publikált (2010. évre vonatkozó) éves jelentése keltette fel, amely kitért arra, hogy az amerikai hatóságok (SEC, US Commodity Futures Trading Commission és a US Department of Justice) a LIBOR manipulációjában való esetleges banki érintettség okán beidézte az UBS-t meghallgatásra (UBS Annual Report, 2021:55). Ekkor már a hatóságok javában vizsgálták a LIBOR „szokásostól” eltérő, gyanús mozgását, és igyekeztek kideríteni annak okát.

A LIBOR-jegyzésekhez (2003-ig visszamenőleg) 300 ezer milliárd USD összegű hitel kapcsolódik, és a vizsgálat lezárultával az Amerikai Egyesült Államok, az Egyesült Királyság és az Európai Unió mindösszesen 9 milliárd USD összegű bíróságot szabott ki a referenciakamat-jegyzést végző tizenöt intézményre, ezek között szerepelt a Barclays, a Royal Bank of Scotland, a Rabobank és a UBS is (CFR, 2016).

A botrány megvilágításához érdemes kiemelni, hogy melyek azok a működési elemei a LIBOR referencia-kamatlábnak, amelyek annak manipulációját lehetővé tették, illetve mi vezette az egyébként profitorientált pénzügyi intézményeket a manipulációhoz. A tanulmány zárásakor, a jövőkép felvillantásánál ennek fényében külön jelentőséget kap nemcsak a LIBOR megszűnése/kivezetése, hanem az eddigi működésével kapcsolatos minden olyan tanulság levonása is, amely egy hatékonyabb referenciamutatóra váltást és annak alkalmazását e tekintetben is képes megvalósítani.

Ahogy az korábban árnyaltuk, a LIBOR egy olyan benchmark kamatláb, amely arra hivatott, hogy megmutassa azt az átlagos kamatlábat, amelyen az intézmények egymásnak hitelt nyújtanak, és többek között a vállalati, lakossági pénzügyi szerződések is ehhez igazodnak a változó kamatozás tekintetében (Youle, 2014). A LIBOR jegyzése nem ténylegesen megvalósult bankközi hitelek kamatai alapján kalkulált kamatláb, hanem az annak jegyzésében részt vevő intézmények által várhatóan vállalt/felkínált kamatok átlaga különböző devizákra, különböző terminusokra vetítve (Guardian, 2017). Azt illusztrálandó, hogy miért is történhetett befolyásolás, az alábbi példák segítségével két oldalról is feltárjuk.

A kamatcsereügylet arra kötelezheti az egyik felet, hogy elcserélje 1 millió dollár LIBOR-kamatát (változó pénzáramlását) 1 millió dollár fix 8%-os kamatával. Ily módon a két fél kicserél egy fix kamatozású kötvény 8%-os kamatának és egy változó kamatozású kötvény LIBOR-kamatának megfelelő pénzáramlást. A csereügylet megkönnyíti a résztvevők számára mérlegeik átrendezését (Bodie–Kane, 2014:913–914). A példára utalva, a kamatcsere egy sokkal olcsóbb és gyorsabb módja a mérleghez kötődő pénzáramok átstrukturálásának, hiszen egy kötvénykibocsátásnál vagy hitelfelvételnél az árelőny révén lehetővé teszi a legolcsóbb forma megvalósítását, és aztán átváltja az üzleti igényeinek megfelelő finanszírozási módra. Az elszámolás ennek megfelelően az egyik bank fix kamata mínusz a LIBOR-kamat lesz. Ahhoz, hogy az intézmény a pénzáramlást megfelelően maximalizálja, a lejelentett kamatot a valós szintnél alacsonyabban kell tartania, és ez természetesen a pozíciójától függően felfelé is igaz lehet.

Másodsorban az érintett felek azért voltak érdekeltek a kamat folyamatos alacsonyan tartásában, mert az egyedi LIBOR-ajánlatok publikusak voltak ugyan, és ilyenformán a nyilvánosság általi kontroll létezett, de éppen e helyzet gyakorolt – gyakran a menedzsment általi – nyomást az intézményekre, hogy a bárki számára nyilvánosan hozzáférhető ajánlat ne tükrözze a valós kölcsönök árazását. Abból

ugyanis az adott bank likviditási helyzetére vonatkozó következtetést lehetett volna levonni (*Strotkamp*, 2018).

A fenti két esetből érdemes lehet levonni azon következtetéseket a LIBOR kivezetésével együtt, amelyek ráirányítják a figyelmünket a tanulságokra. A LIBOR-botrány rávilágított a pénzügyi piac sérülékenységre, amely nemcsak a nem megfelelő módszertan – több szem elve, fékek és egyensúlyok (checks and balance) – hiányára, hanem egy bizonyos kamatlábtól függőségére és koncentráltóságára is visszavezethető. Minderre azóta és a jövőben a piac és a szabályozók is kiemelt figyelmet fordítanak, és a többéves reform keretében végül a referenciakamatok szabályozására, transzparenciájára és módszertanára vonatkozó, átfogó felülvizsgálatára került sor (*Erhart et al.*, 2013:2).

3. ÉLET A LIBOR UTÁN

3.1. Bevezetés és a változás okai

A megfelelően működő referenciakamat elengedhetetlen a pénzügyi rendszer hatékony működése szempontjából, mert a pénzügyi piacon lévő szerződések tartalmi alappillérei, mindamelllett a központi bankok transzmissziós mechanizmusában is szerepet játszhatnak (ECB, 2017). Az elmúlt időszakban a referenciakamatok erőteljes reformja indult el, amely elsősorban a LIBOR-manipuláció tanulságaiból, illetve a válság eredményeiből és a piaci igényekből merítve kelt életre.

A LIBOR megszűnésének egyik oka az angol pénzügyi felügyelet, az FCA (Financial Conduct Authority) és végső soron a piac azon aggálya volt, hogy a LIBOR a továbbiakban már nem fenntartható mutató, annak ellenére sem, hogy a referenciakamatláb-kalkuláció mindinkább valós tranzakciók alapján történő jegyzése, illetve erős kontrollmechanizmus beépítése is a láthatáron volt. A kereskedések volumene csökkent, a bizalom a piaci szereplők részéről egyre inkább alábbhagyott a mutatóval szemben. Az angol pénzügyi felügyelet végül – a nagyobb bankokkal történő egyeztetést és megállapodást követően – 2017-ben bejelentette a LIBOR kivezetésének 2021. év végi végdátumát (UK Finance, 2019:4–5).

Tekintettel arra, hogy a LIBOR-hoz való kötöttség rengeteg pénzügyi intézményt és azok szerződéseinek széles skáláját érinti, egy olyan összehangolt, kollektív szabályozói, hatósági, jegybanki, piaci felkészülésre volt szükség, amely az átállást jogilag és gazdasági szempontból is zökkenőmentesen teszi lehetővé, egyúttal biztosítva a piac zavartalan működését.

Az Európai Unióban a referenciahozamokra vonatkozó uniós (és ezáltal magyar) jogszabályi környezet többszintű, a struktúrát egy közvetlenül hatályba

lépő uniós rendelet, annak végrehajtási bizottsági rendelete, valamint – például az EURIBOR esetén – az adott referenciahozam adminisztrátora, az Európai Bankföderáció égisze alatt működő Európai Pénzpiacok Intézete (European Money Markets Institute, továbbiakban: EMMI) által megkövetelt Governance Framework adja (EMMI, 2019).² Következésképpen a megszűnő LIBOR-t kiváltó referenciahozamokra is ez a szabályozási hierarchia és tartalom az irányadó. Ennek mentén a jövőben alkalmazandó, pénzügyi intézmény által választott referenciahozamnál alapfeltétel a szabályozásnak való teljes körű megfelelés, és csak ezt követően lehet üzleti és egyéb jogi megfontolások alapján továbblépni az átalakítás folyamatában. A folyamat nagyon összetett, hiszen a referenciakamatok megfelelő megválasztása kritikus fontosságú a banki működés és mérleg szempontjából, különös tekintettel a finanszírozás költségére, illetve a szerződések átárazódására.

A LIBOR-botrány utáni szabályozói felülvizsgálat és a LIBOR kivezetésének bejelentése után a világ több régiójában felmerült az igény arra, hogy alakuljanak munkacsoportok új/meglévő referencia-kamatlábak kialakítására, illetve az átváltási folyamat jogi kérdéseinek a tisztázására. A LIBOR-manipulációra nemcsak a korábban bemutatott „profitszerzési” vagy pozíciójavítási okok miatt kerülhetett sor, hanem azért is, mert az ilyen bankközi kamatláb eleve magában hordoz több olyan kockázatot is, amely annak belső természetéből adódik (manipuláció nélkül létező kockázat). Ilyen kockázat például az, hogy egyrészt a bankközi kamatlábak esetén nem kockázatmentes kamatlábról beszélünk, hanem ahhoz egy banki kockázati tényező is társul, ezért ab ovo, annak teljes kalkulálása szakértői, szubjektív becsléssel jár; másrésztől a mutató a fedezet nélküli, úgynevezett unsecured hitelek árazását adná meg, amely a 2008-as válság óta kevésbé jellemző ügylettípus. Felismerve a meglévő mutató(k) korlátait és az azokra való jegyzés visszaesését, a szabályozó hatóságok először a régi referenciakamatok rendszerének megreformálásával próbálkoztak (ezt hívják IBOR+ rendszernek), de az ügyletkötések volumene ezután sem növekedett számottevően, ezért új referenciakamatok bevezetése mellett döntöttek, ezek az úgynevezett Alternative Reference Rate-ek (ARR) (KPMG, 2019:2).

2 Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council of 8 June 2016 on indices used as benchmarks in financial instruments and financial contracts or to measure the performance of investments funds and amending Directives 2008/48/EC and 2014/17/EU and Regulation (EU) No 596/2014

– Commission Delegated Regulation (EU) 2018/1637-1646 of 13 July 2018 supplementing Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council

– The Governance Code of Conduct sets out the governance arrangements and control framework established by EMMI, in its role as administrator of EURIBOR, for the provision of the benchmark

3.2. Lehetséges jövőbeni pénzüpi referencialhozamok

Minden LIBOR-devizát a saját devizának és tenornak megfelelő kamatlábra cserélnek le, de fontos leszögezni, hogy az áttérés az intézmények részéről lehetőség és nem kötelezettség, más referencia-kamatlábát is alkalmazhatnak. A LIBOR-t jelenleg öt³ devizában jegyzik (USD, Euro, GBP, JPY, CHF) és hét tenorban – minden egyes deviza tekintetében (ICE, 2021).

Az EMMI évekkkel ezelőtt megkezdte az EURIBOR módszertanának átdolgozását, figyelembe véve az esetleges jövőbeni manipuláció kiküszöbölését. Az 1. táblázatban Vainikainen (2018) nyomán az euródevizát érintő, egyes referencia-kamatlábakat foglaltuk össze.

1. táblázat

Az eurót érintő egyes referencia-kamatlábak

	EONIA	ESTER	EURIBOR	Megreformált EURIBOR
Státusz	Megszűnik, nem felel meg a benchmark-rendeletnek	Az Európai Központi Bank 2019 óta publikálja, az EKB az adminisztrátor	A metódusa nem felel meg a BMR-nek (benchmark regulation), az EMMI az adminisztrátor	2019. július 2-án a BMR szerinti engedélyt megkapta a belga felügyelettől az új EURIBOR (hibrid)
Tenor W = hét M = hónap	O/N	O/N	1W, 2W, 1M, 2M, 3M, 6M, 9M, 12M	1W, 3M, 6M, 12M
Tranzakciós vagy ajánlati ár	Tranzakció-alapú	Tranzakció-alapú	Részt vevő bankok ajánlati árai alapján	Hibrid, alapvetően tranzakcióalapú, ennek hiányában egyéb árazási metódusok
Leírás	A bankközi piacon az egynapos, nem biztosított kölcsönök súlyozott átlagára (EU)	Az EKB MMSR-jelentés (Money Market Statistical Reporting) alapján a hitelintézetek által lejelentett aktuális, egyedi kölcsön tranzakciódíja		Hitelintézetek közötti, nagyobb összegű kölcsönügyletek kamatlába (EU)

Forrás: saját szerkesztés Vainikainen (2018:2) és EMMI (2018), illetve ECB (2020a) alapján

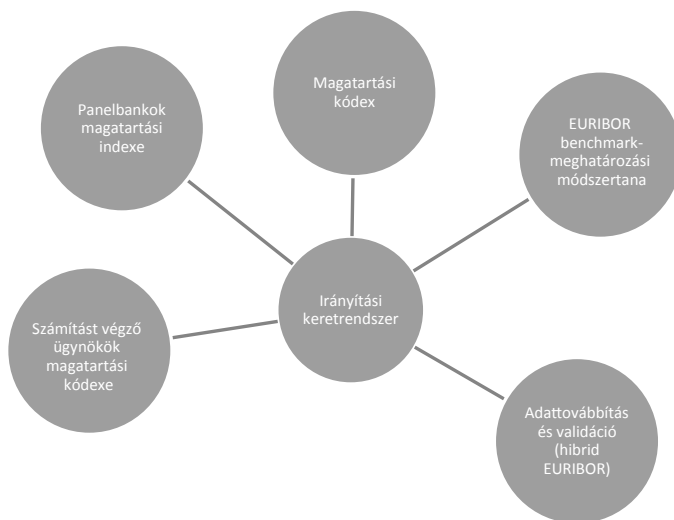
3 Korábban, egészen pontosan 2013-ig volt AUD, CAD, NZD, SEK, DKK LIBOR is.

2019. július 2-án az EMMI a belga Pénzügyi és Piaci Felügyelettől (Belgian Financial Services and Markets Authority – BFSMA) megkapta a BMR 34. cikk szerinti adminisztrátori engedélyt az EURIBOR-ra vonatkozóan, így a pénzintézeteknek 2020. január 1-je óta lehetősége nyílik új szerződések/instrumentumok esetében az új EURIBOR alkalmazására. Az EURIBOR kritikus referenciamutatónak minősül a BMR alapján (EMMI, 2021). Az EMMI felel az EURIBOR integritásáért és annak megbízhatóságáért.

Az EURIBOR szabályozását az úgynevezett Governance Framework dokumentum tartalmazza, és a szabályozás struktúráját az 1. ábra szemlélteti.

1. ábra

Az EURIBOR EMMI-szabályozása



Forrás: saját szerkesztés EMMI (2021a) alapján

Az EURIBOR-t az európai aktív hitelintézeti résztvevői adják, az úgynevezett panelbankok, amelyeknek az összetétele alkalmas az átlagérték diverzifikált meghatározására. A panelbankok ilyen jellegű megfelelését az EMMI úgynevezett Steering Committee-je vizsgálja, illetve az állapítja meg a panelbanki belépés feltételeit (EMMI, 2019).

Az EURIBOR a benchmarkmeghatározási módszertana (Benchmark Determination Methodology) alapján az európénzpiaci ügyletek mögöttes kamatát hivatott tükrözni, amely tranzakcióalapú, azonban egy háromlépcsős hierarchikus rendszerrel egészül ki. Az első lépcsőfokba kizárólag a mögöttes termék lejáratú időszakra vetített kamatláb számít bele az EMMI által meghatározott formula

szerint. A második lépcsőben a pénzpiac teljes lejárati spektruma szerepel, míg a harmadik fázisban már azon szereplők tranzakciói is részt vesznek, akik az európénzpiachoz szorosan kötődnek ugyan, de csak közvetve vállalnak szerepet. Ezen a szinten megjelenik a modellezési technika, illetve a panelbankok szakértői becslése. A szintek egymás után, sorrendben következnek.

Az EURIBOR-t a számítást végző ügynökön keresztül az EMMI publikálja az adatok beérkezését követő 24 órás csúszással. Valós idejű referenciahozamok a napi kalkulációt követően az EMMI engedélyezett kereskedői számára már elérhetőek ezt megelőzően is (EMMI, 2021).

Látható, hogy az EURIBOR ugyan nem egy új referencia-kamatláb mutató, azonban jelentős és pozitív irányú fejlesztéseket hajtottak végre rajta az uniós rendelkezések való megfelelés, valamint a piaci bizalom helyreállítása érdekében. Átállás, áttérés alatt leginkább a LIBOR megszűnése miatti új EURIBOR-ra váltást értjük, de érdemes megemlíteni, hogy ez a korábbi EURIBOR-alapú tranzakciók felülvizsgálatát is igényli az intézmények részéről.

3.3. Megfontolandó aspektusok a jövőt illetően

Alapvetően két aspektusból érdemes vizsgálni a LIBOR-referenciahozamról való áttérést, amelyek nyilván szoros összefüggésben vannak egymással egyrészt a bankközi kamatlábak forrásszerzési költségeit nézve, másrészt eszkooldalról, praktikusán a bank által nem bank részére nyújtott kölcsönszerződések tekintetében.

A forrásköltség esetén, amikor két pénzügyi intézmény a szerződő fél, az áttérés megkönnyítése érdekében az International Swaps and Derivatives Association (továbbiakban: ISDA) elkészített egy úgynevezett Fallback Protocol dokumentumot (ISDA, 2020), amely alapvetően OTC-derivatív ügyletek esetén ad útmutatót egy megszűnő referenciahozam átváltásához. A protokoll OTC-ügyletekben kötelező azok között, akik elfogadták. A szabályozott piacokon vagy kereskedési helyszíneken az ott kialakított eljárások az irányadók, ideértve a derivatív ügyleteket is, akkor is, ha a két részes fél aláírta az ISDA-protokollt. Az ISDA (2020:36) egyébként nevesíti azon eseteket és az ahhoz kapcsolódó teendőket, amikor egy referenciahozam megszűnik pl. egy bejelentéssel, vagy publikálják annak egyéb módon történő megszüntetését (Index Cessation Event). Amennyiben a referenciamutatót alkalmazó felek az ISDA Master Agreement részesei, tehát annak alkalmazását magukra nézve kötelezőnek ismerték el, úgy a megszűnő referenciahozam helyett egy előre meghatározott, új referenciahozam lesz az irányadó OTC-derivatív ügyletek esetében a Fallback Protocol alapján előre

meghatározott időpontokról (ISDA, 2020:34). Egyéb – nem OTC – ügyleteknél az ISDA Protocollal tartalmilag megegyező a gyakorlat.

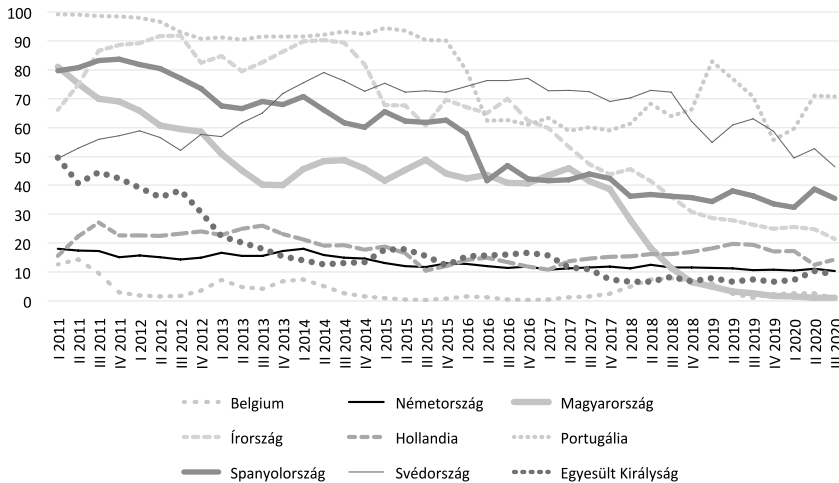
A PWC pénzügyi tanácsadó cég az ISDA Fallback Protocollal kapcsolatban így fogalmaz: „A fallback protocol tulajdonképpen egy tartalék terv. Sokan a protokollt egy biztonsági övhöz hasonlítják, amely meg tudja előzni a súlyos sérülést egy ütközés esetén, de elsősorban jobb lenne magát az ütközést elkerülni (PWC, 2020).”

Az ISDA-protokoll vélhetően megoldja a piaci szereplők közötti váltást derivatív ügyletek esetében, az egyéb forrásköltségekről azonban tulajdonképpen egyedileg kellene a pénzügyi intézményeknek egymással tárgyalniuk, ami beláthatatlan mennyiségű munkaórát és költséget jelent. Mindez azonban nem zárja ki azt a lehetőséget, hogy egyéb, nem (OTC) derivatív ügyletek elszámolásánál is az ISDA-protokollt tekintsek irányadónak a felek. Az Európai Központi Bank (EKB) és egyéb hatóságok, munkacsoportok is próbálják ösztönözni a piaci szereplőket, hogy térjenek át a közöttük fennálló LIBOR-alapú elszámolás helyett egy-egy konkrét referenciamutatóra egy regionális térség (ország, euróövezet) vagy éppen deviza és terminus/tenor specifikus mutató szintjén.

A forrásköltség mellett az átállás kapcsán a hitelintézeti mérlegek eszközoldalát is meg kell említeni: bonyolult a helyzet a változó kamatozású, nem pénzügyi intézmények részére nyújtott hitelek, pl. fogyasztói jelzáloghitel-szerződések esetén, ahol egyéb jogszabályoknak való megfelelést is biztosítani kell, és meglehetősen szűk a mozgástér a fogyasztóval szemben érvényesíthető költségek és egyéb jogok tekintetében. Országonként eltérő a jelzáloghitelek fix és változó aránya, és ennek megfelelően többféle hatást (fogyasztói jogokra, áttételesen ingatlanárakra stb.) fejthet ki a referencia-kamatláb módosulása (Kovács–Pásztor, 2018). Egyúttal olyan uniós fogyasztóvédelmi és egyéb polgári jogi, kötelmi szabályoknak kell megfelelni, amely a szerződésbe való belépést, az adott referencia-kamatláb beépíthetőségét érinti.

2. ábra

A változó kamatozású bruttó jelzálogkölcönök aránya néhány európai országban (%)



Forrás: saját szerkesztés <https://hypo.org/ecbc/publications/quarterly-reviews/> alapján

Végezetül érdemes arról is szót ejteni, hogy az EKB 2019-ben egy nagyszabású projekt keretében felmérte a hitelintézetek felkészültségét az új referenciahozamokra való áttérésre. Ennek eredményeként megállapította, hogy a hitelintézetek leginkább az overnight alapú referenciahozamokra összepontosítottak (EONIA-ról ESTER-re), és kevésbé az ennél hosszabb futamidejű EURIBOR-ra. A felmérés eredményeként az EKB egy jelentést publikált (ECB, 2020b), amely a felmérésből levont következtetések alapján segíti a bankok irányítási struktúráját, kockázatkezelését, akcióterveik és dokumentációik minél hatékonyabb, jó gyakorlatnak megfelelő átállását.

A tanulmány ezen részében láthattuk, hogy a váltást érintő munkafolyamatok és a felkészülés évekként elelőtt megkezdődött, a referenciahozamokra való átállás azonban szükségszerűen további feladatokat ró a pénzintézetekre. Az átállás eszköz- és forrásoldalon is jelentős változásokat hozhat, és a kockázatok széles spektrumát fedi le az üzleti, működési hitel egyéb (adó, számvitel) szempontjából is. A referenciahozam-váltás pozitív hozadéka azonban vitathatatlan, és ha a hibákból leszűrjük a tanulságokat, annak eredményeképpen létrejöhet egy piaci kívánalmaknak és bizalomnak megfelelő referencia-kamatláb, amely egy újabb pénzügyi evolúciós mérföldkő. Látható, hogy a globális törekvések kijelölik a főbb irányvonalakat a referenciakamat-váltás tekintetében, azonban szükség-

szerű és elkerülhetetlen a pénzintézetek részéről az ennek megfelelő egyedi, aktív megfelelés és végrehajtás. A tanulmány következő része úgy árnyalja tovább a referenciamutatók reformjának folyamatát, hogy közben globális kitekintést is tesz.

4. A REFERENCIAMUTATÓK REFORMJÁNAK FOLYAMATA GLOBÁLIS KITEKINTÉSBEN

A korábban tárgyalt LIBOR-botrány és a további, globálisan használt IBOR-okat (Interbank Offered Rate) érintő – később nem igazolt – gyanú miatt, a pénzügyi rendszer iránti, a pénzügyi válság következtében egyébként is törékeny bizalom fenntartása érdekében a már tárgyalt szabályozókon túl a nagy globális, illetve szupranacionális szabályozók is azonnal reagáltak a jelenségre. Az IOSCO (International Organization of Securities Commissions) 2012 szeptemberében létrehozta magas szintű, amerikai-brit irányítással működő akciócsoportját, amely bő fél éves piaci konzultációt követően 2013 júliusban bocsátotta ki a megbízható és független pénzügyi referenciamutatókkal szemben támasztott alapelveket lefektető anyagát (IOSCO, 2013). Az Európai Bizottság ugyancsak szeptemberben piaci konzultációt indított a referenciamutatók lehetséges, azok előállítását és felhasználását is meghatározó szabályozási keretrendszeréről. Az ESMA (European Securities and Markets Authority) és az EBA (European Banking Authority) az IOSCO-t röviddel megelőzve adta ki az Európai Unióban alkalmazandó alapelveket (ESMA–EBA, 2013). A BIS (Bank for International Settlement) is vizsgálta a kérdéskör központi banki aspektusait 2013 márciusában kiadott tanulmányában. Látható, hogy induláskor a szervezetek egymással párhuzamosan tették meg a javaslataikat, ezért a probléma szabályozói kezelésének globális szintű koordinációjáért az FSB (Financial Stability Board) 2013 júliusában létrehozott egy központi banki és szabályozói hatósági prominensekből álló bizottságot (Official Sector Steering Group – OSSG). A kérdéskör nemzetközi kezelését végül a G20-ak szeptemberi ülése tárgyalta 2013 szeptemberében, ahol jóváhagyták az IOSCO alapelveit és a globális koordináció FSB általi irányítását.⁴

Az FSB globális irányító hatóságként végül 2014 júliusában készítette el a legfontosabb szerepet betöltő referenciakamatokra vonatkozó ajánlásait (FSB, 2014) a szabályozók és pénzügyi felügyeletek számára. A dokumentum a reformfolyamatban végrehajtandó feladatokat az alábbi főbb pontok köré csoportosította:

4 Lásd <http://www.g20.utoronto.ca/2013/2013-0906-declaration.html>.

- i. Az IBOR-ok megerősítése elsősorban az azok alapjául szolgáló, nagyobb valószínűségű tranzakciókhoz kötésével, amennyiben ez megvalósítható.
- ii. A panelbanki jegyzések folyamatának és kontrolljának a javítása.
- iii. Közel kockázatmentes alternatív kamatráták (risk free rate – RFR) azonosítása.
- iv. A derivatív piac szereplőinek ösztönzése arra, hogy az új szerződéseket ezen RFR-ekbe irányítsák át, ahol erre mód van.

Ez nagyjából két feladatcsoportra osztotta fel a reformfolyamatot. Az első egy prudenciális szabályozórendszer kialakítása, amellyel a meglévő előretekintő (azaz a futamidő elején jegyzett és ismert – úgynevezett forward-looking), rövid futamidejű IBOR-ok megőrzik hitelességüket a transzparens és manipulációnak ellenálló irányítási, jegyzési, kalkulációs, közzétételi és felhasználási folyamatok kialakításával. Mivel ennek kezdeményezése és fő elemeinek kialakítása nem igényelte a piaci szereplők közreműködését, ezért ez tűnik az egyszerűbb és kisebb következményekkel járó feladatcsoportnak. Az érintett joghatóságok szabályozói ezt ki is alakították, kiemelendő ebben a körben a kérdést uniós szinten szabályozó (EU) 2016/1011 számú rendelet⁵, amely nemcsak a referenciamutatók uniós belüli előállítását, hanem a harmadik országokban előállított mutatóknak az EU pénzügyi rendszerében történő felhasználását is szabályozza.

Az elmúlt időszak bebizonyította, hogy az átláthatóság és reziliencia követelménye olyan rigorózus követelmények kialakításával járt, ami miatt több, a pénz- és tőkepiaci volumen zömét érintő, széles körben használt referenciakamat megszűnt, vagy az adminisztrációját állami szereplők vették gyámság alá. Idesorolható a legszélesebb körben használt LIBOR-ok 2022–23-ban történő kivezetése, az EONIA-nak adminisztratív módon az €STR-hez (euro short-term rate) kötése, majd 2022-től történő kivezetése, vagy például a régiókban saját fizetőeszközzel rendelkező országok pénznemében jegyzett referenciakamatok adminisztrációjának jegybankok általi átvétele (Budapest Interbank Offered Rate – BUBOR; Romanian Interbank Offered Rate – ROBOR), vagy valamilyen számított mesterséges referenciárátával történő helyettesítése több helyen (például Horvátországban és Bulgáriában). Sőt annak ellenére, hogy az IBOR-ok jelentős reformfolyamaton mentek keresztül, és átalakították a jegyzési módszertanaikat, amelyek jellemzően úgynevezett vízesteknikával a tényleges tranzakciók során kialakult kamatlábakat vették figyelembe elsődlegesen, és csak azt követően ha-

5 Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2016/1011 rendelete (2016. június 8.) a pénzügyi eszközökben és pénzügyi ügyletekben referenciamutatóként vagy a befektetési alapok teljesítményének méréséhez felhasznált indexekről, valamint a 2008/48/EK és a 2014/17/EU irányelv, továbbá az 596/2014/EU rendelet módosításáról, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX%3A32016R1011&qid=1619187638684>.

gyatkoztak egyéb piaci adatokra, illetve szakértői becslésekre. A 2020-as év első felében megjelenő, új típusú koronavírus-járvány első hulláma során azonban ismét olyan alacsony szintre csökkent az alapul szolgáló tranzakciók száma, hogy ismét teret nyert az a vélekedés, amely szerint az IBOR-ok gyenge válságállósága miatt azokat alternatív referenciakamatok válthatják fel a nem túl távoli jövőben.

A másik feladat új kockázatmentes kamatráták megjelölése, amelyek szükség esetén az IBOR-ok helyébe léphetnek. Ennek zökkenőmentességéhez és sikerességéhez ki kell építeni az adott alternatív kamatot kezelni képes pénzügyi ökoszisztémát, középpontjában a kockázattranszfert lehetővé tevő derivatív piaccal. Mindenesetre a megszűnő LIBOR-ok ki fogják kényszeríteni, hogy azokban a devizanemekben, ahol nincs más előretekintő, a derivatív piacokon is megfelelő likviditással rendelkező kamat (mint például az EUR LIBOR helyett az EURIBOR), ott át fognak állni alternatív visszatekintő (korábbi időszakai egynapos – overnight – kamatokból számított, a futamidő végén előálló) referenciakamatokra.

Az alkalmazható kockázatmentes alternatív referenciakamatok feltárására, a helyettesítés módszertanának kidolgozására, illetve felhasználásuk ösztönzésére a jelentősebb nemzetközi szerepkörrel rendelkező pénzemek országaiban a jegybankok és a pénzügyi felügyeletek bábáskodása mellett, a piaci szereplők részvételével nemzeti munkacsoportokat hoztak létre, amelyek szoros együttműködésben dolgoztak az FSB OSSG-on belül a fontosabb globális devizanemenként létrehozott albizottságokkal. Csak a magyar szempontból legfontosabbakat említve, legkorábban a LIBOR-kamatokra leginkább ráutalt országokban jöttek létre, először a svájci SwissNWG-k (National Working Group of Swiss Franc Reference Rates) már az FSB reformprogramot megelőzően 2013 júniusban, majd az egyesült államokbeli ARRC (Alternative Reference Rates Committee) 2014 novemberben és a brit UK RFRWG (UK Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates 2015 márciusában. Az Európai Unió és Japán hasonló bizottságait viszonylag későn hozták létre, az előbbit EURO RFRWG (Working group on euro risk-free rates) 2018 februárjában, míg utóbbit Yen IRBC (Cross-Industry Committee on Japanese Yen Interest Rate Benchmarks) 2018 augusztusában.

Bár az FSB 2014-es útitervében (FSB, 2014) még 2016-tal számolt a kockázatmentes referenciakamatok bevezetésének és a kapcsolódó pénz- és tőkepiaci tranzakciók kiterjedésének éveként, azonban a nemzeti munkacsoportok vonatkozó ajánlásait csak jóval később dolgozták ki. Az egyes meglévő rövid (de egynaposnál hosszabb) futamidejű referenciakamatok esetében az alkalmazható mögöttes kockázatmentes kamatlábakra az ajánlások többnyire már 2017–2018-ban megszülettek, az alkalmazásuk módszertani kérdései azonban jellemzően csak 2020 őszén-telén, illetve 2021 elején vélegesültek. Még számos egyéb probléma is felmerül, ami tovább odázná az alternatív referenciakamatok alkalmazá-

sát és elterjedését, azonban a LIBOR megszüntetése ezek megoldását vagy a velük való átmeneti „együttélést” elkerülhetlenné teszi.

A kockázatmentes alternatív referenciakamatok módszertanára vonatkozó ajánlások véglegesítésével párhuzamosan, 2020 októberében az FSB egy globális átállási úttervet (FSB, 2020) is kidolgozott, amelyben javasolta a 2021 végével megszűnő LIBOR-jegyzések helyetti alternatív referenciakamatok bevezetésének végrehajtását. Ez egyfajta feladatvégrehajtást ellenőrző listaként is értelmezhető. Ebben az FSB a pénzügyi szolgáltatást nyújtó piaci szereplőknek – egyebek mellett – azt javasolja, hogy 2020 végére jussanak el addig a szintig, hogy képesek az új ügyletekben a LIBOR helyett más referenciakamatot alkalmazni, és 2021 közepéig induljanak el azok a folyamatok (fejlesztések), amelyek eredményeként a LIBOR helyettesítése minden szerződés esetében szabályozottan, jogi szempontból kockázatmentesen megtörténik. Ez magában foglalja azt is, hogy a banki operáció, ideértve az IT-t is, teljes mértékben felkészül az átállásra. Az útterv az EU-tagállamok és a további érintett fejlett országok pénzügyi felügyeleti szerveit arra ösztönözte, hogy a felügyelt intézmények felkészülési folyamatát, annak státuszát felmérjék és összevegyék az ajánlásban foglaltakkal. Ez Magyarországon 2021 januárjában történt meg.

4.1. A LIBOR (illetve potenciálisan egyéb IBOR-ok) megszűnésével, helyettesítésével kapcsolatos anomáliák

Az IBOR-okat a világ fejlett pénzügyi rendszerei több mint 30 éve használják. A banki operációk jól bevált módszerek alapján, stabilan működnek, és habár a 2008-as pénzügyi válságot követően a bankközi fedezetlen „term” – értsd egy naposnál hosszabb, éven belüli futamidejű – betétek/hitelek piacára nem tért vissza a 2008-as válság előtti szintű likviditás, illetve a későbbi kisebb pénzügyi hullámok esetén újra és újra jelentősen beszűkült, a kapcsolódó derivatív piacok megfelelő működése miatt az IBOR-ok meghatározása az implikált kamatok számításával általánosságban mégis biztosítható mind a mai napig.

A pénzügyi elméletek több megközelítéssel vizsgálták azt, hogy a hozamgörbék alakjának kialakulása mögött a jegyzésben, tranzakcióban részt vevő piaci szereplőknek milyen megfontolásai állhatnak. A várakozási, a likviditáspreferenciahipotézisek stb. fontos eleme annak a bizonytalanságnak a megragadása, hogy a kamatmeghatározás az időszak elején történik, miközben a tényleges forrásköltség az árfolyamok napi ingadozása miatt az időszak végére eltér ettől. Ezért (is) szükséges, hogy a nyitott kamatpozícióikat a bankok folyamatosan fedezzék a származékos piacokon.

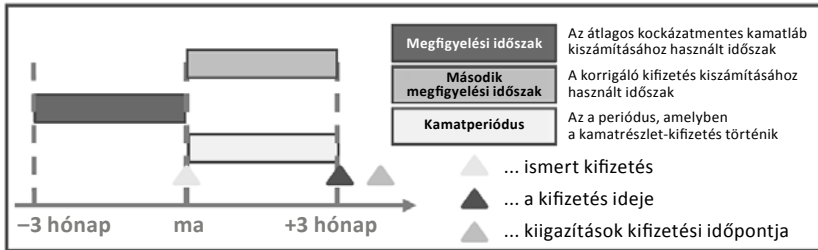
A nemzeti munkacsoportok ajánlásaiban kockázatmentes referenciakamatként az adott pénznemhez kötődő, overnight átlagos bankközi fedezetlen vagy fedezett piaci kamatlábból számított, rövid távú kamatlábak (úgynevezett term rate) szerepelnek. Az egynapos kamatokból jellemzően szorzatsorozatból állítják elő a megfelelő hosszúságú (pl. 1, 3, 6, 12 havi) „term” kamatlábat, ezekre az úgynevezett „compound rate” gyűjtőnévvel hivatkoznak. A compound kamatlábak IBOR-helyettesítő rátaaként történő gyakorlati alkalmazásával kapcsolatban azonban több probléma merül fel.

Az IBOR-ok úgynevezett előretékintő referenciakamatok, azaz a futamidő elején már ismertek, míg a compound kamatlábak visszatekintőek, azaz a futamidő végén válnak ismertté. Ez több következménnyel jár. Egyrészt a banki kamatozó terméket igénybe vevő irányába történik egyfajta kockázattranszfer, mivel a futamidő végén áll elő az a referencia-kamatláb, amelynek az alapján a fizetési kötelezettsége keletkezik. Ez a kockázattranszfer úgynevezett wholesale ügyletek esetében akár etikusnak is tekinthető, azonban a retail ügyletek esetében, ahol a másik szerződő fél nemhogy megfelelő módszerekkel kezelni nem tudja, de tudatában sincs ennek, semmi esetre sem. Lakossági ügyletek esetében éppen ezért a legtöbb fejlett(ebb) gazdaságban fogyasztóvédelmi szabályokkal tiltott az ilyen típusú kamatmeghatározás. Ennek a problémának a kiküszöbölésére több lehetőség adódik: egy adott napi vagy pár napi átlag RFR alkalmazása referenciakamatként a rákövetkező kamatozási periódusban (last recent), vagy egy teljes kamatperiódusban az RFR-kamatlábakból számított term kamatláb következő kamatperiódusra alkalmazása (last reset).

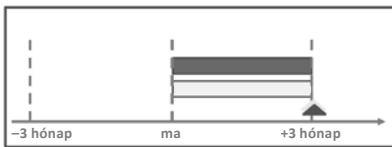
Az előbbi alkalmazására nincs gyakorlati példa, hiszen az overnight kamatok volatilitását vinné át a banki szolgáltatási kapcsolatokba, ami a piaci fair kamatlábakhoz képest indokolatlanul magas vagy alacsony ügyleti kamatokat is eredményezhetne. Az utóbbi alkalmazási korlátja az eszközök és a források kamatozási bázisidőszakának eltéréséből adódhat, ami annál jelentősebb pénzügyi hatással jár, minél nagyobb a kamatperiódus. A nemzeti munkacsoportok anyagaiból kiderül, hogy a piaci szereplők ezt a kockázatot az alkalmazás előnyét meghaladónak értékelik, amennyiben 3 havinál hosszabb futamidőkről beszélünk (3. ábra):

3. ábra

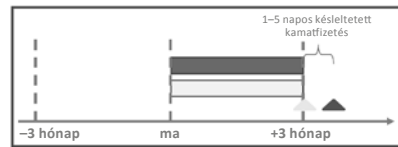
A visszatekintő módszertanok számításának magyarázata



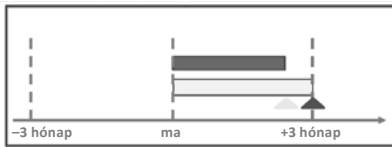
3. ábra Egyszerű/alap diagram



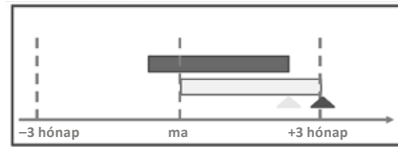
4. ábra Késleteltett fizetésű diagram



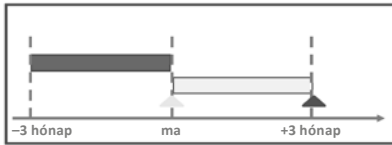
5. ábra A kizárási vagy felfüggesztési periódus diagramja



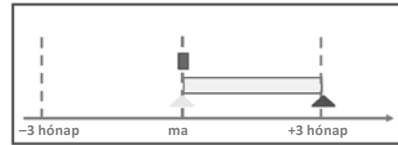
6. ábra A visszatekintő periódus diagramja



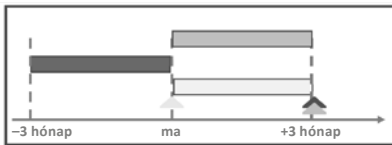
7. ábra Az utolsó visszaállítás diagramja



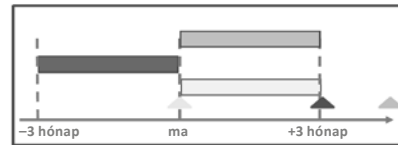
8. ábra A legutóbbi diagram



9. ábra A tőke kiigazításának diagramja



10. ábra A hitelkamat megváltozásának diagramja



Forrás: ECB (2020)

Ugyancsak problémát jelent, hogy a visszatekintő kamatok esetében a jegyzés során hiányzik a jövőbeli bizonytalansági elem, amelyet a fent tárgyalt hipotézisekkel próbált a pénzügyi elmélet magyarázni, míg az előretekintőknek ez integráns eleme. Azaz ha a fenti probléma megoldása eredményeként egy előretekintő IBOR-t egy visszatekintő RFR-rel helyettesítünk, ebben az esetben automatikus értéktranszferthajtunk végre, hiszen utóbbiból hiányzik a bizonytalanság fedezetére szolgáló „term premium”. A tényleges piaci környezetben ennek a pontos

meghatározására jelenleg nincs egzakt módszertan. Hosszan folytak az egyeztetések az egyes nemzeti munkacsoportok és a nemzetközi piaci sztenderdalkotók körében olyan megoldás kialakítására, amely fair módon kezeli az értéktranszfer minimalizálásának kérdését, végül az ISDA által az OTC-derivatív ügyletekre alkalmazni javasolt statisztikai megközelítés (a megszűnő és a helyettesítő kamat között a megelőző öt évben tapasztalt eltérés mediánja) vált általánosan elfogadottá.

Egy bármely okból kivezetésre kerülő referencia-kamatláb megszűnése viszonylag hosszú folyamat eredménye, a piaci szereplők megfelelő alkalmazkodása érdekében a szándék évekkel korábbi bejelentését várják el az adminisztrátoroktól. A LIBOR-nak a legtöbb devizanemben és azok összes futamidejében 2022 elején, a fontosabb USD-futamidőkben 2023 közepén várható kivezetését az adminisztrációját ellátó IBA már 2017-ben bejelentette (ICE, 2017), illetve a brit pénzügyi felügyelet is jelezte, hogy nem tesz lépéseket a jegyzések későbbi időszakig történő fenntartása érdekében. Annak ellenére, hogy ez elegendően hosszúnak tűnhetett, a bejelentéskor azonban már voltak olyan hosszú távú, elsősorban hiteloldali ügyletek, illetve tőkepiaci instrumentumok, amelyeknek a lejárat a kivezetés utáni időszakra esik, és a bennük foglalt fizetési kötelezettség összege a kivezetésre kerülő kamathoz kötött. Amennyiben az érintett szerződések, instrumentumok nem tartalmazzak a megszűnést kezelő biztonsági rendelkezést (úgynevezett fallback language/provision), vagy az nem kellőképpen egyértelmű helyettesítést határoz meg, vagy olyan helyettesítő rátát jelöl ki, amelynek a meghatározása/jegyzése nem független a banktól (azaz nem lehet teljesen kizárni a bank általi befolyásolását), akkor mindenképpen szükséges a helyettesítő kamatrátá és a fair alkalmazást biztosító módszertan (pl. spread) meghatározásához a felek közös akarata. Ez egy adott konstrukció jellege (pl. értékpapírok) és/vagy az érintett ügyfélkör számossága alapján operációs szempontból kivitelezhetetlen, vagy aránytalanul nagy erőfeszítést, erőforrást igényel. Az ilyen úgynevezett „tough legacy” szerződések esetében célszerű, ha az állami szereplők jogalkotási eszközökkel beavatkoznak. Ennek az indokoltsága, illetve mértéke azonban nagyon alapos mérlegelést igényel, hiszen alkotmányos jogokat sérthet azzal, hogy magánszerződéses viszonyokba avatkozik bele, ami sértheti az állampolgároknak a tulajdonhoz fűződő, alkotmányos jogait.

Másik, az ügyletek széles körét kezelő megoldás a piaci sztenderdek alkalmazása. Ez leginkább csak szakértő partnerek között járható út. Ilyen korábban már bemutatott megoldás az OTC-derivatívok kezelésére az ISDA-protokollokhoz történő csatlakozás, ami a megszűnő LIBOR helyettesítésére (ISDA, 2020) 2021. január végén lépett hatályba.

A fentiekből látható: abban az esetben, ha nem járható a jogalkotási vagy piaci sztenderdek alkalmazása általi megoldás, akkor az intézményeknek kell az ügyfe-

leikkel, partnereikkel a szerződés módosításokat végrehajtani, figyelemmel a felek közös akaratára. Ennek lehetséges megoldási módjai joghatóságoként, illetve ügyféltípusonként eltérhetnek. Az bizonyosan kijelenthető: a jogi kockázatok elkerülése mellett az is alapvető szempont, hogy a szerződésekbe belépő helyettesítő kamatok jellegének és alkalmazási módszereinek számossága ne okozzon túlzott komplexitást a banki operációkban, hiszen az exponenciálisan növeli a működési kockázatokat, illetve az operációs költségeket.

A korábbiakban a tanulmány utalt arra, hogy a banki eszköz-forrás menedzsmentben milyen nehézségeket okoz vagy milyen megfontolásokat igényel a kockázatmentes kamatráták alternatív referenciakamatként történő alkalmazása: például az előretékintő helyett visszatekintő kamat alkalmazása, az eltérő tartalom miatti értéktranszfer. Fontos kiemelni, hogy a hatékony, tőkekímélő pénzügyi közvetítés alapja az egyes nyitott piaci pozíciók zárása. A kamatpozíciók esetében ez azt is jelenti, hogy a kihelyezések során alkalmazott kamatlábakhoz és módszertanhoz igazodó fedezeti módszertant alkalmazzanak a banki treasuryk, ehhez azonban a szükséges kamatderivatívák likvid piaca is elengedhetetlen. Amennyiben egy intézmény túlzottan nagyszámú kamatlábat és alkalmazási módszertant határoz meg⁶, akkor a folyamatos működés során abba a problémába is beleütközhet, hogy az eszközoldali tranzakciós volumene nem lesz elegendő nagyságú a fedezeti ügyletek minimális méretének (ticket size) a kielégítésére adott időtávon belül, így hosszabb akkumulációt követően lehet érdemben fedezni az érintett állományt, ami megnövelheti a báziskockázatot. Emellett – főként a LIBOR megszűnését követő időszakban – az is gondot jelenthet a pozíciófedezés során, hogy a devizakamatcsere- (CIRS vagy CCIRS) ügyletek esetében az ügylet két oldalán eltérő típusú kamatok figyelembevétele lenne szükséges, piaci szokvány hiányában azonban ezek összevetése nem megoldott. A svájci nemzeti munkacsoport (SwissNWG) ezt a problémát például azzal javasolja orvosolni⁷, hogy a különböző devizanemekben egyszerű IRS-ekkel fix kamatlábat kialakítva, majd ezek cseréjével hasonló eredmény érhető el, igaz, mindez három ügylettel és nagyobb költséggel. Az is sajátos értékelési helyzetet okozhat a devizakamatcsere-ügyletek esetében, hogy az ajánlott RFR-ek egy része fedezetlen piaci (pl. €STR, Sterling Overnight Index Average, SONIA, Tokyo Overnight Average Rate, TONA), míg mások fedezett (repo) piaci jegyzéseken alapulnak (pl. Secured Overnight Financing Rate, SOFR, Swiss Average Rate Overnight, SARON).

6 Lásd a 3. ábra azon része, amely azt mutatja, hogy már egy adott devizanemű RFR esetében is elvi szinten hányfajta módszer alakítható ki.

7 <https://www.isda.org/protocol/isda-2020-ibor-fallbacks-protocol/>.

A fentieket összegezve nyilvánvaló, hogy az FSB által eredetileg tervezett átállási periódus miért csúszott, és miért a LIBOR megszűnése fogja kikényszeríteni a kockázatmentes kamatráták alternatív kamatként történő, kiterjedt alkalmazását. Az átállás komplexitásában nagy szerepet játszik a tyúk vagy tojás jellegű dilemma. A kamatderivatív és kapcsolódó piacoknak meghatározó likviditást biztosító szereplői a bankok, amelyek – a piacokon jelentősebb volument képviselő – fedezeti célú ügyleteket mindaddig nem kötnek jelentős mennyiségben az alternatív kamatokra, amíg nem rendelkeznek számottevő mennyiségű ilyen nyitott pozícióval – értsd mérlegkítettességgel –, a jelentős báziskockázat miatt. Másrészt a kamatozó banki szolgáltatásokkal összefüggő, komplett banki operációt (ügyleti kamatjegyzési módszertant, ügyfélszerződéses rendelkezéseket, ügyfélkiszolgálási, -kapcsolati és -tájékoztatási módszereket, ezekkel összefüggő termék- és IT-rendszerfejlesztést stb.) nem kívánták széles körben módosítani – bár pilot megoldások már vannak –, amíg a pozíciók zárásához szükséges származékos ügyletek megfelelő likviditással nem állnak rendelkezésre.

4.2. Európai uniós dilemmák és a megoldás módszerei

A reformfolyamat részeként az Európai Bizottság már 2013 szeptemberében benyújtotta a kérdést az EU területén rendeleti szabályozással kezelő jogszabálytervezetét. A rendelet, amelyet (EU) 2016/1011 számon, 2016 június végén hirdettek ki az EU hivatalos lapjában, másfél éves felkészülési időt biztosítva az érintetteknek, 2018 elejétől lépett hatályba.

A rendelet elsősorban a meglévő referenciamutatókba vetett bizalom helyreállítását biztosító rendelkezésekre fókuszált, és csupán két helyen rendelkezik arról, hogy mi a teendő egy referenciamutató megszűnésekor: egyrészt mi a teendője a referenciamutatók adminisztrátorainak, és milyen jogosítványai vannak az illetékes hatóságoknak a kamatjegyzés rövid időszakra történő meghosszabbítása érdekében. Másrészt – ami a témánk szempontjából fontosabb – hogyan kell felkészülnie az EU felügyelt intézményeinek egy referenciamutató megszűnésére. Ez utóbbira meglehetősen elnagyolt elvi szabályozás készült,⁸ amely a rendelet véglegesítésének időpontjában (2016 első felében) a helyettesítő kamatok tárgya-

⁸ 28. cikk (2) bek. A referenciamutatót felhasználó, (1) bekezdésben említett referenciamutató-kezelőtől eltérő felügyelt szervezetek megalapozott, írásba foglalt terveket készítenek és tartanak fenn azokról az intézkedésekről, amelyeket az adott referenciamutató lényeges változása vagy előállításának megszüntetése esetén tennének meg. Ha megvalósítható és célszerű, ezekben a tervekben meg kell jelölni a továbbiakban már nem előállított referenciamutatókat esetleg helyettesítő, egy vagy több referenciaként használható alternatív referenciamutatókat, indokolva, hogy ezek a referenciamutatók miért lennének megfelelő alternatívák. A felügyelt szervezetek kérésre

ban folyó munkálatok státusza alapján nem meglepő. Ennek lényegi eleme, hogy robusztus írott tervekkel kell rendelkeznie az intézményeknek egy adott referenciaindító megszűnésére vonatkozóan, és erre a szerződéses kapcsolataikban reflektálniuk kell.

Az ESMA kérdések és válaszok formájában (Q&A)⁹ tovább pontosítja ezeknek a szabályoknak az értelmezését. Jelzi, hogy a terveknek a BMR hatálybalépésekor készen kell állniuk, ebből következik a szerződéses kapcsolatra vonatkozó kötelezettség is. Leírja továbbá, hogy mit tekint megfelelően robusztusnak, valamint mi elégíti ki az üzleti kapcsolatokban történő szerepeltetésükkel kapcsolatos követelményt. Emellett kiemeli, hogy mindezeket szükség szerint módosítani (felülvizsgálni) szükséges.

A fentiekből elvi szinten az következne, hogy a 2018. január 1-től kötött minden szerződésben (ideértve az általános szerződési feltételeket) megfelelő, a referenciaindító megszűnését és helyettesítését kezelő, úgynevezett fallback vagy biztonsági rendelkezéseket alakítottak ki, illetve a BMR hatálybalépése előtt létrejött ügyletek esetén megindult ezek utólagos beépítése a szerződéses konstrukciókba. A gyakorlatban a jogszabályi rendelkezés ellenére – a korábbi fejezetekben feltárt problémák jellege, illetve az egyes kérdésekkel kapcsolatos megoldási javaslatok kidolgozásának lassú folyamata miatt – ez nem minden esetben valósult meg, vagy a jogi/peres kockázatok kezelése szempontjából nem feltétlenül kielégítő megoldások születtek.

Már viszonylag hamar felmerült, hogy a kialakított rendeleti megoldások nem kezelik minden tekintetben megfelelően a peres kockázatokat, és szükségessé válhat egyes esetekben (l. egyes „tough legacy” szerződések) a jogalkotó beavatkozása. Erre egy sajátos átmeneti megoldási javaslat merült fel brit oldalon, az úgynevezett szintetikus LIBOR (Synthetic LIBOR vagy Transition LIBOR) alkalmazása, míg az Egyesült Királyság nélkül maradt EU a kötelezően alkalmazandó helyettesítési ráta meghatározásával igyekszik megoldani a kérdést.

A szintetikus LIBOR gondolata 2018 elején merült fel az Egyesült Királyságban – még EU-tagsága idején, de már a kilépési folyamat során –, és hamar elnyerte a brit pénzügyi felügyelet (FCA) támogatását. A lényege, hogy az FCA a GBP LIBOR-, illetve korlátozott ideig a JPY LIBOR- és az USD LIBOR-jegyzéseknek brit jogszabály alapján történő hosszabbítására kötelezze az érintetteket, és az így előálló, szintetikus LIBOR-okat ugyanazon a módon és helyen tegyék közzé,

benyújtják e terveket és bármely frissítésüket az érintett illetékes hatóságnak, és szerepeltetik ezeket az ügyfelekkel való szerződéses kapcsolatokban is.

9 Lásd ESMA70-145-114 sz. dokumentumban, https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/esma70-145-114_qas_on_bmr.pdf?download=1.

ahogy és ahol az egyes megszűnő LIBOR-okat korábban, így biztosítva, hogy azok szerződéses jogi szempontból ne minősüljenek új referenciakamatnak. A szintetikus LIBOR-ok alkalmazását azonban nem tennék lehetővé új szerződések esetében. Jelenleg a brit parlament tárgyalja azt a törvényt, amely alapján kialakítható a szintetikus LIBOR.

A pandémia első hullámában kialakult helyzet, amely ismét megmutatta az IBOR-ok pénzügyi válsághelyzettel szembeni sérülékenységét, valamint a LIBOR megszűnésének egyre közeledő időpontja együttesen az európai jogalkotó szerveket is lépésre ösztönözte. Az EB 2020 júliusában benyújtotta azt a BMR-módosítási javaslatát, amely általában kezelni hivatott a referenciamutatók megszűnésének azon eseteit, amelyeket a piac önállóan nem képes kezelni jelentős pénzügyi stabilitási kockázatok nélkül. Ezt a társjogalkotók viszonylag gyorsan jóváhagyták, és 2021. február 12-én (EU) 2021/168 számmal megjelent az EU hivatalos lapjában. Bár önmagában a szabályozási cél mindenképpen üdvözlendő a bankszektor részéről, mivel a korábban említett problémákat és dilemmákat az intézményektől független jogi eszközzel oldja meg, azonban az alkalmazott megoldás és annak részletei több értelmezési kérdést hagynak nyitva. Vélhetően ez is egyik oka annak, hogy az Európai Bizottság széles körben nem alkalmazza ezt az eszközt.

Az egyik ilyen kérdés, hogy ez az eszköz alkotmányos szempontból megalapozottan alkalmazható-e, azaz a jogalkotó ilyen módon beavatkozhat-e polgári szerződéses kapcsolatokba a tulajdonhoz való alkotmányos jog sérelme nélkül, és amennyiben igen, akkor milyen korlátok között, milyen feltételek mellett alkalmazható. Egy minden szempontból kikezdzhetetlen és a jogi/peres kockázatokat minimalizáló megoldás csak úgy jöhet létre, ha az az összes hatalmi ág által előzetesen támogatott, egyébként végső soron a bíróságok az egyes konkrét esetekben kiadott, a jogszabályi kötelezettség szerint eljáró bankok hátrányára hozott döntéseikkel utólag kikezdzhetik.

A probléma nem ismeretlen a magyar banktörténetben. A devizahitelekkel összefüggő, 2012-ben kiterjedő probléma során hasonló dilemma merült fel, amelyet a kormány indítványa alapján végül az Alkotmánybíróság 2014. márciusi döntésével rendezett.¹⁰ Bár a BMR érintett módosítása a referenciakamat-helyettesítés feltételeinek meghatározásakor, illetve a folyamat során elvileg fenntartja a szerződéses felek akaratának elsődlegességét, a megoldás EU-bíróság(ok) általi alkotmányos tesztje azonban eddig nem valósult meg.

¹⁰ Lásd <http://public.mkab.hu/dev/dontesek.nsf/o/EE3A84E45401B26EC1257C32006000E6?OpenDocument>.

Jogi kockázatot jelent továbbá az EU BMR saját joghatóságán túlterjeszkedő személyi hatálya.¹¹ Meglehetősen kétséges, hogy egy Londonban elszámolt, brit jog alatt EU-honos intézmények között kötött szerződés esetében egy per során az Európai Bizottság által kijelölt alternatív referenciakamat maradna-e irányadó, és nem a brit, például egy szintetikus USD LIBOR (Financier Worldwide, 2020). Természetesen ennek a problémának a magyar bankszektor szempontjából nincs számottevő relevanciája.

Ugyancsak kérdéses, mikor tekinthető úgy, hogy egy szerződés nem tartalmaz a referenciakamat esetére a BMR-módosítás fogalma szerinti biztonsági rendelkezést (fallback provision), vagy az mikor alkalmatlan és mikor alkalmas rendelkezés. A banki szerződéses gyakorlatban elfogadott megoldás mind itthon, mind külföldön: a referenciakamathoz kötött szerződésekben kezelik, hogy ezeknek a kamatoknak a kiesése esetén milyen kamatot vagy egyéb mutatót kell alkalmazni. Ezt alapvetően átmeneti piaci zavar eredményeként előálló átmeneti kiesésként igyekeznek meghatározni és kezelni, habár számos esetben ezt a jellemzőjét nem nevesítik a szerződéses dokumentumokban. Sok esetben ezek maradtak meg a gyakorlatban a BMR hatálybalépését követően – akár a mai napig is – mint LIBOR-t helyettesítő (fallback) mechanizmusok. Felmerül a kérdés, hogy ezek a BMR szempontjából, illetve általában szerződéses jogi szempontból tekinthető-e megfelelő fallback rendelkezéseknek a LIBOR vagy más referenciakamat végleges megszűnése esetén¹², illetve vajon tekinthetőek-e ilyen esetek úgy, hogy a 23b. cikk (4) bekezdésének a) pontja¹³ által meghatározott körbe tartoznak, így nem minősülnek alkalmas biztonsági rendelkezésnek.

Az is felmerül, hogy lehet-e alkalmas biztonsági rendelkezés, amelyik nem egyértelműen egy helyettesítő kamatot eredményez, és nem határozza meg egyértelműen azt a módszertant, amely a helyettesítés során alkalmazandó. Minden olyan esetben, amely a helyettesítésre potenciálisan több lehetőséget biztosít, amelyek között választani kell, a jogi/peres kockázat csak úgy kerülhető el, ha a felek között egyetértése alapján történik meg a helyettesítés. Ebben az esetben azonban éppen az említett okból válik alkalmatlanná a célja betöltésére a biztonsági rendelkezés, hiszen ugyanolyan helyzet alakul ki, mintha nem lett volna ilyen klauzula. A korábbiakban említettük, hogy a nemzeti munkacsoportok és az ISDA 2020 végén, 2021 elején véglegesítették a helyettesítő referenciakamatok alkalmazási módszertanával kapcsolatos ajánlásait. Ebből következik, hogy ezt megelőzően jó

11 Lásd BMR 23a. cikk b) pont.

12 Lásd WYMAN–POLK (2018).

13 ...egy biztonsági rendelkezés akkor minősül alkalmatlannak, ha:
a) nem rendelkezik a megszűnő referenciakamat végleges helyettesítéséről;

eséllyel vagy nem voltak olyan helyzetben az EU bankjai, hogy alkalmas módon rendezzék a szerződéses kapcsolataikban a LIBOR-kamatok helyettesítését, vagy olyan bonyolult, úgynevezett „waterfall” mechanizmust kellett volna alkalmazniuk, amely kezelhetetlen komplexitást vitt volna a banki operációkba.

Vizsgálendő továbbá, hogy lehet-e szelektíven, csak bizonyos termékekre, ügyfélcsoportokra alkalmazni egy az Európai Bizottság által kijelölt helyettesítő kamatot és módszertant. Azaz függetlenül attól, hogy a szabályozói megoldás a „tough legacy” szerződések kezelését célozza, azonban az egyéb esetekben is ezt kell-e alkalmaznia az intézményeknek, még akkor is, ha a banki operációjukban más típusú referenciakamat alkalmazása lenne célszerű? A felek szerződéses akarata természetesen elsődlegességet élvez, így végső soron alkalmazható az átszerződés egy ilyen esetben. Ott azonban, ahol erre nincs lehetőség, túlzottan erőforrásigényes vagy nem alakul ki a közös akarat, a BMR-módosítás értelmezése alapján kérdéses, van-e mód a Bizottság által kijelölttől eltérő referenciakamat, illetve eltérő módszertan alkalmazására bármely termék esetében, még akkor is, ha a Bizottság kifejezetten csak egyes termékkörök esetében (lakossági és kkv-hitelek) vizsgálja a CHF LIBOR jogszabállyal történő helyettesítését.¹⁴

Újabb problémát jelent az időbeliség azokban a BMR 23b. cikk (4) bekezdés c) pontjában meghatározott esetekben, amikor végre kellene hajtani az (5) és (6) bekezdésben foglalt eljárást. Ilyen esetekben – a LIBOR-ok alkalmazásának elterjedtsége miatt – vélhetően az érintett tagállami hatóságok kollégiumainak eljárására lenne szükség. Azonban a BMR-módosítás szerint már az illetékes nemzeti hatóságokat is csak augusztus közepéig kell a tagállamoknak kijelölniük, így kétséges, hogyan folytathatók le az eljárások úgy, hogy a banki operációk, IT-rendszerek átalakítására is maradjon elegendő idő.

Az Európai Bizottság 2021 márciusában közel két hónapig tartó konzultációt (EC, 2021) indított, amelyben a CHF LIBOR-kamatok 3M SARON-nal (3 havi compound SARON) történő helyettesítését javasolja ISDA-módszertan szerinti spread alkalmazásával. Emellett, mivel célzottan a lakossági hitelekre és a kis- és középvállalati (kkv) hitelekre teszi meg javaslatát, hogy a referenciakamat – leginkább fogyasztóvédelmi előírások miatt – a kamatozási időszak elején ismert legyen, ezért a last reset módszert javasolja az adott időszaki kamatok meghatározásához. A konzultációs anyag azonban több kérdést nyitva hagy.

A bizottsági intervenció indokként arra hivatkozik, hogy a CHF LIBOR több tagállamban igen elterjedt a lakossági hitelezésben, illetve arra, hogy ebből fakadóan a LIBOR-kivezetéssel pénzügyi stabilitási kockázat állhat elő. Egyúttal leírja, hogy a javaslatában foglaltakat a banki érdekképviseltek az érintett tagállami

¹⁴ Lásd EC (2021).

szabályozó/felügyeleti hatóságokkal karöltve kérték. Felmerül kérdésként, hogy hasonló megkeresések alapján más pénznemű LIBOR-ok esetében is hajlandó lenne-e beavatkozni a Bizottság. Piaci információk szerint formálódik a nagy EU-tagállamok támogatásával egy olyan igény, hogy a sterling LIBOR-ok esetében is avatkozzon be a Bizottság. Ezzel kapcsolatban azonban fontos körülmény lesz a szintetikus sterling LIBOR-ok kialakítása, annak jogi környezete és alkalmazhatósága az EU jogrendje alá tartozó, felügyelt intézmények részéről.

Egyelőre az is rendezetlen a konzultációs anyagban foglaltakban, hogy a CHF LIBOR-okat az összes futamidő tekintetében 3M SARON-nal helyettesítenék-e, vagy a jelenlegi javaslatot ki kell-e egészíteni további futamidejű (legalább 1M, 6M 12M) SARON-nal, egyeztetve a helyettesítendő és az alternatív kamat futamidejét. Előbbi megoldás hátránya, hogy az egyéb futamidejű CHF LIBOR esetében kamatperiódus-váltásra van szükség az ügyfélszerződésekben, ez lakossági hitelek esetében itthon Fhtv.-előírás, hiszen annak a referenciakamat futamidejéhez kell igazodnia. A lakossági devizahitelek forintosítása során már megtapasztalhatták az érintett magyar bankok, hogy ez milyen operációs terheket jelent, és függetlenül a jogszabályi hivatkozási alaptól, a bankok iránti ügyfélbizalom elvesztését is eredményezheti. Az utóbbi hátránya, mint ahogyan arról már szó volt, a last reset módszer alkalmazása problémás 3 hónapnál hosszabb kamatperiódusra.

További kérdés, hogy vajon mi a szándéka a Bizottságnak azzal, hogy a konzultáció szerint csak a lakossági és a kkv-hitelek esetében lenne kötelező az általa elrendelt helyettesítés. Hiszen a fentiekben már bemutattuk, hogy szelektív alkalmazásának előírására a módosított BMR jelenlegi rendelkezései alapján kétséges, hogy mód nyílna.

4.3. További implementációs feladatok

Ha megalapozottnak tekintjük az FSB úttervét az intézményeknek a LIBOR-kivezetéshez történő alkalmazkodásához, akkor 2021 nyarára az összes fent tárgyalt kérdést megnyugtató módon rendezni kellene, és megfelelő likviditású derivatív piacoknak kellene működni a kockázatmentes alternatív kamatok esetében is. Ezen feltételek kielégítő megoldása a pandémia következményeinek árnyékában és a gazdasági kilábalás miatt a bankokkal szembeni fokozott elvárások, az új európai tőkekövetelmény-rendeleti szabályok hatálybalépése és alkalmazása¹⁵, a fenntarthatósági kérdések implementálása és a digitalizációs versenyben

15 Itt érdemes megemlíteni, hogy a BCBS (Basel Committee on Banking Supervision) a benchmark szerepéről csak egy viszonylag rövid Q&A-t adott ki. Annak a szisztematikusan értékelése még

maradás, helytállás miatt szinte megvalósíthatatlan feladatnak látszik a LIBOR kivezetésének időpontjáig. Fontos, hogy a LIBOR kivezetését követően is fennmaradjon a hatóságok segítő, támogató hozzáállása, illetve, hogy a kockázatkezelésben jelentkező, átmeneti bizonytalanságot észszerű, az alkalmazkodást segítő prudenciális intézkedésekkel kezeljék.

Magyarország a LIBOR-kivezetéssel érintett devizaállományok szektorszinten nem okoznak jelentős kockázatot. Intézményi szinten azonban egyrészt nem egyenletesen oszlanak meg, másrészt – függetlenül azok számosságától – ugyanolyan erőfeszítéseket kíván meg a banki operációk hozzáigazítása a kezelésükhöz, mintha nagy tömegben jelentkeznének.

A banki alkalmazkodási folyamat monitorozásán túl az MNB-nek a helyettesítő kamatrátákkal összefüggésben további feladatokat is el kell végezni. A fair banki szabályozás a változó kamatozás során alkalmazott kamatfelárok módosítását úgynevezett kamatfelár-változtatási mutatókhoz köti. A devizahitelekkel összefüggő mutatók használják a LIBOR-okat vagy olyan piaci instrumentumokat, amelyek mögött a LIBOR alkalmazása állhat. A jogbiztonság érdekében ezeknek a mutatóknak a számítási módszertanát felül kell vizsgálni, illetve vélhetően visszamenőleg újra kell számítani azok közzétett értékeit. Emellett, bár a BUBOR-jegyzések üzemeltetése a jegybank kezében van, és nem is tervezi a piaci szereplőknek felajánlani, azonban a BMR előírásainak mindenben megfelelő biztonsági rendelkezéseknek a forint-referenciakamatok potenciális helyettesítésére is ki kell terjednie. Ehhez azonban alkalmas referenciakamatot és helyettesítési módszertant kell kialakítani. A folyamathoz a minta adott, a jegybank támogatása mellett piaci szakértők részvételével magyar referenciakamat-munkacsoport kialakítása szükséges.

5. ÖSSZEGZÉS ÉS KÖVETKEZTETÉSEK

A tanulmány arra vállalkozott, hogy elsőként vázlatosan bemutassa a referenciakamat szükségességét, egyik leginkább ismert változatát, a LIBOR-t (London Interbank Offered Rate), és az annak a manipulációjára tett kísérleteket. Ennek megértése a pénzügyi piacokon azért is kiemelten fontos, mert ennek tükrében válnak átláthatóvá a mutató megreformálására tett kísérletek. A tanulmány be-

várat magára, hogy milyen hatást gyakorolnak a kamatozó banki könyvi eszközökre, mit okoz az FRTB (Fundamental Review of the Trading Book) implementációja és a LIBOR kivezetésének és a kockázatmentes referenciakamatok térnyerésének ezzel párhuzamos folyamata, mi a szerepe az átállásnak az új működési kockázati módszertanra, egyes IFRS (International Financial Reporting Standards) módszertanokra stb.

mutatta a lehetséges jövőbeli pénzügyi referenciahozamok fajtáit és az azokhoz kapcsolódó szabályozási kérdéseket, és rámutatott azokra a további szabályozási aspektusokra, amelyekre kellő figyelmet kell fordítani a jövőben is. Az áttekintés során nemcsak az európai és jellemzően európai uniós szabályozást tanulmányoztuk, hanem nemzetközi kitekintéssel is vizsgáltuk a kérdést, aminek az egyik meghatározó oka az volt, hogy így az európai szabályozói anomáliák is más megvilágításba kerüljenek.

Az áttekintés tükrében fontos szem előtt tartanunk, hogy hazánkban egyelőre a LIBOR-kivezetéssel érintett devizaállományok szektorszinten nem okoznak jelentős kockázatot, intézményi szinten azonban nem egyenletes a kockázatok megoszlása. Lényegi kérdés marad, hogy a banki működés tud-e olyan erőfeszítéseket tenni, hogy esetleg nagy tömegben jelentkező kockázatok esetében is képes legyen az adaptációra. Ezen túl, mivel a devizahitelekkel összefüggő mutatók a LIBOR-okra építenek, a jogbiztonság érdekében ezeknek a mutatóknak a számítási módszertanát érdemes felülvizsgálni, valamint meg kell fontolni a korábban közzétett értékek visszamenőleges újraszámolását. Fontos ajánlás továbbá a jegybank üzemeltetésében lévő BUBOR-jegyzésekkel kapcsolatban a forint-referenciakamatok helyettesítésére való kiterjesztés, és egy olyan referenciakamat-munkacsoport kialakítása, amelyben a piaci szakértők is részt vesznek.

HIVATKOZÁSOK

- Accenture (2019): EONIA and Euribor reform: ESTER is here to see you. <https://www.accenture.com/nl-en/blogs/insights/eonia-and-euribor-reform-ester-is-here-to-see-you>.
- CFR (2016): Council on Foreign Relations (CFR) (2016): Understanding the Libor Scandal. Council on Foreign Relations, <https://www.cfr.org/backgrounder/understanding-libor-scandal>.
- DUFFIE, D. – STEIN, J. C. (2015): Reforming LIBOR and Other Financial Market Benchmarks. *Journal of Economic Perspective*, 29(2), 191–212.
- EC (2021): Targeted consultation on the designation of a statutory replacement rate for CHF LIBOR. Consultation document, European Commission, https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2021-chf-libor-rate-consultation-document_en.pdf.
- ECB (2017): Update on reference rate reforms in the euro area. *Financial Stability Review*, November, https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2017/pdf/ecb-7a761e33fb.fsrbox201711_02.pdf.
- ECB (2018): Euro short-term rate (€STR). https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_short-term_rate/html/index.en.html.
- ECB (2020a): Public consultation by the working group on euro risk-free rates: on €STR-based EURIBOR fallback rates. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.pubcon ESTRbased EURIBORfallbackrates.202011~d7b62f129e.en.pdf>.
- ECB (2020b): Report on preparations for benchmark rate reforms. <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.reportpreparationsbenchmarkratereforms202007~bd86332836.en.pdf>.

- EMMI (2018): EURIBOR Reform. <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/euribor-reform.html>.
- EMMI (2019): Benchmark Determination Methodology for EURIBOR. <https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0016A-2019%20Benchmark%20Determination%20Methodology%20for%20EURIBOR.pdf>.
- EMMI (2021a): About EURIBOR. <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/about-euribor.html>.
- EMMI (2021b): EURIBOR Rates. <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/euribor-rates.html>.
- ERHART, SZ. – LIGETI, I. – MOLNÁR, Z. (2013): Reasons for the LIBOR review and its effects on international interbank reference rate quotations. *MNB Bulletin*, January. <https://www.mnb.hu/letoltes/erhart-ligeti-molnar.pdf>.
- ESMA – EBA (2013): ESMA-EBA Principles for Benchmark-Setting Processes in the EU https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/2015/11/2013-659_esma-eba_principles_for_benchmark-setting_processes_in_the_eu.pdf?download=1.
- EMMI (2019): EURIBOR Governance Code of Conduct. <https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/D0018C-2019-EMMI%20Governance%20Code%20of%20Conduct.pdf>.
- FLISZÁR, V. (2015): Csökkenthető-e a referencia-kamatlábak manipulálásának valószínűsége? *Közgazdasági Szemle*, 62(11), 1158–1171.
- Financier Worldwide* (2020): Transitioning ‘tough legacy’ LIBOR contracts – different strokes for different folks? <https://www.financierworldwide.com/transitioning-tough-legacy-libor-contracts-different-strokes-for-different-folks#.YImas7UzaMp>.
- FSB (2020): Global Transition Roadmap for LIBOR. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P161020-1.pdf>.
- Global Rates (2021): LIBOR, information about the London InterBank Offered Rate. <https://www.global-rates.com/en/interest-rates/libor/libor-information.aspx>.
- Guardian* (2017): Libor scandal: the bankers who fixed the world’s most important number. <https://www.theguardian.com/business/2017/jan/18/libor-scandal-the-bankers-who-fixed-the-worlds-most-important-number>.
- ICAEW (2021): Interbank rates. (<https://www.icaew.com/library/subject-gateways/financial-markets/knowledge-guide-to-base-rates/interbank-rates>).
- ICE (2017): IBA publishes feedback statement for consultation on its intention to cease publication of LIBOR settings. <https://www.theice.com/iba>
- ICE (2021): LIBOR. <https://www.theice.com/iba/libor>.
- International Swaps and Derivatives Association (ISDA): ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol. <http://assets.isda.org/media/3062e7b4/08268161-pdf/>.
- IOSCO (2013): Principles for Financial Benchmarks. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>.
- KLINGER, S. – SYRSTAD O. (2021): Life after LIBOR. *Journal of Financial Economics*. 140(2), online, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.04.017>.
- KOVÁCS, L. – PÁSZTOR, SZ. (2018): A jelzálogpiac helyzete és kihívásai. *Közgazdasági Szemle*, 65(12), 1225–1256.
- KPMG (2019): A referenciakamat rendszer reformja. *Financial Risk and Regulation, Hírlevél*, január. https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/hu/pdf/rfr_hirlevel_4.pdf.
- PÁSZTOR, SZ. (2018): Future of Commercial Banks – Survival or Failure? *Izvestiya, Mezhdunarodnyy teoreticheskiy i nauchno-prakticheskiy zhurnal*, 23(4), 71–88.

- PWC (2020): Understanding ISDA's IBOR Fallback Protocol: What's next for financial institutions? <https://www.pwc.com/us/en/industries/financial-services/regulatory-services/libor-reference-rate-reform/isda-fallback-protocol.html>.
- SCHRIMPF, A. – SUSCHKO, V. (2019): Beyond LIBOR: a primer on the new reference rates. BIS Quarterly Review, March 2019, 29–52. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1903e.pdf.
- SCHRIMPF, A. (2019): Beyond LIBOR: a primer on the new reference rates. Előadás, EMMI, Brüsszel, 2019. június 27. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1903e.pdf.
- STENFORS, A. – LINDO, D. (2018): Libor 1986–2021: the making and unmaking of 'the world's most important price'. *Distinktion: Journal of Social Theory*, 19:2, 170–192. DOI: 10.1080/1600910X.2018.1430599. https://www.researchgate.net/publication/323122200_Libor_1986-2021_the_making_and_unmaking_of_'the_world's_most_important_price'.
- STROTKAMP, M. (2018): The LIBOR Scandal: A Comparison of Banks Involved Concerning the Impact of Disclosure and the Imposition of Fines on Stock Prices. <https://www.wiwi-frankfurt.de/wp-content/uploads/2019/03/dka-03-005.pdf>.
- UBS (2021): Annual Report. <https://www.ubs.com/global/en/investor-relations/financial-information/annual-reporting/ar-archive.html>.
- UK Finance (2019): Discontinuation of Libor – UK Finance guide for business customers. https://www.ukfinance.org.uk/system/files/LIBOR-Guide-for-Business-Customers-FINAL_1.pdf.
- VAINIKAINEN, J. (2018): Market Pulse EUR: Goodbye EONIA swaps, welcome ESTER. Nordea, 26 Sept. <https://corporate.nordea.com/article/46133/market-pulse-eur-goodbye-eonia-swaps-welcome-ester>.
- WYMAN, O. – POLK, D. (2018): LIBOR Fallbacks in Focus a Lesson in Unintended Consequences. <https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliverwyman/v2/publications/2018/may/Oliver%20Wyman%20-%20LIBOR%20Fallbacks%20in%20Focus.PDF>
- YOULE, T. (2014): Essays on Libor Manipulation. PhD Dissertation, University of Minnesota, July 2014. https://conservancy.umn.edu/bitstream/handle/11299/165691/Youle_umn_0130E_15225.pdf?sequence=1&isAllowed=y.)

Nemzetközi pénznemek referenciakamat-munkacsoportjainak honlapjai

- ARRC (Alternative Reference Rates Committee, USA): <https://www.newyorkfed.org/arrc>
- EURO RFRWG (Working group on euro risk-free rates): https://www.ecb.europa.eu/paym/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/html/index.en.html.
- SwissNWG (National Working Group of Swiss Franc Reference Rates): https://www.snb.ch/en/ifor/finmkt/finmkt_benchm/id/finmkt_reformrates.
- UK RFRWG (UK Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates): <https://www.bankofengland.co.uk/markets/transition-to-sterling-risk-free-rates-from-libor/working-group-on-sterling-risk-free-reference-rates>.
- Yen IRBC (Cross-Industry Committee on Japanese Yen Interest Rate Benchmarks): https://www.boj.or.jp/en/paym/market/jpy_cmte/index.htm/.